

Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in  
Aktiengesellschaften

Eine Untersuchung hinsichtlich effektiver Corporate Governance

Inaugural-Dissertation  
zur Erlangung der Doktorwürde  
der Juristischen Fakultät  
der Goethe-Universität Frankfurt am Main  
vorgelegt von

Jasper Wentz

2020

<b>A. Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>B. Untersuchungsgegenstand.....</b>	<b>3</b>
<b>C. Gang der Untersuchung .....</b>	<b>4</b>
<b>D. Der proportional betroffene Aktionär als Corporate Governance Akteur.....</b>	<b>6</b>
<b>I. Begriff und Ziel der Corporate Governance .....</b>	<b>7</b>
<b>1. Begriff.....</b>	<b>7</b>
<b>2. Funktion der Corporate Governance .....</b>	<b>9</b>
a) Unternehmen als Netzwerk unvollständiger Verträge .....	9
b) Opportunismus .....	11
aa) Grundlagen .....	11
bb) Einflussgrößen der Opportunismussoptionen .....	11
cc) Einflussgrößen des Opportunismusverhaltens .....	12
dd) Zwischenergebnis .....	12
c) Prinzipal-Agent-Konflikt.....	12
d) Zwischenergebnis.....	15
<b>3. Ziel.....</b>	<b>16</b>
a) <i>Shareholder</i> -Ansatz der Corporate Governance .....	16
aa) Grundlagen .....	16
bb) Konsequenz (Übergeordnetes Ziel).....	17
b) <i>Stakeholder</i> -Ansatz .....	18
aa) Grundlagen .....	18
bb) Konsequenz (Übergeordnetes Ziel).....	18
c) Instrumentenspezifische Effizienzbewertung.....	19
d) Ergebnis zu 3.....	20
<b>II. Das Stimmrecht als Corporate Governance Instrument .....</b>	<b>20</b>

<b>1. Begriff und dogmatische Grundlagen des Stimmrechts .....</b>	<b>20</b>
<b>2. Zusammenhang zwischen Stimmrecht und Beschluss .....</b>	<b>21</b>
<b>3. Dogmatische Grundlagen des Beschlusses .....</b>	<b>22</b>
<b>4. Funktion von Wahlen und Beschlüssen im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft ...</b>	<b>23</b>
a) Adaption des unvollständigen Gesellschaftsvertrags der Aktiengesellschaft .....	24
b) Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft .....	25
c) Überschneidungen zwischen der Adaption langfristiger Verträge und dem Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft .....	26
d) Zwischenergebnis.....	27
<b>5. Lösung des Prinzipal-Agent-Konflikts sowie der Problematik langfristiger Verträge durch externe oder interne Kontrollmechanismen.....</b>	<b>27</b>
a) Interne Corporate Governance .....	28
b) Interne Corporate Governance durch das Stimmrecht des Aktionärs .....	29
c) Konkrete Möglichkeiten der Einflussnahme .....	30
d) Probleme der Wahrnehmung der Corporate Governance Funktion durch das Stimmrecht der Aktionäre .....	31
aa) Aktionärsapathie.....	32
bb) Free-Rider-Problematik.....	33
cc) Exit als attraktivere Alternative („Voice over exit“).....	34
dd) Zwischenergebnis .....	35
e) Externe Corporate Governance (Markt für Unternehmenskontrolle) .....	35
aa) Grundlagen .....	36
bb) Zusammenhang zwischen Stimmrecht und Markt für Unternehmenskontrolle.....	38
<b>6. Unterschiedliche Corporate Governance Akteure mit Bezug zum Stimmrecht .....</b>	<b>40</b>
a) Institutionelle Investoren .....	40
aa) Begriff.....	40
bb) Interpretation der Corporate Governance Funktion .....	42
(i) „Klassische“ Institutionelle Investoren .....	42
(ii) Aktivistische Aktionäre .....	43
b) Rolle der Stimmrechtsberater.....	46

aa)	Begriff und historische Entwicklung.....	46
bb)	Interpretation der Corporate Governance Funktion .....	48
<b>7.</b>	<b>Ergebnis zu II.....</b>	<b>50</b>
a)	Das Stimmrecht als Mittel zur <i>ex-post</i> Adaption des Gesellschaftsvertrags.....	50
b)	Das Stimmrecht als Mittel zur Kontrolle der Unternehmensleitung.....	50
<b>III.</b>	<b>Aktionäre als optimale Träger des Stimmrechts innerhalb des Verbandes der Aktiengesellschaft.....</b>	<b>51</b>
<b>1.</b>	<b>Begründung für die Stimmrechtsträgerschaft des Aktionärs .....</b>	<b>51</b>
a)	Verfassungsrechtliche Begründung: Art. 14 GG.....	51
b)	Ökonomische Begründung: Aktionäre als Inhaber des Residualanspruchs.....	53
c)	Homogenität der Aktionärsinteressen .....	55
d)	Kritik an der Prämisse der Aktionäre als Inhaber des Residualanspruchs .....	55
<b>2.</b>	<b>Ergebnis zu III. ....</b>	<b>59</b>
<b>IV.</b>	<b>Wirtschaftliche Betroffenheit.....</b>	<b>60</b>
<b>1.</b>	<b>Anteilswerb .....</b>	<b>61</b>
<b>2.</b>	<b>Innehaben der Aktien.....</b>	<b>62</b>
a)	Dividendenzahlungen .....	62
b)	Bezugsrechte .....	64
c)	Kursschwankungen (Volatilität).....	65
d)	Insolvenzrisiko der Gesellschaft .....	66
e)	Ausgleichs- und Abfindungszahlung (§§ 304, 305, 327a AktG, § 62 Abs. 5 UmwG).....	66
f)	Verteilung des Abwicklungsüberschusses, § 271 AktG .....	67
<b>3.</b>	<b>Veräußerung der Aktien .....</b>	<b>68</b>
<b>4.</b>	<b>Definition des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit .....</b>	<b>68</b>
a)	Abgrenzungskriterium .....	69
b)	Anwendung der Abgrenzungskriterien .....	70
aa)	Phase des Aktienerwerbs .....	70
bb)	Phase des Innehabens der Aktien .....	70
cc)	Phase der Veräußerung der Aktien.....	72

<b>5. Ergebnis: Elemente des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit für die vorliegende Abhandlung.....</b>	<b>72</b>
<b>V. Verknüpfung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Gesetz und Rechtsprechung .....</b>	<b>73</b>
<b>1. Nichtübertragbarkeit der Gesellschafterrechte (§ 717 BGB).....</b>	<b>73</b>
a) Einheitlichkeit der Mitgliedschaft .....	74
b) Lehre von der „Sonderrechtsunfähigkeit“ der Mitgliedschaftsrechte .....	74
c) Selbstbestimmung des Verbandsgeschehens.....	75
d) Richtigkeitsgewähr der verbandsrechtlichen Willensbildung.....	75
<b>2. Unteilbarkeit von Aktien (§ 8 Abs. 5 AktG).....</b>	<b>76</b>
<b>3. Stimmrecht, keine Mehrstimmrechte (§ 12 AktG).....</b>	<b>78</b>
a) Aktie und Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 S. 1 AktG) .....	78
b) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 S. 2 AktG).....	79
c) Unzulässigkeit von Mehrstimmrechten (§ 12 Abs. 2 AktG).....	79
d) Zweck des § 12 AktG.....	80
<b>4. Höhe des Stimmrechts (§ 134 Abs. 1 S. 1 AktG).....</b>	<b>81</b>
<b>5. Stimmkraft nach vollständiger Leistung der Einlage (§ 134 Abs. 2 S. 1 AktG).....</b>	<b>81</b>
<b>6. Ordnungswidrigkeitstatbestände (§ 405 Abs. 3 AktG).....</b>	<b>82</b>
<b>7. Abschaffung des Haftungsprivilegs gemäß § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG a. F.....</b>	<b>84</b>
<b>8. Treupflicht.....</b>	<b>85</b>
a) Grundlagen der Treupflicht im Aktienrecht .....	85
b) Verknüpfung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch die Rechtsprechung des BGH .....	87
aa) Linotype-Entscheidung des BGH.....	88
(i) Sachverhalt .....	88
(ii) Durch den Bundesgerichtshof aufgestellte Grundsätze.....	89
bb) Girmes-Entscheidung des BGH .....	90
(i) Sachverhalt .....	90
(ii) Durch den Bundesgerichtshof aufgestellte Grundsätze.....	91

cc)	Erkenntnisse aus den vorgenannten Entscheidungen und den Grundsätzen zur Treupflicht betreffend die Koppelung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit.....	92
(i)	Erkenntnisse aus der Linotype-Entscheidung .....	92
(ii)	Erkenntnisse aus der Girmes-Entscheidung .....	94
(iii)	Erkenntnisse aus der dogmatischen Herleitung durch <i>Cahn/v. Spannenberg</i> .....	95
dd)	Zwischenergebnis .....	96
<b>VI.</b>	<b>Ergebnis der Definition: Der proportional betroffene Aktionär als optimaler Corporate Governance Akteur .....</b>	<b>97</b>
<b>1.</b>	<b>Proportionale Betroffenheit als opportunismusminimierende Komponente (Rechtsschutz).....</b>	<b>97</b>
<b>2.</b>	<b>Proportionales Stimmrecht als optimales Corporate Governance Instrument.....</b>	<b>98</b>
<b>3.</b>	<b>Ergebnis.....</b>	<b>98</b>
<b>E.</b>	<b>Trennung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit und Auswirkungen auf die Rolle des Aktionärs in der Corporate Governance .....</b>	<b>98</b>
<b>I.</b>	<b>Vorzugsaktien.....</b>	<b>99</b>
<b>1.</b>	<b>Grundlagen der Vorzugsaktien .....</b>	<b>100</b>
<b>2.</b>	<b>Geschichtliche Entwicklung der Vorzugsaktie .....</b>	<b>103</b>
<b>3.</b>	<b>Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien .....</b>	<b>106</b>
<b>4.</b>	<b>Vorzugsaktien in den USA.....</b>	<b>107</b>
<b>5.</b>	<b>Divergenz bei Vorzugsaktien .....</b>	<b>109</b>
<b>6.</b>	<b>Vorteile für die Corporate Governance Struktur durch VZ Aktien – Entspannung des Prinzipal-Agent-Konflikts durch Stimmrechtsbündelung.....</b>	<b>110</b>
<b>7.</b>	<b>Probleme durch die disproportionale Betroffenheit .....</b>	<b>114</b>
a)	Erhöhte <i>agency costs</i> durch Vorzugsaktien.....	114
aa)	Horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt .....	114
bb)	Zuspitzung durch die Emission von Vorzugsaktien.....	116
cc)	Unterschied zwischen vertikalem und horizontalem Prinzipal-Agent-Konflikt .....	117
dd)	Zwischenergebnis .....	117
b)	Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle .....	118

aa)	Keine Einschränkung des Aufbaus kontrollvermittelnder Aktienpakete .....	118
bb)	Einschränkung durch <i>cheap votes</i> .....	118
(i)	Konzept der <i>cheap votes</i> .....	119
(ii)	<i>Cheap votes</i> durch die Emission von Vorzugsaktien .....	120
(iii)	Probleme für den Markt für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument.....	120
(iv)	Zusammenspiel zwischen <i>cheap votes</i> und <i>blockbuilding</i> .....	122
(v)	Abschwächung durch Vollangebotspflicht gemäß § 32 WpÜG .....	122
(vi)	Zwischenergebnis .....	123
<b>8.</b>	<b>Rechtspolitische Bewertung von Vorzugsaktien.....</b>	<b>124</b>
<b>II.</b>	<b>Empty Voting.....</b>	<b>125</b>
<b>1.</b>	<b>Finanzderivate .....</b>	<b>127</b>
a)	Begrifflichkeit.....	127
aa)	Abhängigkeit von einem Basiswert.....	128
bb)	Hinausgezögerter Erfüllungszeitpunkt .....	129
cc)	Konträre Zukunftserwartungen der Vertragsparteien.....	130
b)	Geschichtliche Entwicklung von Finanzderivaten .....	130
c)	Einsatzmöglichkeiten .....	132
d)	Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Fall von Finanzderivaten .....	134
e)	Zur Erzeugung einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit geeignete Derivate .....	135
aa)	Forwards/Futures .....	135
bb)	Rechtlicher Regelungsrahmen von Forwards/Futures.....	137
(i)	Meldepflicht nach WpHG .....	137
(ii)	Übernahmerechtliche Beurteilung.....	139
cc)	Divergenz im Fall von Forwards/Futures .....	139
dd)	Put-Optionen.....	141
ee)	Rechtlicher Regelungsrahmen von Put-Optionen .....	142
(i)	Melderechtliche Beurteilung .....	142

(ii)	Übernahmerechtliche Beurteilung.....	146
ff)	Divergenz im Fall von Put-Optionen .....	147
gg)	Equity Swaps.....	148
hh)	Rechtlicher Regelungsrahmen von Equity Swaps.....	150
(i)	Melderechtliche Beurteilung .....	150
ii)	Divergenz im Fall von Equity Swaps.....	152
jj)	Offenlegungspflicht für Derivate nach der EU-Leerverkaufsverordnung.....	154
(i)	Grundlagen der Melde- und Offenlegungspflicht nach der EU-Leerverkaufsverordnung .....	154
(ii)	Anwendung auf die vorliegend untersuchten Derivate .....	155
<b>2.</b>	<b>Wertpapierdarlehen .....</b>	<b>156</b>
a)	Begrifflichkeit.....	157
b)	Geschichtliche Entwicklung des Wertpapierdarlehens .....	159
c)	Einsatzmöglichkeiten .....	160
aa)	Einsatzmöglichkeiten des Darlehensgebers .....	160
bb)	Einsatzmöglichkeiten des Darlehensnehmers .....	161
(i)	Finanzierung von Leerverkäufen.....	161
(ii)	Überbrückung von Lieferengpässen.....	162
(iii)	Arbitrage.....	163
(iv)	Hedging .....	163
(v)	Strategischer Einsatz im Rahmen eines Squeeze-outs .....	164
d)	Publizitätspflicht bei Wertpapierdarlehen .....	164
e)	Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Fall von Wertpapierdarlehen .....	166
aa)	Streitstand.....	167
bb)	Zutreffende Ansicht der herrschenden Meinung.....	169
cc)	Ergebnis.....	171
<b>3.</b>	<b>Record Date Capture.....</b>	<b>172</b>
a)	Begrifflichkeit.....	172
aa)	Begriff des Record Date .....	172

bb)	Record Date Capture .....	174
b)	Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Record Date Capture .....	175
<b>4.</b>	<b>Nachteile durch die Divergenz.....</b>	<b>176</b>
a)	Erhöhte <i>agency costs</i> .....	176
aa)	Vertikaler Prinzipal-Agent-Konflikt .....	177
bb)	Horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt .....	177
b)	Fehlende Einpreisungsmöglichkeit aufgrund mangelnder Transparenz .....	179
aa)	Durch Derivate erzeugte Empty Voting Konstellationen.....	180
(i)	Forwards/Futures .....	180
(ii)	Put-Optionen.....	180
(iii)	Equity Swaps .....	181
(iv)	Publizität durch Meldepflichten nach der Leerverkaufsverordnung .....	181
(v)	Zwischenergebnis .....	183
bb)	Wertpapierdarlehen .....	183
cc)	Record Date Capture .....	184
dd)	Zwischenergebnis .....	184
c)	Erhöhte Informationskosten .....	184
d)	Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle .....	188
aa)	Behinderung durch <i>cheap votes</i> .....	188
bb)	Behinderung durch erhöhte Transaktionskosten .....	189
cc)	Behinderung durch Verzerrung des Börsenkurses .....	190
e)	Zwischenergebnis .....	191
<b>III.</b>	<b>Investmentaktiengesellschaften .....</b>	<b>191</b>
<b>1.</b>	<b>Begriff und Aufbau.....</b>	<b>192</b>
a)	Begriff.....	192
b)	Aufbau und Struktur der Investmentaktiengesellschaft .....	192
c)	Geschichtliche Entwicklung.....	194
<b>2.</b>	<b>Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit bei Investmentaktiengesellschaften.....</b>	<b>197</b>

<b>3. Probleme aus der Divergenz.....</b>	<b>199</b>
a) Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle.....	199
aa) Behinderung des Marktes für Unternehmensübernahmen als Corporate Governance Instrument durch Isolation der Verwaltung .....	199
bb) Behinderung durch <i>cheap votes</i> .....	200
b) Horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt .....	201
<b>4. Unterschiede zu den anderen Kategorien .....</b>	<b>202</b>
a) Kein Markt für Unternehmenskontrolle bei Investmentaktiengesellschaften.....	202
b) Eigene Corporate Governance Struktur der Investmentaktiengesellschaft.....	203
aa) Disziplinierung der Verwaltung durch Recht zur Rückgabe der Aktien, § 116 Abs. 2 KAGB .....	204
bb) Verpflichtung des Vorstands auf die Interessen der Aktionäre, § 119 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB und besondere Sachkunde des Aufsichtsrats, § 119 Abs. 3 S. 1 KAGB .....	206
cc) Anzeigepflicht bei Wechsel der Unternehmensaktionäre, vgl. § 109 Abs. 2 S. 5 KAGB208	
dd) Überwachung durch die Verwahrstelle .....	209
ee) Gesteigerte Treupflicht der Unternehmensaktionäre.....	210
ff) Externe Kontrolle durch die BaFin.....	211
c) Zwischenergebnis .....	211
<b>5. Ergebnis zu E.III.....</b>	<b>212</b>
<b>IV. <i>Dual class structures</i> nach amerikanischem Gesellschaftsrecht .....</b>	<b>212</b>
<b>1. Begriff und Aufbau.....</b>	<b>213</b>
<b>2. Geschichtliche Entwicklung von <i>dual class structures</i> in den Vereinigten Staaten .</b>	<b>213</b>
<b>3. Corporate Governance Probleme .....</b>	<b>215</b>
<b>4. Lösung des Problems aus amerikanischer Perspektive .....</b>	<b>216</b>
<b>5. Zwischenergebnis.....</b>	<b>218</b>
<b>F. Gegenüberstellende Problemlösung betreffend die einzelnen Konstellationen .....</b>	<b>218</b>
<b>I. Problem der erhöhten <i>agency costs</i> .....</b>	<b>219</b>
<b>II. Reetablierung einer Rechtsschutzkomponente gegen Opportunismus.....</b>	<b>219</b>

<b>III. Konkrete Ausgestaltung .....</b>	<b>220</b>
<b>1. Stimmverbot gemäß § 136 Abs. 1 AktG .....</b>	<b>220</b>
a) Direkte Anwendung.....	221
b) Analoge Anwendung.....	222
aa) Gesamtanalogie .....	222
(i) Ansicht von <i>Wilhelm</i> und <i>K. Schmidt</i> : Analoge Anwendung im Fall von Interessenkollision entsprechend dem Rechtsgedanken des § 181 BGB.....	222
(ii) Herrschende Meinung: Keine Gesamtanalogie .....	224
(iii) Eigene Ansicht.....	225
(iv) Anwendung des in Rechtsfortbildung gewonnenen Stimmverbots für offensichtliche, typisierend umschreibbare Interessenkonflikte auf Empty Voting Sachverhalte .....	228
(v) Unterschiedliche Interessenbilanz als einschränkende Präzisierung.....	228
(vi) Einbeziehung der Delta-Adjustierung in die Interessenbilanz .....	230
(vii) Folge der einschränkenden Präzisierung .....	231
(viii) Beweislastverteilung bei analoger Anwendung .....	232
(ix) Rechtsfolgen einer verbotswidrigen Stimmabgabe .....	233
(x) Verhaltenspflichten des Abstimmungsleiters .....	234
bb) Einzelanalogie .....	235
<b>2. Mitgliedschaftliche Treupflicht .....</b>	<b>236</b>
a) Treubindung und Stimmrechtsmacht .....	236
b) Allgemeiner Kontrollmaßstab .....	238
c) Erhöhte Kontrolldichte bei Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit.....	238
aa) Erhöhte Kontrolldichte aufgrund erhöhter Treubindung.....	238
bb) Kontrollmaßstab .....	240
d) Grenzen einer Lösung auf Grundlage der gesellschaftsrechtlichen Treubindung .....	241
aa) Beschränkung auf den gesellschaftsrechtlichen Bereich.....	241
bb) Keine Unterscheidung nach der Realstruktur der Gesellschaft.....	242
cc) Grundlegende Entscheidungen des Gesetzgebers .....	243

dd)	Ermessen der Aktionäre .....	244
ee)	Zwischenergebnis .....	245
ff)	Anwendung auf die drei untersuchten Fälle einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit .....	246
(i)	Erhöhte Kontrolldichte bei Emission von Vorzugsaktien .....	246
(ii)	Erhöhte Kontrolldichte in Empty Voting Konstellationen .....	247
(iii)	Erhöhte Kontrolldichte bei Investmentaktiengesellschaften .....	250
gg)	Rechtsfolgen .....	251
(i)	Nichtigkeit der Stimmabgabe .....	251
(ii)	Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses gemäß § 243 Abs. 1 AktG .....	253
(iii)	Schadensersatzpflicht des treuwidrig abstimmenden Aktionärs gemäß § 280 Abs. 1 S. 1 BGB .....	254
hh)	Zwischenergebnis .....	256
<b>3.</b>	<b>Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen, § 243 Abs. 2 AktG .....</b>	<b>257</b>
a)	Grundlagen .....	257
b)	Tatbestandsvoraussetzungen .....	258
aa)	Sondervorteil .....	258
bb)	Sondervorteil in den drei Konstellationen .....	259
(i)	Vorzugsaktien .....	259
(ii)	Empty Voting Konstellationen .....	259
(iii)	Investmentaktiengesellschaften .....	260
cc)	Schaden der Gesellschaft .....	262
dd)	Subjektiver Tatbestand .....	263
ee)	Rechtsfolgen .....	263
ff)	Zwischenergebnis .....	264
<b>4.</b>	<b>De lege ferenda .....</b>	<b>265</b>
a)	Mindesthaltedauer von Aktien .....	265
b)	Treustimmrecht .....	266
c)	Konsequente Zuordnung der Stimmrechtsinhaberschaft zu den Inhabern der Residualrechte .....	267

<b>IV. Problem: Keine Transparenz in Empty Voting Konstellationen .....</b>	<b>270</b>
<b>1. Pflicht zur Offenlegung <i>de lege ferenda</i> .....</b>	<b>271</b>
a) Regelungsstandort .....	272
b) Rechtsökonomische Implikationen verschärfter Publizitätspflichten .....	273
aa) Keine anreizverzerrende Redistribution von Informationen .....	273
bb) Erhöhte Kosten durch erhöhte Transparenzanforderungen .....	275
c) Vorschläge für eine Transparenzregime <i>de lege ferenda</i> .....	276
aa) Vorschlag von <i>Mittermeier</i> : Offenlegung erst bei signifikanter disproportionaler Anreizstruktur.....	276
bb) Bewertung.....	277
cc) Zwischenergebnis .....	278
dd) Vorschlag von <i>Tautges</i> : Akzessorietät der Offenlegung von Short-Positionen zur Offenlegung von Long-Positionen .....	279
ee) Bewertung.....	280
ff) Zwischenergebnis .....	281
d) Offenlegungsinteressenbilanz nach Vorgaben der VO Nr. 236/2012.....	281
aa) Grundlegende Regelungstechnik.....	281
bb) Berechnung der wirtschaftlichen Betroffenheit zur Bestimmung der Risikoexposition aus den Anteilen .....	283
cc) Schwellenwert für die Offenlegung.....	285
(i) Negative Interessenbilanz.....	285
(ii) Neutrale Interessenbilanz .....	286
(iii) Positive Interessenbilanz .....	287
dd) Bewertung anhand der ökonomischen Implikationen .....	287
ee) Rechtssystematische Verortung.....	288
ff) Rechtsfolgen .....	288
<b>2. Ergebnis .....</b>	<b>289</b>
<b>G. Zusammenfassung der Ergebnisse.....</b>	<b>290</b>

## A. Einleitung

Das deutsche Aktienrecht stellt durch unterschiedliche Regelungen den Grundsatz des Gleichlaufs zwischen Anteilseigentum und Stimmrechtseinfluss des Aktionärs auf. Gemäß § 12 Abs. 1 S. 1 AktG gewährt jede Aktie das Stimmrecht. Laut der Gesetzesbegründung<sup>1</sup> soll durch diese Vorschrift der Grundsatz zum Ausdruck gebracht werden, dass der Aktionär den Inhalt von Hauptversammlungsbeschlüssen nur im Maß seiner Beteiligung am Grundkapital beeinflussen kann. Weitere Beispiele für die gesetzliche Verknüpfung zwischen Stimmrecht und Mitgliedschaft sind das Verbot von Mehrstimmrechten gemäß § 12 Abs. 2 AktG und die begrenzte Zulässigkeit von Höchststimmrechten gemäß § 134 Abs. 1 S. 2 AktG. Abgesichert wird dieses Prinzip durch das Abspaltungsverbot gemäß § 8 Abs. 5 AktG, welches Aktie und Stimmrecht untrennbar miteinander verbindet.

Die Verbindung zwischen Stimmrecht und Mitgliedschaft zieht programmiert auch eine Verbindung zur wirtschaftlichen Betroffenheit des einzelnen Aktionärs nach sich. Den Anteilseignern wird nicht nur im Umfang ihrer mitgliedschaftlichen Beteiligung, sondern auch lediglich im Umfang ihres so definierten Kapitaleinsatzes die Möglichkeit gegeben, auf die Belange der Gesellschaft durch im Hauptversammlungsbeschluss mündender Stimmrechtsausübung Einfluss zu nehmen.

Der durch diesen Gleichlauf erzeugte Grundsatz des *one share, one vote*, soll in Publikumsgesellschaften eine angemessene Anreizstruktur bei der Teilhabe an der verbandsinternen Willensbildung sichern.<sup>2</sup>

Aber nicht nur das deutsche Aktienrecht geht von einer optimalen Anreizstruktur im Fall des Gleichlaufs von Einflussnahme durch das Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit der Aktionäre aus. Vielmehr handelt es sich um eine übergeordnete, teilweise unausgesprochene Prämisse des Aufbaus des Gesellschaftsrechts vieler Rechtsordnungen.<sup>3</sup> Einfluss und

---

<sup>1</sup> BegrRegE, abgedruckt in Kropff S. 25; siehe auch Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 1, der insoweit vom „Kapitalprinzip“ spricht.

<sup>2</sup> Easterbrook/Fischel, 26 Journal of Law and Economics (1983), 395 (408 ff.); Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 19.

<sup>3</sup> Easterbrook/Fischel, 26 J. L. & Econ. (1983), 395 (408 ff.)

ökonomisches Risiko sollen miteinander korrespondieren, um eine optimale Anreizstruktur zu gewährleisten.<sup>4</sup> So stellten bereits *Frank H. Easterbrook* und *Daniel R. Fischel* fest:

„*Voting flows with the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest carries an equal voting right, there will be needless agency costs of management. Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavors and arrangements commensurate with their control; as a result they will not make optimal decisions.*“<sup>5</sup> Die Autoren greifen dabei auf den vor allem in der ökonomischen Literatur gebräuchlichen Begriff des *residual interest* zurück und verwenden diesen als Gradmesser der wirtschaftlichen Betroffenheit des einzelnen Anteilseigners. Hierunter ist der Anspruch des einzelnen Aktionärs auf den nach Befriedigung aller anderen Anspruchsberechtigten verbleibenden Gewinn zu verstehen.<sup>6</sup> Die Autoren gehen davon aus, dass ein Gleichlauf der so definierten wirtschaftlichen Betroffenheit mit dem Stimmrechtseinfluss strukturell optimal ist und jede Abweichung hiervon zu erhöhten Kosten führt.

Die durch die eigene wirtschaftliche Betroffenheit konturierte Anreizstruktur ist auch zentral im Rahmen der Wahrnehmung der dem Aktionär zukommenden Corporate Governance Funktion. Das deutsche Aktienrecht stellt dem Aktionär vielfältige Möglichkeiten bereit, um durch die Ausübung seines Stimmrechts in kontrollierender Weise auf die Verwaltung der Gesellschaft einzuwirken. So kann die Hauptversammlung etwa gemäß § 142 AktG Sonderprüfer bestellen oder hat gemäß §§ 101 Abs. 1, 119 Abs. 1, 118 Abs. 1, 12 Abs. 1 AktG die Personalkompetenz für die Besetzung des Aufsichtsrats. Als Teilnehmer an diesen Abstimmungen ist nach der aktienrechtlichen Grundkonzeption der proportional betroffene Aktionär vorgesehen, d. h. derjenige Aktionär, bei welchem sich Stimmrechtseinfluss und wirtschaftliche Betroffenheit durch die jeweilige Abstimmungsentscheidung kongruent decken. Der Kapitaleinsatz des Aktionärs definiert seine Rolle bei der Ausübung dieser Rechte. Aufgrund der Verknüpfung zwischen eigener Betroffenheit und Einflussnahmemöglichkeit durch Stimmrechtsausübung ist jedenfalls im gedanklichen Ausgangspunkt davon auszugehen, dass die so entstehende Anreizstruktur des

---

<sup>4</sup> Grundlegend *Easterbrook/Fischel*, 26 J. L. & Econ. (1983), 395 (403 ff.); *dies.*, *The Economic Structure*, S. 63, 67; vgl. auch *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Review (2006), 811 (814); *Martin/Partnoy*, 2005 U. Ill. L. Rev. 775 (776, 781 ff.); *Sitkoff*, 69 U. Chi. L. Rev. (2002), 1103 (1121); *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 2; *Seibt*, ZGR 2010, 795 (817).

<sup>5</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 Journal of Law and Economics (1983), 395 (409).

<sup>6</sup> *Zimmermann*, *Das Aktiendarlehen*, S. 75; siehe ausführlich zum Residualanspruch unter D.III.1.b).

einzelnen Aktionärs ihn zum optimalen Kontrolleur der Verwaltung macht. Da die finanziellen Interessen der Anteilseigner und der auf Gewinnmaximierung gerichtete Gesellschaftszweck im Wesentlichen konzeptionell gleichgerichtet sind, ist gleichzeitig eine Überwachung der Verwaltung im Sinne des Gesellschaftszwecks sichergestellt.

## **B. Untersuchungsgegenstand**

Zentrales Forschungsanliegen der vorliegenden Abhandlung ist die Erörterung der Probleme, welche sich für die Corporate Governance einer Aktiengesellschaft ergeben, wenn abweichend vom gesetzlichen Optimalbild eine Divergenz zwischen dem Stimmrecht des Aktionärs und dessen wirtschaftlicher Betroffenheit vorliegt. Der von seinen Entscheidungen nicht proportional betroffene Aktionär soll als Corporate Governance Akteur in den Blick genommen werden.

Wieso aber lohnt sich eine erneute Befassung mit einem Problem, welches *Easterbrook* und *Fischel* bereits 1983 als ein solches identifiziert haben? Zum einen ist die internationale und deutsche Corporate Governance Debatte erheblich vorangeschritten. Steckte diese zum Zeitpunkt des Aufsatzes „Voting in Corporate Law“ noch in den Kinderschuhen, hat sie sich heute zu einem eigenen Forschungsfeld entwickelt, welches Juristen und Ökonomen in aller Welt beschäftigt. Der nicht proportional betroffene Aktionär wird in das durch diese Forschungsströmung entwickelte moderne Corporate Governance System eingeordnet. Zum anderen sind vor allem durch die Entwicklung vielfältiger Finanzderivate im Rahmen der sogenannten „*derivatives revolution*“ die Möglichkeiten durch schuldrechtliche Vereinbarungen eine entsprechende Disproportionalität zu erzeugen erheblich gestiegen. Während *Easterbrook* und *Fischel* noch feststellten „[...] *it is not possible to separate the voting right from the equity interest*“<sup>7</sup>, gestatten moderne Finanzprodukte es Aktionären, ihre wirtschaftliche Betroffenheit und zugleich deren Verhältnis zu ihrer Stimmrechtsmacht fast beliebig auszugestalten.<sup>8</sup> Die Zusammenschau aus einer erheblich diffizileren Corporate Governance Debatte in Verbindung mit einer neuen Vielzahl an Möglichkeiten eine Disproportionalität zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit zu erzeugen, gibt der Thematik die notwendige Aktualität, die eine vertiefte Befassung anzeigt.

---

<sup>7</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 *Journal of Law and Economics* (1983), 395 (405).

<sup>8</sup> Siehe auch *Martin/Partnoy*, 2005 *U. Ill. L. Rev.* 775 (778).

In Abgrenzung zu den bislang in diesem Themenkreis erschienenen Arbeiten<sup>9</sup>, welche sich vor allem isoliert mit den Folgen für das Stimmrecht bzw. den einzelnen Anteilseigner befassen, thematisiert die vorliegende Abhandlung vor allem die Auswirkungen, welche die Trennung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft nach sich ziehen kann. Auf diese Weise wird die Problematik der Ausübung disproportionaler Stimmrechte in die Erkenntnisse der Corporate Governance Theorie eingeordnet und insbesondere auch die ökonomischen Folgen selbiger herausgearbeitet. Die so gewonnenen Ergebnisse verdeutlichen den gesetzgeberischen Handlungsbedarf.

### C. Gang der Untersuchung

Um die sich für die Corporate Governance Struktur ergebenden Probleme zu identifizieren und einer sinnvollen Lösung zuzuführen wird zunächst die Definition des aus Corporate Governance Perspektive optimalen da proportional betroffenen Aktionärs vorgenommen (0.). Hierbei ist nach einer Definition des Begriffs der Corporate Governance die Darstellung ihrer Funktion und Ziele vorzunehmen. Im weiteren Verlauf des ersten Teils wird sodann dargestellt, inwiefern das Stimmrecht einen Beitrag zur Erreichung dieser Ziele zu leisten vermag. Die Definition erfordert des Weiteren die genaue Konturierung des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit. Die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Gesetz und Rechtsprechung komplettiert abschließend das Bild des proportional betroffenen Aktionärs.

Die Zusammenschau der vorgenannten Elemente konstituiert den gesetzgeberischen Prototypen. Der Aktionär, der durch die Entscheidungen im Rahmen seiner Stimmrechtsausübung in dem seinem Einfluss entsprechenden Maß wirtschaftlich betroffen ist, ist, wie zu zeigen sein wird, der optimale Akteur zur Kontrolle und Überwachung der Verwaltung einer Aktiengesellschaft. Die proportionale Selbstbetroffenheit könnte insoweit die Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung sichern und zugleich eine Entscheidung im Sinne der Mitaktionäre gewähren.<sup>10</sup> Hierdurch könnte eine Interessengleichrichtung innerhalb der Gruppe der Aktionäre bei der

---

<sup>9</sup> Siehe exemplarisch aus dem deutschen Schrifttum *Tautges*, Empty Voting; *Mittermeier*, Empty Voting; *Ostler*, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse.

<sup>10</sup> Exemplarisch *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 19 III., S. 560 f.; *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure, S. 73; *Wiedemann*, Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten in Handelsgesellschaften, S. 281; *ders.*, Gesellschaftsrecht, Bd. II., Recht der Personengesellschaft, S. 215 f.; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (612); *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (217); *Reichert/Habarth*, AG 2001, 447 (448).

Ausübung der Kontrolle erreicht werden. Die Gefahr eines opportunistischen Verhaltens gegenüber den Mitaktionären wird verringert. Der proportional betroffene Aktionär ist, wie darzustellen sein wird, für die Ausübung seiner Rolle in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft optimal incentiviert. Die durch die proportionale Betroffenheit geschaffene Anreizstruktur führt zu Entscheidungen bei der Ausübung der Kontrolle über die Verwaltung der Gesellschaft, welche der Erreichung der Ziele einer optimalen Corporate Governance Struktur dienen.

Die Notwendigkeit der Definition dieses gesetzlichen Optimalbildes des proportional betroffenen Aktionärs ergibt sich aus dem weiteren Verlauf der vorliegenden Abhandlung. Das aus dem Definitionsteil gewonnene Arbeitsprodukt wird aufgebrochen, indem unter den definierten Begriff des proportional betroffenen Aktionärs Gestaltungen subsumiert werden, in welchen die proportionale Betroffenheit nicht vorliegt, sondern eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit gegeben ist (E). Als Fallgruppen der Disproportionalität dienen Vorzugsaktien als gesetzlicher Normalfall, Finanzderivate als außerverbandlich d. h. schuldrechtlich erzeugte Divergenz, sowie Investmentaktiengesellschaften als strukturell unterschiedlicher Gesellschaftstypus. Die Fallgruppen werden zunächst jeweils in ihren rechtlichen und rechtstatsächlichen Ausprägungen dargestellt. Entscheidend ist die genaue Illustration der Disproportionalität und ihres Ursprungs. Die sich aus dieser Disproportionalität ergebenden Probleme werden durch einen Vergleich mit dem als optimal definierten Corporate Governance Akteur, dem proportional betroffenen Aktionär, destilliert. Ein rechtsvergleichender Teil unter Einbeziehung der *Dual class structures* nach amerikanischem Aktienrecht komplettiert die Betrachtung.

Zuletzt wird das bestehende gesellschaftsrechtliche Instrumentarium auf seine Problemlösungskompetenz hinsichtlich der destillierten Konfliktfelder geprüft (F). Soweit eine solche Lösung *de lege lata* scheitert, ist die Implementierung von Neuerungen und Änderungen in Betracht zu ziehen. Überlegungen *de lege ferenda* müssen darauf ausgerichtet sein, die sich aus der Disproportionalität ergebenden Probleme aufzufangen. Ziel etwaiger Neuerungen muss es sein, zu gewährleisten, dass sich die Disproportionalität nicht negativ auf die zuvor definierten Ziele der Corporate Governance Struktur der Gesellschaft auswirkt. Die Analyse soll sich nicht in einer reinen Anwendung der bekannten Konzepte erschöpfen, sondern diese problemsensibilisiert

weiterentwickeln. Soweit der Rückgriff auf diese (problemorientiert modifizierten) bewährten Konzepte nicht ausreichend ist, sollen neue Lösungsvorschläge angedacht werden.

Durch den Vergleich der drei Fallgruppen untereinander und insbesondere die Gegenüberstellung der gesetzlich festgelegten Fälle einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit mit den vertraglichen Konstellationen sollen neue Erkenntnisse gewonnen werden. Auf diese Weise können die Vorteile der legislativen Lösungen herauspräpariert werden. Das gesetzgeberische Regelungskorsett dient als Vorbild für die zu erarbeitenden Problemlösungsvorschläge für die bislang nicht geregelte Fallgruppe des Empty Voting.

#### **D. Der proportional betroffene Aktionär als Corporate Governance Akteur**

Welche Rolle kann und soll der Aktionär in der Corporate Governance Struktur des Unternehmens einnehmen? Der erste Teil der vorliegenden Arbeit dient der *Definition*. Das gesetzliche Idealbild des Aktionärs in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft wird herausgearbeitet und insbesondere aufgezeigt, wieso dieses Idealbild eine Proportionalität zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit des Aktionärs erfordert.

Zunächst werden Begriff, Funktion und Ziel der Corporate Governance erläutert<sup>11</sup> und sodann das Stimmrecht als Mittel zur Erreichung dieser Ziele dargestellt<sup>12</sup>. Weiterhin wird für die Definition des gesetzlichen Idealbilds aufgezeigt, wieso der Aktionär der aus ökonomischer Sicht optimale Träger des Stimmrechts ist.<sup>13</sup> Sodann ist abzugrenzen, was für die vorliegende Arbeit unter dem Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit zu verstehen ist.<sup>14</sup> Die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf rechtlicher Ebene wird unter D.V. erläutert. Die vorgenannten Elemente ergeben zusammengesetzt das Ergebnis der Definition, den „*proportional betroffenen Aktionär*“ als optimalen Träger der ihm zugewiesenen Corporate Governance Funktionen.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup> Vgl. unter D.I.

<sup>12</sup> Vgl. unter D.II.

<sup>13</sup> Vgl. unter D.III.

<sup>14</sup> Vgl. unter D.IV.

<sup>15</sup> Vgl. unter D.VI.

## I. Begriff und Ziel der Corporate Governance

„Corporate Governance is the system by which companies are directed and controlled“. Diese weiterhin weitgehend anerkannte<sup>16</sup> Basisdefinition des britischen *Cadbury Report*<sup>17</sup> aus dem Jahr 1992 kann zwar als Ausgangspunkt der Überlegungen dienen, lässt den aufmerksamen Leser aber mit mehr Fragen als Antworten zurück: Welche Bestandteile gehören zu diesem System? Wer ist der Handelnde hinter diesem System oder handelt es gar von selbst? In welche Richtung und in wessen Interesse wird das Unternehmen kontrolliert? All diese durch den Versuch einer Definition aufgeworfenen Fragen zeigen bereits, dass es durchaus keine leichte Aufgabe ist, den Begriff der Corporate Governance greifbar und damit handhabbar zu machen.

Es ist jedoch für die vorliegende Arbeit von grundlegender Bedeutung, sowohl den Begriff als auch die Ziele der als „Corporate Governance“ bezeichneten Forschungsströmung<sup>18</sup> darzustellen. Nur wenn diese beiden Punkte eindeutig abgegrenzt sind, ist es möglich, die Rolle der Aktionäre für die Erreichung dieser Ziele festzulegen und darzustellen, inwieweit das Stimmrecht zur Erreichung selbiger beitragen kann.

### 1. Begriff

Während in der US-amerikanischen Literatur zunächst die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultierenden Probleme das zentrale Anliegen der Corporate Governance Forschung gewesen sind<sup>19</sup>, betrifft die Debatte heute alle Fragen im Zusammenhang mit der Unternehmensführung.<sup>20</sup> Im Laufe der Zeit ist eine immer weitergehende begriffliche Ausdehnung zu beobachten. Unter dem seit den neunziger Jahren<sup>21</sup> auch in Deutschland gebräuchlichen Begriff Corporate Governance wird der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen für eine verantwortungsvolle, auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Unternehmensleitung und -

---

<sup>16</sup> *Fleischer*, ZHR 179 (2015), 404 (405 f.).

<sup>17</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, Rn. 2.5.

<sup>18</sup> Teilweise wird in der Corporate Governance Forschung sogar eine eigene Forschungsdisziplin gesehen, vgl. *Leyens*, JZ 2007, 1061.

<sup>19</sup> Grundlegend *Jensen/Meckling*, 3 *Journal of Financial Economics* (1976), 305 ff.

<sup>20</sup> *Leyens*, JZ 2007, 1061; *Berrar*, Entwicklung der Corporate Governance, S. 24.

<sup>21</sup> Vgl. zu den frühen Publikationen in Deutschland vor allem *Baums/Buxbaum/Hopt*, Institutional Investors and Corporate Governance (1993); *Assmann*, AG 1995, 289; *Picot*, Corporate Governance (1995); *Feddersen/Hommelhoff/Schneider*, Corporate Governance (1996).

kontrolle verstanden.<sup>22</sup> Dieser Ordnungsrahmen umfasst Entscheidungsmaßstäbe und Verhaltenspflichten für Unternehmensorgane, Unternehmensstrukturen und die Beziehung der Unternehmen zu ihren Aktionären und den übrigen *stakeholdern*.<sup>23</sup> Rechtswissenschaftlich kann – begrifflich präziser – anstelle von einem Ordnungsrahmen von der Erarbeitung der bestmöglichen Verbandsverfassung gesprochen werden.<sup>24</sup> Die aus der Corporate Governance Forschung gewonnenen Erkenntnisse sind keineswegs nur theoretische Erwägungen geblieben, sondern durch zahlreiche Gesetzgebungsakte umgesetzt worden.<sup>25</sup> Auch der Deutsche Juristentag hat sich bereits mehrfach, wenngleich unter unterschiedlichen Überschriften, mit dem Thema der Corporate Governance auseinandergesetzt.<sup>26</sup>

Aufgrund der Unschärfe<sup>27</sup> der Begrifflichkeit wird vorliegend davon abgesehen, der Abhandlung durch eine Aneinanderreihung von Schlagworten eine eigene Definition des Begriffs Corporate Governance voranzustellen. Von einer solchen Definition ist kein Mehrwert zu erwarten. Insbesondere würde der Umgang mit einer solchen im weiteren Verlauf der Arbeit schwerfallen.

<sup>22</sup> Kollmann, WM 2003, Sonderbeilage 1, 4; Grundmann/Mülbert, ZGR 2001, 215.

<sup>23</sup> Grundmann/Mülbert, ZGR 2001, 215.

<sup>24</sup> Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 22; hingegen auf den Begriff der „Unternehmensverfassung“ abstellend Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 4.

<sup>25</sup> Insbesondere: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) v. 27.04.1998, BGBl. I 1998, 786, welches die Rolle des Abschlussprüfers neu definierte, die Aktionärsrechte stärkte, die Organvergütung durch Aktienoptionen erleichterte und eine verbesserte Überwachung durch den Aufsichtsrat anstrebte; Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung, (NaStraG) v. 18.01.2001, BGBl. I 2001, 123, welches die Stärkung der Aktionärsrechte fortsetzte und insbesondere eine Erleichterung der Stimmrechtsvertretung brachte; Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) v. 26.7.2002, BGBl. I 2002, 2681, durch welches § 161 AktG auf Anregung der Regierungskommission Corporate Governance eingefügt wurde (später geändert durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) v. 25.5.2009, BGBl. I 2009, 1102); Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) v. 22.9.2005, BGBl. I 2005, 2802, welches erneut eine Stärkung der Aktionärsrechte mit sich brachte, indem die Schwellen für Sonderprüfung und Klageerzwingung abgesenkt wurden; Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) v. 30.4.2009, BGBl. I 2009, 2479, durch welches die Fernteilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Weg oder per Briefwahl gestattet wurde; vgl. zum Ganzen Bachmann, AG 2011, 181 f.

<sup>26</sup> Insbesondere aber nicht abschließend: Lieder, Reformbestrebungen im Vorfeld der Aktienrechtsnovelle von 1884 – 11. DJT und 15. DJT (S. 59 ff.); ders., Die Unternehmensverfassung der Aktiengesellschaft auf dem Prüfstand – 27. DJT (S. 117 ff.); J. Schmidt, Der Aufsichtsrat in der Diskussion – 28. DJT (S. 159 ff.); dies., Grundlegende Reform des Aktienrechts? – 34. DJT (S. 259 ff.); Fiebelkorn, Beschlussmängelklagen – 63. DJT (S. 525 ff.); Stange, Kapitalmarkt und Anlegerschutz – 17. DJT, 51. DJT, 64. DJT (S. 599 ff.); Bayer, Stärkere Differenzierungen zwischen börsennotierten und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften? – 67. DJT (S. 693 ff.), jeweils in Bayer (Hrsg.): Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht in den Beratungen des Deutschen Juristentages; 68. DJT 2010 in Berlin: „Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?“ mit Gutachten von Hellwig, Höfling und Zimmer sowie Referaten von Bachmann, Henneke und Pöttsch; dazu auch Kindler, NJW 2010, 2465; Liebscher/Ott, NZG 2010, 841; Mülbert, JZ 2010, 834; Spindler, AG 2010, 601; Habersack, 69. DJT, Gutachten E, 2012; dazu auch Bayer, NZG 2013, 1.

<sup>27</sup> Vgl. zu den Schwierigkeiten den Begriff „Corporate Governance“ zu definieren Schneider, DB 2000, 2413 (2413).

Als zweckmäßig erscheint vielmehr eine Abgrenzung anhand der Funktion und den Zielen der Corporate Governance. Die Funktion beschreibt dabei die Teilaufgabe, welche die Corporate Governance zur Eindämmung der sich aufgrund der Struktur einer Aktiengesellschaft stellenden Probleme erfüllt. Funktionierend ist eine Corporate Governance Struktur deshalb, wenn sie zur Lösung bestimmter Probleme beitragen kann. Das Ziel ist die angestrebte Folge der Lösung dieser Probleme.

## **2. Funktion der Corporate Governance**

Um die Funktion der Corporate Governance zu verstehen, ist zunächst ein Verständnis der Umstände erforderlich, welche das Bedürfnis für Corporate Governance Mechanismen hervorrufen. Das Konzept von Unternehmen als Netzwerk von (teilweise unvollständigen) Verträgen, die Gefahr opportunistischen Verhaltens und der Prinzipal-Agent-Konflikt sind von zentraler Bedeutung. Diese ökonomischen Denkmuster dienen als Bezugsrahmen zur Erörterung der Funktion der Corporate Governance. Zweck dieser Einordnung ist, im weiteren Verlauf der vorliegenden Abhandlung die ökonomischen Probleme zu identifizieren, welche sich durch eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit für die Funktionalität der Corporate Governance ergeben.

### **a) Unternehmen als Netzwerk unvollständiger Verträge**

Unternehmen sind Anknüpfungspunkt der Bündelung von Beiträgen verschiedener Akteure mit dem Ziel, unter der Leitung eines Top-Managements arbeitsteilige Wertschöpfung zu erreichen.<sup>28</sup> Die Beziehungen zu diesen Akteuren werden in impliziten oder expliziten Verträgen geregelt.<sup>29</sup> Das Unternehmen stellt in diesem heuristischen Modell nur einen Verknüpfungspunkt („*nexus*“)

---

<sup>28</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 6; *Alchian/Demsetz*, 62 *American Economic Review* (1972), 777 (793); *Jones*, 20 *Academy of Management Review* (1995), 404 (407); *Monks/Minow*, Corporate Governance, S. 8 f.

<sup>29</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 6; grundlegende Beschreibung eines Unternehmens als Netzwerk von Verträgen bei *Coase*, 4 *Economica* (1937), 386; *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 1 ff., 34 f.; *Fama/Jensen*, 26 *Journal of Law and Economics* (1983), 301 (302 f.); *Fama*, 88 *J. Pol. Econ. Rev.* (1980), 288; *Cheung*, 26 *J. L. & Econ.* 1; *Fleischer*, *ZHR* 168 (2004), 673 (685); kritisch *O Hart*, 89 *Columbia L.R.* (1989), 1757 (1763 ff.).

für die unterschiedlichen Vertragsbeziehungen dar,<sup>30</sup> welche zwischen unterschiedlichen individuellen Produktionsfaktoren bestehen.<sup>31</sup>

Verträge dienen einer möglichst effizienten Ressourcenallokation.<sup>32</sup> Eine effiziente Allokation kann jedoch nur erreicht werden, wenn den Parteien im Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrages alle notwendigen Informationen zur Verfügung stehen. Nur dann können Leistung und Gegenleistung hinsichtlich einer effizienten Umverteilung eindeutig bewertet werden.<sup>33</sup> Während bei einem Vertrag der, wie beispielsweise ein Kaufvertrag, in einem lediglich einmaligen Leistungsaustausch besteht, die Parteien in der Regel in der Lage sind, Leistung und Gegenleistung eindeutig zu bewerten und die sich ergebenden Risiken zu überschauen, ist dies bei einem langfristigen Vertrag oftmals *ex ante* viel schlechter möglich. Solche Verträge sind *unvollständig*, da und soweit sie sich auf Transaktionen in der Zukunft beziehen und aus diesem Grund nicht alle Umstände des Austauschverhältnisses *ex ante* richtig bewertet und fair geregelt werden können.<sup>34</sup> Die Beschaffung aller möglichen, in der Zukunft eintretenden Informationen ist entweder überhaupt nicht möglich, oder mit prohibitiv hohen Kosten verbunden.<sup>35</sup> Aus diesem Grund ist in der Transaktionskostentheorie erkannt worden, dass es gewisse Mechanismen zur Adaption langfristiger Vertragsbeziehungen *ex post* bedarf.<sup>36</sup> Die meisten Verträge, welche sich auf ein Unternehmen beziehen, sind unvollständige Verträge.<sup>37</sup> Die unterschiedlichen Akteure, die am Unternehmen beteiligt sind, können versuchen, die Unvollständigkeit der Verträge zu ihren Gunsten – und damit meist spiegelbildlich zulasten der übrigen Beteiligten – auszunutzen.<sup>38</sup> Die Offenheit der auf das Unternehmen bezogenen Verträge ruft bereits für sich genommen die Notwendigkeit von Governance Mechanismen hervor. Diese Mechanismen sind das notwendige Korrelat zu der durch die Zukunftsbezogenheit hervorgerufenen mangelnden Bewertungsmöglichkeit der zu verteilenden Ressourcen.

---

<sup>30</sup> Jensen/Meckling, 3 Journal of Financial Economics (1976), 305 (310).

<sup>31</sup> Bratton, The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal" (1989), Faculty Scholarship Paper 839, 407 (415); Charreaux/Desbrieres, 5 Journal of Management (2001), 107 (108).

<sup>32</sup> Behrens, FS Drobnig, 491.

<sup>33</sup> Behrens, FS Drobnig, 491.

<sup>34</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 7.

<sup>35</sup> Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik, S. 269.

<sup>36</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 11; Williamson, 61 Am. Econ. Rev. (1971), 112.

<sup>37</sup> Siehe zum vorliegend besonders interessierenden Gesellschaftsvertrag unten unter D.II.4.a).

<sup>38</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 6; siehe zum Problem des Opportunismus unten unter D.I.2.b).

## b) Opportunismus

Die Unvollständigkeit der vertraglichen Beziehungen birgt das Risiko, dass die Beteiligten die (notwendigen) Vertragslücken zu ihrem eigenen Vorteil und gleichzeitig zum Nachteil der anderen Vertragsparteien ausfüllen. Aufgeworfen ist damit das grundlegende Problem opportunistischen Verhaltens. Langfristige Geschäftsbeziehungen sind auf Vertrauen und Rücksichtnahme angewiesen und unterliegen deshalb in besonderem Maß den Gefahren opportunistischer Verhaltensweisen.<sup>39</sup> Im Fall eines Unternehmens ist aufgrund der Kombination von Langfristigkeit und Unvollständigkeit dieses Risiko nochmals erhöht.

### aa) Grundlagen

Unter dem Begriff des Opportunismus ist im vorliegenden Zusammenhang eine sozial nicht wünschenswerte Verfolgung von Eigeninteressen unter Bruch des Vertrauens der Gegenseite durch Täuschung zu verstehen.<sup>40</sup> Der aus der Institutionenökonomie stammende Begriff *opportunism* beschreibt weitergehend als der im deutschen Sprachgebrauch übliche Begriff Opportunismus allgemein das Verhalten, bei sich bietender Gelegenheit eigene Zielvorstellungen auf Kosten fremder Interessen durchzusetzen und möglicherweise auch gegen Verträge, Absprachen und legitime Erwartungshaltungen zu verstoßen.<sup>41</sup> Den Opportunismusrisiken bestimmter *stakeholder* stehen jeweils die Opportunismuschancen anderer *stakeholder* gegenüber. Die *stakeholder* eines Unternehmens sind *opportunismusinterdependent*.<sup>42</sup> Die Höhe des Opportunismusrisikos hängt vor allem von den offenstehenden Opportunismuschancen ab.

### bb) Einflussgrößen der Opportunismusooptionen

Die Opportunismusooptionen eines Vertragspartners entsprechen dessen rechtlicher und faktischer Einflussposition im Rahmen der Transaktionsbeziehung.<sup>43</sup> Diese Position wird in ihrer Reichweite durch die gesetzlich normierten und vertraglich vereinbarten Befugnisse und Pflichten determiniert und durch verschiedene Machtquellen ausgestaltet.<sup>44</sup> Exemplarisches Beispiel für

<sup>39</sup> Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse, S. 552.

<sup>40</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 11, Fn. 20.

<sup>41</sup> Kuhner, ZGR 2004, 244 (255), Fn. 48.

<sup>42</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 10.

<sup>43</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 12.

<sup>44</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 12.

eine solche Machtquelle ist ein Informationsvorsprung.<sup>45</sup> Durch ein verglichen mit dem Vertragspartner höheres Informationsniveau wird der Spielraum für ein opportunistisches Verhalten vergrößert.

### cc) Einflussgrößen des Opportunismusverhaltens

Einhergehend mit der dargestellten Opportunismusinterdependenz kommt die Erkenntnis, dass die Verwirklichung der Opportunismusrisiken bestimmter Vertragspartner unter dem Vorbehalt der Wahrnehmung der interdependenten Opportunismusoptionen der jeweils anderen Vertragspartner stehen. Bei einer gegebenen Opportunismusoption hängt die Verwirklichung vor allem von dem vorhandenen Risikoschutz ab.<sup>46</sup> Eine auf die Maximierung ihres persönlichen Nutzens bedachte Vertragspartei wird insbesondere den Erwartungswert von Sanktionen, die dem Schutz anderer Beteiligter dienen, in die Abwägung der Kosten und Nutzen eines opportunistischen Verhaltens einstellen.<sup>47</sup> Dieser *Rechtsschutz* wird vor allem durch die geltenden gesetzlichen Bestimmungen gewährleistet. Damit ist der *Rechtsschutz* notwendiges Gegengewicht zur Opportunismusoption und reduziert durch seine potenziell kostenverursachende Wirkung zugleich spiegelbildlich das Opportunismusrisiko.

### dd) Zwischenergebnis

Die Gefahr des Opportunismus ist bei einem Unternehmen aufgrund der Langfristigkeit und Offenheit der vertraglichen Beziehungen besonders präsent. Die Adaptionsmechanismen müssen folglich so ausgestaltet werden, dass sie möglichst keinen Raum für ein opportunistisches Verhalten lassen. Erreicht wird dies vor allem durch einen prohibitive Kosten etablierenden Rechtsschutz.

### c) Prinzipal-Agent-Konflikt

Zentral für die Corporate Governance Diskussion ist der Prinzipal-Agent-Konflikt<sup>48</sup>. Unter einer *agency relationship* ist ein Verhältnis zu verstehen, in welchem eine oder mehrere Personen (die

---

<sup>45</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 12.

<sup>46</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 12.

<sup>47</sup> Pitschner-Finn, Opportunismusrisiken, S. 140.

<sup>48</sup> Siehe zum Prinzipal-Agent-Konflikt die umfassende Literatur Ross, 63 American Economic Review (1973), 134 ff.; Jensen/Meckling, 3 Journal of Financial Economics (1976), 305 ff.; Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht,

Prinzipale) eine oder mehrere andere Person/en (den/die Agenten) dazu beauftragen, in ihrem Namen eine gewisse Leistung zu erbringen. Diese Leistung bringt es mit sich, dass gewisse Entscheidungen durch den Agenten getroffen werden.<sup>49</sup> Der Kern des Problems ist, dass die entscheidungsbefugten Agenten keinen unmittelbaren und erheblichen Anteil an den wirtschaftlichen Konsequenzen ihrer Entscheidungen zu tragen haben.<sup>50</sup> Die Incentivierung der Agenten im Sinne der Prinzipale ist somit das probate Mittel zur Lösung des Prinzipal-Agent-Konflikts.

Die Allokation der möglichen Einflussnahme auf Entscheidungen im Unternehmen zwischen Prinzipalen und Agenten ist das Produkt einer Vielzahl von Regelungen im zwingenden Recht und in der Satzung der Gesellschaft. Durch diese gesetzliche und satzungsmäßige Zuteilung, welche zugleich die Rolle der Organe innerhalb der Gesellschaft definiert, entsteht der als Prinzipal-Agent-Konflikt beschriebene Interessenwiderstreit. Aufgrund der aus dieser Distribution herrührenden weitreichenden Verfügungsrechte und Informationsvorsprünge hat das Management ohne weitere Governancevorkehrungen gute Chancen, seine Eigeninteressen zu verfolgen und das Unternehmensvermögen zum Nachteil der Aktionäre zu verschwenden, wobei das Management aufgrund seiner privilegierten Verfügungsmacht besonders vielfältige Gelegenheit hat, eigene Interessen über das Unternehmensinteresse zu stellen.<sup>51</sup> Der Prinzipal-Agent-Konflikt ist vor allem bei Gesellschaften, deren Anteile sich im Streubesitz befinden, durch eine Informationsasymmetrie gekennzeichnet, denn die Prinzipale sind in der Regel über die Vorgänge betreffend die Leitung der Gesellschaft deutlich schlechter informiert als die Agenten.<sup>52</sup>

Um die Anreize des Managements an den eigenen Interessen auszurichten und zugleich für eine möglichst weitgehende Einschränkung der vom eigenen Willen abweichenden Aktivitäten des Managements zu sorgen, muss der Prinzipal gewisse Ausgaben eingehen (sog. *agency costs*).

---

§ 1 Rn. 21; *Tirole*, 69 *Econometrica* (2001), 1 (1); kritisch *Habersack*, AG 2009, 1 (6), der von einer vielfach strapazierten „principale-agent“-Beziehung spricht; *Habersack* stellt jedoch teilweise selbst auf diesen Konflikt ab, vgl. beispielsweise *Habersack*, NZG 2018, 127 (128 f.). Siehe zur Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle als Ausgangspunkt des Prinzipal-Agent-Konflikts *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, *passim*.  
<sup>49</sup> *Jensen/Meckling*, 3 *Journal of Financial Economics* (1976), 305 (307) insbesondere auch mit dem Hinweis (309), dass die typischen Prinzipal-Agent-Probleme nicht lediglich in Gesellschaften auftreten, sondern in jedweden Organisationsformen.

<sup>50</sup> *Fama/Jensen*, 26 *Journal of Law and Economics* (1983), 301 *passim*.

<sup>51</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, *Corporate Governance*, S. 7, 18.

<sup>52</sup> *Roe*, 53 *Stanford Law Review* (2000), 539 (545); *Richter/Furbuboten*, *Neue Institutionenökonomie*, S. 163 ff.; *Wiedemann*, ZGR 2006, 240 (244); *Adams*, AG 1990, 63 (72).

Diese beinhalten sowohl Kosten für die Interessenausrichtung an sich (zum Beispiel leistungsabhängige Vergütung<sup>53</sup>, sog. Garantiekosten), als auch Kosten für die Überwachung des Managements (Kontrollkosten).<sup>54</sup> In den meisten Prinzipal-Agent-Beziehungen wird jedoch auch nach entsprechender Implementierung dieser Maßnahmen ein gewisser Rest an Divergenz zwischen dem Willen des Prinzipalen und den tatsächlich vorgenommenen Handlungen des Agenten verbleiben, welcher zu einer Vermögenseinbuße aufseiten des Prinzipalen führt. Die daraus entstehenden Kosten werden als *residual loss*<sup>55</sup> bezeichnet und zählen ebenfalls zu den klassischen *agency costs*.<sup>56</sup>

Die Gleichrichtung der Interessen der Leitungsorgane der Gesellschaft mit denjenigen der Anteilseigner ist eine der Hauptaufgaben der Corporate Governance.<sup>57</sup> Durch eine Verbesserung der Corporate Governance soll der Prinzipal-Agent-Konflikt abgemildert werden, was in der Folge zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen soll.<sup>58</sup> Es wird gefolgert, dass eine konsequente Orientierung der Tätigkeit der Prinzipale an den Interessen der Agenten permanente Steuerung und Kontrolle, positive Impulse in Form von Anreizen und negative Impulse in Form von Sanktionen, voraussetzt.<sup>59</sup> Vor allem in Publikumsgesellschaften besteht der beschriebene Konflikt allerdings nicht nur zwischen der Verwaltung der Gesellschaft und den Aktionären, sondern auch zwischen Großaktionären (*blockholders*) und Kleinaktionären.<sup>60</sup> Dieses Verhältnis kann als horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt<sup>61</sup> bezeichnet werden, während das Verhältnis

---

<sup>53</sup> Vgl. zum Zusammenhang zwischen Anreizwirkung und konkreter Ausgestaltung *Roe*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, abrufbar am 27.01.2020 unter [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Roe\\_488.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_488.pdf), S. 12 (auch mit dem Hinweis, dass mit zunehmendem Reichtum die Anreizfunktion geringer wird oder sogar wegfällt), sowie aus der deutschen Literatur *Hoffmann-Becking*, NZG 1999, 797 (800 f.); *Claussen*, FS Horn, 313 (321).

<sup>54</sup> *Jensen/Meckling*, 3 Journal of Financial Economics (1976), 305 (309); *Jensen*, 2 Journal of Economic Perspective (1988), 21 (28); *Hansmann*, 267 Journal of Law, Economics, & Organisation 1988, 275 (277).

<sup>55</sup> In der deutschen Literatur werden diese Kosten teilweise als „Rentabilitätsminderungskosten“ beschrieben vgl. *Behrens*, FS Drobning, 491 (499).

<sup>56</sup> *Jensen/Meckling*, 3 Journal of Financial Economics (1976), 305 (309).

<sup>57</sup> *Roe*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, abrufbar am **TBD** unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=612362&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612362&download=yes), S. 13; *Weickert*, Corporate Governance, S. 54 f.

<sup>58</sup> *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (702) mit Literaturhinweisen auf den Zusammenhang zwischen guter Corporate Governance und dem Unternehmenswert in Fn. 3.

<sup>59</sup> *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9 (12); *G.H. Roth*, ZIP 2003, 369 (376).

<sup>60</sup> *Hopt/Wymeersch/Garrido/Rojo*, Capital Markets, S. 431 ff.

<sup>61</sup> Siehe hierzu modellhaft *Grossmann/Hart*, 20 JoFE (1988), 175; *Harris/Raviv*, JoFE 20 (1988), 203; *dies.*; 24 JoFE (1989), 255; *Hartmann-Wendels/Von Hinten*, 41 ZfbF (1989), 263, 268 ff.

zwischen der Aktionärsversammlung und der Verwaltung als vertikaler Prinzipal-Agent-Konflikt bezeichnet wird.

#### **d) Zwischenergebnis**

Das Unternehmen ist ein nach vorne offenes Geflecht diverser Vertragsbeziehungen zwischen unterschiedlichen Akteuren. Zentral ist der Prinzipal-Agent-Konflikt. Die Akteure haben jeweils Opportunismusooptionen, unterliegen jedoch auch Opportunismusrisiken. Nutzen die Akteure diese Optionen aus und treten dadurch die Risiken ein, bewirkt dies tendenziell Wohlfahrtsverluste und Verteilungsungleichgewichte.<sup>62</sup> Diese Verluste und Ungleichgewichte ergeben sich vor allem daraus, dass nicht optimale Beiträge zur Wertschöpfung erbracht werden bzw. die geleisteten Beiträge nicht adäquat honoriert werden.<sup>63</sup>

Die Instrumente der Corporate Governance müssen folglich so ausgestaltet sein, dass Motivation und Spielräume für opportunistisches Verhalten bei der Ausfüllung der aufgrund der Unvollständigkeit notwendig vorhandenen Vertragslücken möglichst gering gehalten werden.<sup>64</sup> Die Ausgestaltung der Adaptioninstrumente muss vermeiden, dass sich eine Partei bei der späteren Adaption opportunistisch verhält, d. h. sich auf Kosten anderer Vorteile verschafft.<sup>65</sup> Die Prämie eines opportunistischen Verhaltens muss möglichst gering gehalten werden. Erreicht werden kann dies durch eine stärkere Kontrolle der möglichen Opportunisten und/oder durch Sanktionen für opportunistisches Verhalten.<sup>66</sup> Im Hinblick auf eine möglichst niedrige Opportunismusprämie kommt dem Rechtsschutz herausragende Bedeutung zu. Die Rechtsschutzkomponente des jeweiligen Corporate Governance Instruments muss so ausgestaltet werden, dass sie den Erwartungswert des opportunistischen Verhaltens minimiert. Erforderlich hierfür ist die Erkennbarkeit dieser Wirkung *ex-ante*. Ohne Erkennbarkeit wird der sich potenziell opportunistisch verhaltende Aktionär die Kosten, welche der Rechtsschutz für ihn bei opportunistischem Verhalten verursacht, gar nicht erst in die Berechnung des Erwartungswerts einstellen.

---

<sup>62</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 14.

<sup>63</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 14.

<sup>64</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 14.

<sup>65</sup> Behrens, FS Drobniig, 491 (492); Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 11.

<sup>66</sup> Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse, S. 551.

Corporate Governance Mechanismen sind zusammenfassend dann als funktionierend einzustufen, wenn sie den Faktor Opportunismus möglichst gering halten und zugleich möglichst effektive Vertragsanpassungsmechanismen darstellen. Ist dies der Fall, lösen die Mechanismen die ihre Notwendigkeit hervorrufenden Probleme optimal.

### **3. Ziel**

Bevor der Beitrag definiert wird, welchen das Stimmrecht zu einer effektiven Corporate Governance Struktur leisten kann, muss zunächst festgelegt werden, wann eine solche vorliegt. In der Literatur wird hierzu vertreten, dass gute Corporate Governance den Unternehmen nicht nur im Hinblick auf Nachhaltigkeit und Wettbewerbsfähigkeit nutzt, sondern sich auch positiv auf die Aktionäre sowie sonstigen *stakeholder* auswirkt.<sup>67</sup> Aufgeworfen ist somit nicht die Frage, welche Probleme durch die Corporate Governance gelöst werden sollen, damit diese als effektiv eingestuft werden kann. Es geht vielmehr um das übergeordnete Ziel der Corporate Governance. Fraglich ist, im Hinblick auf welches Ziel sich die Wertigkeit der Verbandsverfassung messen lassen muss.

Eine dahin gehende Fragestellung wirft konsequenterweise automatisch die voranzustellende Frage nach den maßgeblichen Bezugsgruppen auf. Aus wessen Perspektive also muss die Verbandsverfassung die beste sein? Hierbei sind zwei verschiedene Strömungen relevant, das *shareholder*-Konzept und das *stakeholder*-Konzept.

#### **a) *Shareholder*-Ansatz der Corporate Governance**

##### **aa) Grundlagen**

Nach dem *shareholder*-Ansatz sollen die Corporate Governance Strukturen sicherstellen, dass die Anteilseigner der Gesellschaft durch das Management nicht übervorteilt werden. Die Corporate Governance Mechanismen dienen nur den Interessen der Anteilseigner.<sup>68</sup> In den Blick genommen wird ausschließlich das Verhältnis zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung.<sup>69</sup> Der Schutz der Anteilseignerinteressen im Rahmen des Prinzipal-Agent-Konflikts ist nach diesem

---

<sup>67</sup> Bayer, NZG 2013, 1.

<sup>68</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 7; siehe hierzu auch Lazonick/O'Sullivan, 29 *Economy and Society* (2000), 13 ff.; Charreaux/Desbrieres, 5 *Journal of Management* (2001), 107 ff. Siehe allgemein zum Konzept der *shareholder primacy* Spindler/Stilz/Fleischer, AktG, § 76 Rn. 33.

<sup>69</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 7.

klassischen Ansatz das zentrale Element der Corporate Governance.<sup>70</sup> Andere *stakeholder* der Gesellschaft spielen, wenn überhaupt, lediglich mittelbar eine Rolle. Eine solche *shareholder* Orientierung findet sich vor allem in vielen angelsächsischen Ländern.<sup>71</sup>

### **bb) Konsequenz (Übergeordnetes Ziel)**

Es stellt sich die Frage, welchem gesamtunternehmerischen Ziel die Corporate Governance Mechanismen dienen müssen, damit sie den Interessen der Anteilseigner zugutekommen. Die Corporate Governance Mechanismen müssen dann zu einer Unternehmensverfassung beitragen, welche den *shareholder value* des Unternehmens steigert. Das Ziel einer *shareholder value* orientierten Unternehmenspolitik ist es, den Wert des Eigenkapitals der Gesellschaft zu steigern.<sup>72</sup> Dies bedeutet, dass der Ertragswert der Gesellschaft so weit wie möglich gesteigert werden soll.<sup>73</sup> Im Fall einer börsennotierten Gesellschaft ist der Ertragswert der Beteiligung mit dem Marktwert gleichzusetzen.<sup>74</sup>

Übergeordnetes Ziel eines *shareholder value* orientierten Ansatzes der Corporate Governance ist es demnach, den Marktwert und die Ausschüttungen zu erhöhen.<sup>75</sup> Daraus ergibt sich, soweit man diesem Ansatz folgt, dass die Corporate Governance Struktur eines Unternehmens dann als effizient zu bewerten ist, wenn sie dessen Marktwert steigert und die Ausschüttungen zugunsten der Aktionäre erhöht. Eine Unternehmensverfassung, welche dieser Zweckerreichung dient, ist nach diesem Ansatz die bestmögliche. Die einzelnen Mechanismen der Corporate Governance müssen sich hinsichtlich ihrer Effizienz daran messen lassen, inwieweit sie zu einer solchen Verbandsverfassung beitragen können. Ein ähnliches Verständnis der Corporate Governance legen auch *Shleifer* und *Vishny* dem Forschungsfeld zugrunde, indem sie Corporate Governance als „*the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*“ definieren.<sup>76</sup>

<sup>70</sup> *Tirole*, 69 *Econometrica* (2001), 1 (1).

<sup>71</sup> Hommelhoff/Hopt/Schmidt/Weiß, *Corporate Governance*, S. 162.

<sup>72</sup> Spindler/Stilz/Fleischer, *AktG*, § 76 Rn. 29.

<sup>73</sup> MüKoAktG/Spindler, *AktG*, § 76 Rn. 71.

<sup>74</sup> *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271 (274); *Kuhner*, ZGR 2004, 244 (262 ff.); *Mülbert*, FS Röhricht, 421 (427 ff.).

<sup>75</sup> *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271 (274).

<sup>76</sup> *Shleifer/Vishny*, 52 *The Journal of Finance* (1997), 737.

## b) *Stakeholder-Ansatz*

### aa) Grundlagen

Den Gegenentwurf bildet der *stakeholder*-Ansatz, welcher neben den Anteilseigner auch andere Bezugsgruppen und deren Interessen in die Überlegungen einbezieht.<sup>77</sup> Hierbei geht das *stakeholder* Modell im Grundsatz davon aus, dass die Interessen der unterschiedlichen *stakeholder* gleichwertig sind und keine Bezugsgruppe grundsätzlichen Vorrang genießt.<sup>78</sup> Unter dem Begriff der *stakeholder* versteht man alle natürlichen Personen und Institutionen, die auf der Grundlage unvollständiger Verträge Transaktionen mit dem Unternehmen durchführen und aus diesem Grund ein ökonomisches Interesse am Erfolg des Unternehmens haben.<sup>79</sup> Neben den Anteilseignern sind dies vor allem Kunden, Lieferanten, Gläubiger, Mitarbeiter und Führungskräfte des Unternehmens.<sup>80</sup>

Aus dieser Gleichwertigkeit der Interessen ist für die Suche nach der bestmöglichen Verbandsverfassung und damit nach der optimalen Corporate Governance Struktur zu folgern, dass eine solche auch den Interessen aller Bezugsgruppen in gleichem Maß dienen muss. Eine *stakeholder*-Orientierung liegt den Corporate Governance Systemen vieler großer börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland, sowie in vielen anderen kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan zugrunde.<sup>81</sup>

### bb) Konsequenz (Übergeordnetes Ziel)

Ebenso wie unter Zugrundelegung des *shareholder*-Ansatzes stellt sich auch für den *stakeholder*-Ansatz die Frage, welchem übergeordneten Ziel die Corporate Governance Mechanismen dienen müssen, um eine Unternehmensverfassung im Sinne aller *stakeholder* zu gewährleisten. Die Unternehmensverfassung der Gesellschaft muss dann dahingehend ausgestaltet sein, dass sie die berechtigten Erwartungen der einzelnen *stakeholder* jeweils maximal erfüllt. Das Interesse der

---

<sup>77</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 8. Der Begriff *stakeholder* wurde vor allem durch ein Memorandum des *Stanford Research Institute* im Jahr 1963 geprägt und wurde dort als „those groups without whose support the organization would cease to exist“ definiert, vgl. *Freeman/Reed*, 3 *California Management Review* (1983), 88 (89).

<sup>78</sup> *Donaldson/Preston*, 20 *Academy of Management Review* (1995), 65 (68).

<sup>79</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 9.

<sup>80</sup> Risse/Kästle/*Engelstädter/Gebler/Lorenz*, M&A und Corporate Finance von A-Z, „*stakeholder*“.

<sup>81</sup> Hommelhoff/Hopt/*Schmidt/Weiß*, Corporate Governance, S. 162.

*stakeholder* ist generell darauf gerichtet, eine adäquate Gegenleistung für ihre geleisteten Beiträge zu erhalten.<sup>82</sup>

### c) Instrumentenspezifische Effizienzbewertung

Da sowohl für den *shareholder*-Ansatz als auch für den *stakeholder*-Ansatz gute Argumente vorgetragen werden können<sup>83</sup>, soll der Streit im vorliegenden Zusammenhang nicht entschieden werden. Insbesondere ist die Definition eines übergeordneten Ziels der Corporate Governance, welches einer Effizienzbewertung sämtlicher Corporate Governance Mechanismen zugrunde gelegt wird, aus dieser Warte weder erforderlich, noch zielführend. Vielmehr ist eine instrumentenspezifische Bewertung nach folgenden Grundsätzen angezeigt:

Die bestmögliche Verbandsverfassung führt zu einer optimalen Ressourcenallokation unter den am Verband Beteiligten. Jedes Corporate Governance Instrument ist danach zu bewerten, inwieweit es zu einer derartigen Zielsetzung beitragen kann. Das jeweils zu bewertende Instrument muss innerhalb der unvollständigen Vertragsbeziehungen, welche durch das Instrument berührt werden, auf sein Potenzial zur Minimierung von Opportunismus geprüft werden. Soweit das Instrument diese Aufgabe erfüllt, trägt es zu einer wohlfahrtssteigernden Ressourcenallokation bei.. Wohlfahrtsmaximierung durch Reduktion des Opportunismusrisikos innerhalb der einzelnen (impliziten und expliziten) Vertragsbeziehung sorgt im Ergebnis dafür, dass der *shareholder value* der Gesellschaft gesteigert wird. Zugleich werden die Interessen der *stakeholder* gewahrt, denn diese profitieren jedenfalls mittelbar von einem erhöhten *shareholder value* der Gesellschaft. Soweit Interessen innerhalb der Vertragsbeziehungen nicht geschützt werden, ist dies Ausdruck der mangelnden Verhandlungsposition der Vertragspartner und der Bewertung dieser Position durch den Markt. Diese Verhandlungsposition darf nicht effizienzmindernd durch die Implementierung eines übergeordneten Corporate Governance Ziels korrigiert werden.

---

<sup>82</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 9.

<sup>83</sup> Für den *shareholder*-Ansatz wird vor allem vorgetragen, dass die übrigen *stakeholder* aufgrund ihrer vertraglichen Absicherung nicht schutzbedürftig wären (Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 8; Kuhner, ZGR 2004, 243 (259) und dass dieser zu unpräzise ist Hommelhoff/Hopt/Schmidt/Weiß, Corporate Governance, S. 163; Bühner/Tuschke, BFuP 1997, 499 (502); Forstmoser, FS Simon, 207 (218); Bainbridge, Corporation Law and Economics, S. 421 f.; Tirole, The Theory of Corporate Finance, S. 59; in diese Richtung auch Fleischer, AG 2001, 171 (177); Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen, S. 166 f. Für den *stakeholder*-Ansatz kann angeführt werden, dass deren Investitionen in die Gesellschaft deutlich spezifischer sind, als diejenigen der *shareholder*, siehe hierzu Hommelhoff/Hopt/Schmidt/Weiß, Corporate Governance, S. 167.

Weiterer positiver Effekt von opportunistusminimierenden Corporate Governance Instrumenten ist, dass sie die Transaktionskosten innerhalb der unvollständigen impliziten und expliziten Vertragsbeziehungen senken. Durch eine Minimierung des Opportunismuspotenzials werden die Informationskosten gesenkt, welche ansonsten für die Information über potenziell opportunistisches Verhalten des Vertragspartners anfallen würden. Außerdem werden Kosten gesenkt, die anderenfalls für eine Absicherung gegen ein schädigendes opportunistisches Verhalten anfallen würden.

#### **d) Ergebnis zu 3.**

Ein übergeordnetes Ziel der Corporate Governance wird vorliegend nicht formuliert. Vielmehr wird eine bestmögliche Verbandsverfassung dadurch erreicht, dass die einzelnen Mechanismen der Corporate Governance effizient ausgestaltet werden. Corporate Governance Mechanismen sind dann effizient, wenn sie opportunistusminimierende Vertragsanpassungsmechanismen mit geeignetem Rechtsschutzmechanismus darstellen. Wenn und soweit dies der Fall ist, tragen sie zu einer Verbandsverfassung bei, welche zu einer den Markterwartungen entsprechenden Ressourcenallokation führt. Dementsprechend muss sich das Stimmrecht hinsichtlich seiner Effizienz als Corporate Governance Instrument im Folgenden daran messen lassen, inwieweit es dazu geeignet ist, die innerhalb der Gesellschaft bestehenden offenen Vertragsbeziehungen anzupassen. Weiterhin muss untersucht werden, inwieweit dieser Anpassungsfunktion eine opportunistusminimierende Komponente gegenübersteht.

## **II. Das Stimmrecht als Corporate Governance Instrument**

Im Folgenden wird dargelegt, wie das Stimmrecht die oben genannten Funktionen erfüllt. Das Stimmrecht wird in seiner Funktion als Corporate Governance Instrument untersucht. Der Beitrag, den das Stimmrecht für die Corporate Governance der Gesellschaft leisten kann, ist festzulegen.

### **1. Begriff und dogmatische Grundlagen des Stimmrechts**

Das Stimmrecht gehört zu den mitgliedschaftlichen Verwaltungsrechten des Aktionärs.<sup>84</sup> Es gewährt das Recht, durch Abstimmung an der Beschlussfassung der Hauptversammlung

---

<sup>84</sup> *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 30; *MüKoAktG/Heider*, AktG, § 12 Rn. 6; *Hüffer/Koch*, AktG, § 12 Rn. 2; *Spindler/Stilz/Vatter*, AktG, § 12 Rn. 1; *Henssler/Strohn GesR/Lange*, AktG, § 12 Rn. 1;

teilzunehmen.<sup>85</sup> Der BGH bezeichnet das Stimmrecht als „wichtigstes mitgliedschaftliches Verwaltungsrecht des Aktionärs“.<sup>86</sup> In der Literatur wird es zumindest als „eines der wichtigsten aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechte“ gewürdigt.<sup>87</sup> Differenzierend wird dagegen teilweise vorgebracht, dass das Stimmrecht für den einzelnen Aktionär erst ab einer bestimmten Beteiligungsquote Bedeutung erlangt und das Recht auf Dividende, das Recht zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen, das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung und das Recht auf Auskunft erheblich wichtiger sein können.<sup>88</sup> Während die erste Ansicht auf eine institutionelle Betrachtungsweise des Stimmrechts abstellt, betrachtet die zweite Ansicht das Stimmrecht funktional entsprechend seinem Einfluss im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft. Aus diesem Grund stehen die Ansichten sich auch nicht antithetisch gegenüber, sondern betrachten die Bedeutung aus unterschiedlicher Warte. Die rechtliche Qualifikation als Mitgliedschaftsrecht hat zur Folge, dass das Stimmrecht akzessorischer Bestandteil der Mitgliedschaft ist und deswegen nicht von dieser abgespalten werden kann.<sup>89</sup> Die Stimmabgabe ist eine rechtsgeschäftliche empfangsbedürftige Willenserklärung des Aktionärs.<sup>90</sup>

## 2. Zusammenhang zwischen Stimmrecht und Beschluss

Das in der Hauptversammlung durch den Aktionär ausgeübte Stimmrecht mündet im Beschluss.<sup>91</sup> Dieser ist das geordnete Verfahren zur Bestimmung des verbandsrechtlich relevanten Willens des stimmberechtigten Anteilseigners.<sup>92</sup> Filter zur Bestimmung der verbandsrechtlichen Relevanz sind die Mehrheitserfordernisse des Aktienrechts.<sup>93</sup> Es kann von einer Bündelung des ausgeübten

---

Hölters/*Solveen*, AktG, § 12 Rn. 2; Bürgers/*Körper/Westermann*, AktG, § 12 Rn. 3; K. Schmidt/*Lutter/Ziemons*, AktG, § 12 Rn. 3; Kölner Komm AktG/*Dauner-Lieb*, AktG, § 12 Rn. 2.

<sup>85</sup> Spindler/*Stilz/Vatter*, AktG, § 12 Rn. 3; Kölner Komm AktG/*Dauner-Lieb*, AktG, § 12 Rn. 5; MüKoAktG/*Heider*, AktG, § 12 Rn. 6; Hüffer/*Koch*, AktG, § 12 Rn. 2.

<sup>86</sup> BGHZ 70, 117 (122).

<sup>87</sup> *Reckinger*, AG 1983, 216 (218).

<sup>88</sup> Kölner Komm AktG/*Dauner-Lieb*, AktG, § 12 Rn. 5.

<sup>89</sup> MüKoAktG/*Heider*, AktG, § 12 Rn. 6; vgl. zum aktienrechtlichen Abspaltungsverbot unten unter D.V.2.

<sup>90</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 55; BGH NJW 1952, 98 (99); Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 133 Rn. 19; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 133 Rn. 3.

<sup>91</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 1; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 133 Rn. 3, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 4/*Austmann*, § 40 Rn. 1.

<sup>92</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 1; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 133 Rn. 3.

<sup>93</sup> Siehe auch unter Hinweis auf die Abweichung vom Vorbild des § 32 Abs. 1 S. 3 BGB Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 1.

Stimmrechts im Beschluss gesprochen werden.<sup>94</sup> Aufgrund dieses unmittelbaren Zusammenhangs zwischen Stimmrecht als Ausdrucksinstrument des Aktionärswillens und Beschluss als Ausdrucksinstrument des sich aus den Aktionären konstituierenden Organs der Hauptversammlung ist zur Untersuchung des Stimmrechts als Instrument der Corporate Governance in der Aktiengesellschaft letztlich der Beschluss in den Blick zu nehmen. Er ist Ausdruckselement der Hauptversammlung als Organ der Aktiengesellschaft. Wenn im Folgenden von den Funktionen des Stimmrechts gesprochen wird, ist das im Beschluss mündende Stimmrecht gemeint.

### 3. Dogmatische Grundlagen des Beschlusses

Der organschaftliche Wille der Hauptversammlung bildet und äußert sich durch den Beschluss.<sup>95</sup> Dieser wird der Aktiengesellschaft als eigener Wille zugerechnet.<sup>96</sup> Das Gesetz enthält keine Legaldefinition des Beschlusses.<sup>97</sup> Der Beschluss ist die Entscheidung eines Kollektivorgans (Hauptversammlung) über einen Antrag.<sup>98</sup> Die Rechtsnatur des Beschlusses ist Gegenstand umfassender Diskussion. Während die frühere Rechtsprechung davon ausging, dass der Beschluss ein Sozialakt ohne rechtsgeschäftlichen Charakter ist<sup>99</sup>, ist sie von dieser Ansicht mittlerweile abgerückt<sup>100</sup>. Nach der mittlerweile überwiegenden Ansicht ist der Beschluss ein mehrseitiges Rechtsgeschäft eigener Art, das sich aus den in den Stimmabgaben liegenden einzelnen Willenserklärungen zusammensetzt.<sup>101</sup> In Abgrenzung zum Vertrag decken sich die Willenserklärungen nicht zwangsläufig, der Beschluss kommt vielmehr durch

<sup>94</sup> Hopt/Wiedemann/Grundmann, AktG, § 133 Rn. 1.

<sup>95</sup> Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 133 Rn. 3; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 26.

<sup>96</sup> Hopt/Wiedemann/Grundmann, AktG, § 133 Rn. 39; Messer, FS Fleck, 221 (226); Zöllner, FS Lutter, 821 (822); BGH NJW 1992, 358; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 133 Rn. 3.

<sup>97</sup> K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 133 Rn. 2; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 133 Rn. 3; Grigoleit/Herrler, AktG, § 133 Rn. 2; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 133 Rn. 3; Hopt/Wiedemann/Grundmann, AktG, § 133 Rn. 39; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 133 Rn. 3.

<sup>98</sup> K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, § 15 I, S. 434; Baltzer, Der Beschluß, S. 42.

<sup>99</sup> Sog. Sozialaktstheorie, vgl. RGZ 122, 367, 369; BGHZ 52, 316, 318 = NJW 1970, 33; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 38.

<sup>100</sup> Vgl. BGH, NJW 1976, 49; BGH, WM 1979, 71 (72); jedoch offen gelassen in BGH, NJW 1994, 520; BGH, NJW 1995, 1739; siehe aber auch Hopt/Wiedemann/Grundmann, AktG, § 133 Rn. 40, der völlig zutreffend darauf hinweist, dass sich die beiden Ansichten nicht widersprechen, sondern die erstere eher sozialwissenschaftlich, die zweite eher rechtskonstruktiv geprägt ist.

<sup>101</sup> MüKoAktG/Arnold, AktG, § 133 Rn. 3; Hüffer/Koch, AktG, § 133 Rn. 3 f.; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 133 Rn. 3; MüKoBGB/Ulmer/Schäfer, BGB, § 709 Rn. 51; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 138; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 133 Rn. 2; Busche, FS Säcker, 45 (50); so bereits Bartholomeyczik, ZHR 105 (1938), 293 (300, 325 ff.); Zöllner, FS Lutter, 821.

Mehrheitsentscheidung zustande.<sup>102</sup> Da der Beschluss ein Rechtsgeschäft eigener Art ist, gelten die Vorschriften der §§ 119 ff. und 181 BGB für den Beschluss nicht<sup>103</sup>, allerdings schon für die in der Stimmabgabe liegenden Willenserklärungen.<sup>104</sup> Die Auslegung von Hauptversammlungsbeschlüssen richtet sich nicht nach § 133 BGB, sondern nach der objektiven Verkehrsauffassung.<sup>105</sup> Typische Vorbereitungsakte können in die Auslegung einbezogen werden, soweit sie nach außen hervorgetreten sind.<sup>106</sup>

#### 4. Funktion von Wahlen und Beschlüssen im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft

Die Regelungen des Aktienrechts zum Beschluss bringen das Interesse an einer proportionalen und möglichst realen Repräsentation der Aktionäre und das Interesse an einer möglichst zügigen Entscheidungsfindung zum Ausgleich.<sup>107</sup> Bei der Aktiengesellschaft stehen zwei zentrale Aspekte im Vordergrund, welche die Erforderlichkeit von Wahlen und Beschlüssen im Aktienrecht hervorrufen.

Zum einen handelt es sich bei einer Aktiengesellschaft um ein „nach vorne offenes“, d. h. relationales Beziehungsgeflecht, dessen strukturelle Rahmenbedingungen sich aus Gesellschaftsvertrag und zwingendem Gesellschaftsrecht ergeben. Der Gesellschaftsvertrag ist ein adaptionsbedürftiger unvollständiger Vertrag.<sup>108</sup>

Weiterhin besteht in der Aktiengesellschaft eine strukturelle Trennung zwischen der eigenverantwortlichen<sup>109</sup> Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand und der rechtlichen und

---

<sup>102</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 133 Rn. 3; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 40; K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 133 Rn. 2; *Messer*, FS Fleck, 221 (225 f.); *Lutter*, FS Quack, 301 (303); *Busche*, FS Säcker, 45 (50 f.); *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 133 Rn. 3; außerdem werden auch nicht beteiligte Aktionäre gebunden, vgl. Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 40. A.A. soweit ersichtlich nur *Hopt/Wiedemann/Grundmann*, § 133 Rn. 41.

<sup>103</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 133 Rn. 5; LG Aachen, MittBayNot 1975, 255; siehe sehr detailliert Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 41 ff. zur Anwendbarkeit von Normen der Rechtsgeschäftslehre.

<sup>104</sup> BGHZ 14, 265 (267); 48, 163 (173); *Hüffer/Koch*, AktG, § 133 Rn. 18 f.; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 55 ff.

<sup>105</sup> RGZ 108, 322 (326); RGZ 146, 145 (154); *Hopt/Wiedemann/Grundmann*, § 133 Rn. 50; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 53; *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 133 Rn. 5.

<sup>106</sup> BGH ZIP 1995, 372 (373) – *Siemens*; OLG Frankfurt AG 1999, 378, 379; *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 133 Rn. 5; K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 133 Rn. 2; *Grigoleit/Herrler*, AktG, § 133 Rn. 2.

<sup>107</sup> *Hopt/Wiedemann/Grundmann*, § 133 Rn. 27.

<sup>108</sup> Siehe hierzu unter D.II.4.a).

<sup>109</sup> Vgl. § 76 Abs. 1 AktG.

wirtschaftlichen Eigentümerstellung der Aktionäre der Gesellschaft.<sup>110</sup> Diese ruft das Bedürfnis der Aktionäre nach Kontrollinstrumenten hervor.<sup>111</sup>

Die beiden vorgenannten Elemente stehen bei der Aktiengesellschaft keineswegs nebeneinander, sondern sind in untrennbarer Weise miteinander verbunden.<sup>112</sup>

#### a) **Adaption des unvollständigen Gesellschaftsvertrags der Aktiengesellschaft**

Das im Beschluss mündende Stimmrecht stellt ein Instrument zur jederzeitigen lückenfüllenden Vertragsanpassung dar. Es transportiert die Einwirkungsbefugnis der Gründer auf die durch den Gesellschaftsvertrag stipulierten Rahmenbedingungen der Unternehmung gekoppelt an die in der Aktie verbrieft Mitgliedschaft in die zeitliche Dimension. Das im Beschluss mündende Stimmrecht gewährleistet dadurch, dass es auch neu eintretenden Gesellschaftern ermöglicht wird, auf die verbandsinternen Strukturen gestaltend einzuwirken.

Die Unvollständigkeit<sup>113</sup> eines Gesellschaftsvertrags ist besonders eindeutig. Zum einen gilt die Satzung als Normensystem neben dem Aktienrecht nicht lediglich für die Gründer, die bereits an deren Errichtung beteiligt gewesen sind, sondern auch für zukünftige Aktionäre (Satzung als Quelle objektiven Rechts).<sup>114</sup> Insoweit besteht eine offensichtliche personelle Unvollständigkeit. Die Vertragsparteien des Gesellschaftsvertrags stehen nicht für dessen gesamten Geltungszeitraum fest. Das vollkommene Fehlen jeglicher Adaptionenmechanismen würde einen Beitritt in das Beziehungsgeflecht des Verbandes sehr unattraktiv erscheinen lassen. Es würde eine „*take it or leave it*“ Situation bestehen. Eine Beteiligung würde für neue Aktionäre nur dann Sinn ergeben, wenn die vertraglich geregelten Beziehungen genau ihren Vorstellungen entsprächen.

Die Unvollständigkeit ist außerdem zwingende Folge der (potenziellen) Vielgestaltigkeit der künftigen Tätigkeit der Aktiengesellschaft. Eine Aktiengesellschaft wird zwar in der Regel mit einem bestimmten Ziel gegründet und auf ein bestimmtes Geschäftsfeld ausgerichtet. Im Laufe der operativen Tätigkeit kann allerdings eine Anpassung dieser ursprünglich festgelegten

---

<sup>110</sup> Vgl. zur Terminologie auch *Fama/Jensen*, 26 J.L. & Econ. (1983), 301 (307), welche die gängige englischsprachige Terminologie „*separation of ownership and control*“ als unpräzise kritisieren und m. E. treffender von „*separation of decision management from residual risk bearing*“ sprechen.

<sup>111</sup> Siehe hierzu unter D.II.4.b).

<sup>112</sup> Siehe hierzu unter D.II.4.c).

<sup>113</sup> Siehe hierzu oben unter D.I.2.a).

<sup>114</sup> Hölters/*Solveen*, AktG, § 2 Rn. 9; MüKoAktG/*Pentz*, AktG, § 23 Rn. 37; Henssler/Strohn GesR/*Vetter*, AktG, § 23 Rn. 26; Kölner Komm AktG/*Arnold*, AktG, § 23 Rn. 20.

Zielsetzungen und Tätigkeitsbeschreibungen erforderlich werden, beispielsweise aufgrund einer geänderten Rechtslage oder des technischen Fortschritts. Dementsprechend können durch den Gesellschaftsvertrag nur der Rahmen abgesteckt und die Entscheidungsmechanismen definiert werden.<sup>115</sup>

Aus juristischer Sicht präziser als von der Unvollständigkeit des Gesellschaftsvertrags an sich zu sprechen ist es, auf die Unvollständigkeit der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten Beziehungen abzustellen. Der Gesellschaftsvertrag ist aus rechtlicher Sicht vollständig. Soweit er dies nicht ist, d. h. die gesetzlichen Mindestvoraussetzungen gemäß § 23 Abs. 3 und Abs. 4 AktG fehlen, würde das Registergericht die Eintragung der Aktiengesellschaft in das Handelsregister ablehnen.<sup>116</sup> Hinsichtlich der Beziehungen der an der Aktiengesellschaft Beteiligten ergeben sich jedoch die soeben und unter D.I.2.a) dargestellten Probleme der Unvollständigkeit.

Die Unvollständigkeit der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten Beziehungen und das damit einhergehende Adaptionsbedürfnis sind einer der Hauptgründe für die Erforderlichkeit des Beschlusses in der Aktiengesellschaft. Der Beschluss hat aus dieser Warte die Funktion eines Vertragsanpassungsmechanismus.

## **b) Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft**

Weiterhin zentral für die Funktion des Beschlusses in der Aktiengesellschaft ist der dort besonders deutlich zum Ausdruck kommende Prinzipal-Agent-Konflikt. Entscheidungsträger innerhalb der Aktiengesellschaft sind primär die Leitungsorgane. Diese stehen zu Anteilseignern und Hauptversammlung als Entscheidungsorgan im Verhältnis eines Agenten<sup>117</sup> zum Prinzipal.<sup>118</sup> Die Aktionäre (als Prinzipale) beauftragen die Leitungsorgane (als ihre Agenten) mit der Leitung des Unternehmens.<sup>119</sup> Die *agency relationship* in der Aktiengesellschaft wird insbesondere durch die Kompetenzzuweisung nach deutschem Aktienrecht erzeugt. Die Aktionäre sind von der Geschäftsführung ausgeschlossen.<sup>120</sup> Der Vorstand leitet gemäß § 76 Abs. 1 S. 1 AktG die

<sup>115</sup> Hopt/Wiedemann/Grundmann, § 133 Rn. 86.

<sup>116</sup> Hölters/Solveen, AktG, § 23 Rn. 19.

<sup>117</sup> Vgl. Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 21, Fn. 38, mit dem Hinweis, dass sich der Begriff des *agent* vorliegend besser als „Vertreter“ übersetzen ließe. Deutsche Übersetzung des Agentur (-verhältnis, -problem) bei G. H. Roth, ZIP 2003, 369 als „Treuhand“.

<sup>118</sup> Hopt/Wiedemann/Grundmann, § 133 Rn. 87; Dauner-Lieb, WM 2007, 9 (12); Jensen/Meckling, 3 Journal of Financial Economics (1976), 305.

<sup>119</sup> Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Corporate Governance, S. 7; Langenbucher, FS Hoffmann-Becking, 733.

<sup>120</sup> Eine Ausnahme hierzu bilden die Fälle des § 119 Abs. 2 AktG.

Gesellschaft unter eigener Verantwortung. Das Verhältnis zwischen Aktionären und Vorstand ist durch seine Langfristigkeit und Offenheit gekennzeichnet.<sup>121</sup>

Innerhalb des in der Aktiengesellschaft bestehenden Prinzipal-Agent-Konflikts nimmt der Beschluss die Funktion eines Kontrollinstruments ein. Das im Beschluss mündende Stimmrecht begründet ein Gegengewicht zur Verwaltungsmacht.<sup>122</sup> Beschlüsse haben somit im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft die Funktion eines kontrollierenden Governance Instruments innerhalb der Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Aktionären und Leitungsorganen.

### c) **Überschneidungen zwischen der Adaption langfristiger Verträge und dem Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft**

Die beiden zuvor dargestellten Probleme der Erforderlichkeit der Adaption des „nach vorne offenen“ Gesellschaftsvertrags einerseits und des Prinzipal-Agent-Konflikts andererseits überschneiden sich funktionell. Aus diesem Grund können sie hinsichtlich der Bedeutung des im Beschluss mündenden Stimmrechts nicht getrennt voneinander betrachtet werden. Besonders deutlich wird dies bei einer Betrachtung der Überschneidung zwischen der Überwachungskompetenz und der Zuständigkeit zur *ex-post* Adaption des unvollständigen Gesellschaftsvertrags. Der Inhalt betreffend die Adaption des Gesellschaftsvertrags wird durch die Verwaltung vorbereitet. Die Entscheidung über die Adaption<sup>123</sup> beinhaltet demnach zugleich eine Kontrolle der Vorbereitung der Adaption.<sup>124</sup> Diese durch die Kompetenzverteilung im deutschen Aktienrecht entstehende Interdependenz macht deutlich, dass Adaption des Gesellschaftsvertrags und Kontrolle der Leitungsorgane oft *uno actu* in einer einzigen Ausübung des im Beschluss der Hauptversammlung mündenden Stimmrechts zusammenfallen. Aus diesem Grund sind die beiden Funktionen des Stimmrechts für den weiteren Fortgang der Untersuchung immer im Lichte dieser Querverstrebungen zu betrachten.

---

<sup>121</sup> Behrens, FS Drobniq, 491 (495).

<sup>122</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 134 Rn. 18.

<sup>123</sup> Bspw. Satzungsänderung, über welche gemäß § 179 Abs. 1 AktG die Hauptversammlung mit einer dreiviertel Mehrheit (§ 179 Abs. 2 AktG) entscheidet.

<sup>124</sup> Vgl. zu diesem Gedanken auch Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 134 Rn. 18; unter Hinweis auf Easterbrook/Fischel, 26. J.L. & Econ. 395 (416).

#### **d) Zwischenergebnis**

Der Beschluss ist notwendiges Element im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft. Die Notwendigkeit wird durch die Unvollständigkeit der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten Beziehungen, sowie durch den Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft hervorgerufen. Hinsichtlich der Unvollständigkeit des Gesellschaftsvertrags stellt der Beschluss ein lückenfüllendes Vertragsanpassungsinstrument dar, in Bezug auf den Prinzipal-Agent-Konflikt ein Kontrollinstrument.

### **5. Lösung des Prinzipal-Agent-Konflikts sowie der Problematik langfristiger Verträge durch externe oder interne Kontrollmechanismen**

Es stellt sich die Frage, wie die Unvollständigkeit der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten Beziehungen und der zwischen den Leitungsorganen und den Aktionären der Aktiengesellschaft bestehende Konflikt einer möglichst effizienten Lösung zugeführt werden kann. Für die vorliegende Abhandlung ist von besonderem Interesse, welchen Beitrag das Stimmrecht in diesem Zusammenhang leisten kann. Hierbei werden zwei perspektivisch unterschiedliche Ansatzpunkte diskutiert.

Zu unterscheiden ist zwischen einer internen Kontrolle durch Unternehmensorgane und einer externen Kontrolle durch den Markt um einerseits das Opportunismuspotenzial des Managements einer Gesellschaft als Kernproblem des Prinzipal-Agent-Konflikts zu kontrollieren und andererseits die Risiken unvollständiger Verträge einzudämmen.<sup>125</sup> Es handelt sich um zwei

---

<sup>125</sup> Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Corporate Governance, S. 16. Die Begriffe der internen externen Corporate Governance werden auch für einen perspektivischen Unterschied in der Corporate Governance Debatte verwendet: Hierbei bezeichnet die interne Corporate Governance die jeweiligen Rollen, Kompetenzen und Funktionsweisen, sowie das Zusammenwirken der Unternehmensorgane wie Vorstand und Aufsichtsrat, die externe Perspektive hingegen das Verhältnis der Unternehmensführung zu den wesentlichen Bezugsgruppen des Unternehmens (*stakeholder*), vgl. Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Corporate Governance, S. 4 und Redeke, AG 2015, 253 (254), welcher auf v.Werder a.a.O. verweist, jedoch ohne den Hinweis, dass es an der entsprechenden Fundstelle nicht um eine Unterscheidung in den Mechanismen, sondern in der Betrachtungsperspektive geht. Redeke, a.a.O. scheint diese Unterscheidung auch zu verkennen, da er die Ausübung von Aktionärsrechten zur externen Corporate Governance rechnet. In der vorliegenden Abhandlung betreffen die Termini interne/externe Corporate Governance dagegen nicht den Betrachtungswinkel, sondern die Wirkungsweise; so auch Hopt/Wohlmannstetter/Wohlmannstetter, Handbuch Corporate Governance von Banken, S. 33 f., welcher ebenfalls auf Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Corporate Governance, S. 4 verweist. So wie hier auch: Hopt, ZGR 2000, 779 (783 = interne Corporate Governance; 787 ff. = externe Corporate Governance); ebenso: Teichmann, ZGR 2001, 645 (647 = externe Corporate Governance; 647 f. = interne Corporate Governance).

strukturell unterschiedliche Ansatzpunkte: Abzugrenzen ist zwischen den auf den Marktmechanismus setzenden *Outsidermodellen* und den stärker die interne Kontrolle betonenden *Insidermodellen*.<sup>126</sup> Ein auf interne Kontrolle gerichtetes Insidermodell ist immer mit einer erhöhten regulatorischen Aktivität durch den Gesetzgeber verbunden.<sup>127</sup> Dies erklärt sich dadurch, dass den Aktionären für die interne Kontrolle wirksame Kontrollmechanismen zur Verfügung gestellt werden müssen. Es obliegt dem Gesetzgeber, die eine solche Wirksamkeit gewährleistenden gesetzlichen Rahmenbedingungen bereitzustellen. Das System des deutschen Aktienrechts wird häufig als Beispiel für ein *insider*-dominiertes Kontrollsystem angeführt<sup>128</sup>, während vor allem die USA in der Regel als ein durch das *outsider*-Modell geprägtes System bezeichnet werden.<sup>129</sup> Im Folgenden sind die beiden unterschiedlichen Ansatzpunkte darzustellen und jeweils herauszuarbeiten, welche Rolle das vorliegend interessierende Stimmrecht innerhalb der Systeme einnimmt.

#### a) Interne Corporate Governance

Ausgangspunkt des Insidermodells ist die „*logic of property*“: Diese von *Berle* und *Means* entwickelte Theorie geht davon aus, dass die Aktionäre Eigentümer des Unternehmens sind, welchen deshalb der gesamte Ertrag zusteht, den das Unternehmen erwirtschaftet.<sup>130</sup> Ausgehend von dieser These waren die regulatorischen Bestrebungen des Gesetzgebers und die Entwicklung in der Rechtsprechung davon geprägt, eine möglichst effiziente Kontrolle aus Sicht der Aktionäre als Kapitalgeber zu gewährleisten.<sup>131</sup> Das hierfür vorgesehene Instrumentarium ist vielfältig: Die Einführung oder Verschärfung von Sorgfalts-<sup>132</sup> und Treupflichten für den Vorstand, die

---

<sup>126</sup> *Leyens*, JZ 2007, 1061 (1063); vgl. zur begrifflichen Unterscheidung zwischen *insider*- und *outsider*-Modellen *Hopt*, ZGR 2000, 779 (783 ff., 787 ff.).

<sup>127</sup> *Behrens*, FS Drobing, 491 (497).

<sup>128</sup> *Raschig*, Corporate Governance, S. 14.

<sup>129</sup> *Leyens*, JZ 2007, 1061 (1064).

<sup>130</sup> *Behrens*, FS Drobnig, 491 (496).

<sup>131</sup> *Behrens*, FS Drobnig, 491 (496).

<sup>132</sup> Exemplarisch aus der Rechtsprechung: BGHZ 135, 244, 253 = NJW 1997, 1926 ARAG/Garmenbeck, OLG Hamm Urt. v. 12.7.2012 I- 27 U 12/10, AG 2012, 683 f. (Betreffend die Vorstandspflicht zur Informationsbeschaffung bei einer Kreditvergabe), BGH, Urt. v. 20.09.2011 - II ZR 234/09 = CCZ 2012, 76, Aus der Gesetzgebung: Einführung der Business Judgement Rule durch das UMAG vom 22.09.2005, BGBl I, Nr. 60, S. 2802, welche vielleicht nicht als Verschärfung, jedoch als gesetzliche Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht des Vorstandes gesehen werden kann.

Ausweitung der Informations- und Kontrollrechte der Aktionäre<sup>133</sup> oder des Aufsichtsrats<sup>134</sup>, bzw. die Einsetzung von Aufsichtsorganen ebenso wie die Verschärfung von Rechnungslegungs-, Publizitäts- und Prüfungspflichten<sup>135</sup>, oder die Intensivierung des Kapitalanlegerschutzes.<sup>136</sup> Des Weiteren werden auch langfristige Anreizsysteme bei der Leistungsvergütung von Vorständen als effektives Mittel der Corporate Governance angesehen.<sup>137</sup> Hierdurch soll ein Gleichlauf der Anreizstruktur der Vorstände der Gesellschaft mit denjenigen der Anteilseigner hergestellt werden. Die von diesem Instrumentarium ausgehende Wechselwirkung wird in der Literatur teilweise auch als System der „*checks and balances*“ bezeichnet.<sup>138</sup>

## b) Interne Corporate Governance durch das Stimmrecht des Aktionärs

Fraglich ist, welche Rolle das Stimmrecht im System der internen Corporate Governance spielt, d. h. auf welche Weise das Stimmrecht die Anpassung der unvollständigen Vertragsbeziehungen der an der Gesellschaft Beteiligten ermöglicht und zugleich zur Lösung des Prinzipal-Agent-Konflikts beitragen kann.

<sup>133</sup> Rechtsprechung: OLG Düsseldorf, Urt. v. 9.12.2009 – I -6 W 45/09, AG 2010, 126 ff (Zum Gegenstand einer Sonderprüfung gemäß § 142 Abs. 2 AktG IKB); BVerfG, Beschl. v. 20.12.2017 – 1 BvR 2754/17 = NZG 2018, 104 ff. (Zur gerichtlich angeordneten Sonderprüfung gemäß 142 Abs. 2 AktG); LG München I, Beschl. v. 9.6.2016 – 17 HKO 6754/15 = AG 2017, 85 ff. (zur Sonderprüfung nach Unternehmensübernahme); OLG Celle, Beschl. v. 23.6.2017 – 15 O 28/16 = AG 2018, 42 ff. (Zur Sonderprüfung bei qualifizierten Verdachtsmomenten); Gesetzgebung: Stärkung des Antragsrechts der Minderheit i.R.d. Sonderprüfung durch Einführung des betragsmäßigen Quorums durch § 142 Abs. 2 AktG 1965 (BGBl. I S. 1089); Einführung des § 147 Abs. 3 AktG durch das KonTraG.

<sup>134</sup> OLG München, Urt. v. 28.4.2016 – 23 U 2314/15 = ZWH 1-2/2017 22 ff. (Zur Reichweite der Abberufungskompetenz des Aufsichtsrats nach § 84 Abs. 3 AktG); LG Darmstadt, Urt. v. 17.2.2017 – 14 O 232/13 = AG 2017, 326 f. (Zur Berichtspflicht des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat); vgl. insb. auch die Neuerung durch das KonTraG (BGBl. I 1998, 786 ff.): Erweiterung der Berichtspflicht gemäß § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG; sowie durch das TransPuG (BGBl. I 2002, 2681): Neufassung der Berichtspflicht gemäß § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG; Erhöhung des Mindestsitzungsturnus des Aufsichtsrats gemäß § 110 Abs. 3 AktG.

<sup>135</sup> Wegweisend für die Prüfungspflichten des Aufsichtsrats gegenüber dem Vorstand BGH, 21.04.1997 - II ZR 175/95, ARAG/Garmenbeck; in jüngerer Zeit bestätigt durch BGH v. 8.7.2014 – II ZR 174/13, NZG 2014, 1158 (1159).

<sup>136</sup> Behrens, FS Drobnič, 491 (496).

<sup>137</sup> Raschig, Corporate Governance, S. 15; vgl. hierzu auch Teichmann, ZGR 2001, 645 (647, 662, 663), welcher Aktienoptionsprogramme als Instrumente der externen Corporate Governance einordnet. Hierbei stellt Teichmann wohl auf den Umstand ab, dass die Verhaltenssteuerung des Vorstandes von einem externen Faktor, nämlich den Schwankungen des Börsenkurses der Gesellschaft, abhängt. Die vorliegende Qualifikation als Mittel der internen Corporate Governance bezieht sich dagegen auf die verbandsinterne Implementierung des *stock option programs* durch den Hauptversammlungsbeschluss zur bedingten Kapitalerhöhung, vgl. §§ 192 Abs. 2 Nr 3, 192 Abs. 1 AktG. Vgl. hierzu auch die Gesetzesbegründung des KonTraG (BGBl. I 1998, 786 ff.) Bundestagsdrucksache 13/9712 S. 23, in welcher auf die Förderung einer langfristig ausgerichteten Unternehmensstrategie hingewiesen wird; kritisch hierzu: Bürgers/Körper/Marsch-Barner, AktG, § 192 Rn. 15; Teichmann, ZGR 2001, 645 (663); vgl. auch 4.2.3 DCGK, welcher einen Bezug der variablen Vergütung auf „anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter“ fordert, nicht lediglich auf den Börsenkurs.

<sup>138</sup> Teichmann, ZGR 2001, 645 (647).

Das Stimmrecht stellt das zentrale Instrument zur Einflussnahme auf das Management und insbesondere zur Unterbindung opportunistischen Verhaltens dar.<sup>139</sup> Das Stimmrecht sorgt als integraler Bestandteil der Kontrollstruktur von Aktiengesellschaften dafür, dass die notwendige Unvollständigkeit des Gesellschaftsvertrags insbesondere hinsichtlich der durch die Aktionäre getätigten Investitionen nicht einseitig durch den Vorstand ausgenutzt wird.<sup>140</sup>

### c) Konkrete Möglichkeiten der Einflussnahme

Welche konkreten Mittel stellt das Aktienrecht dem Aktionär zur Verfügung, um die Verwaltung der Gesellschaft zu kontrollieren und die Adaption der unvollständigen Beziehungen, welche durch den Gesellschaftsvertrag geregelt werden, vorzunehmen? Konkret sind dies im deutschen Aktienrecht die Entlastungsentscheidung gemäß § 120 Abs. 1 S. 1 AktG<sup>141</sup>, die Bestellung von Sonderprüfern gemäß § 142 Abs. 1 S. 1 AktG<sup>142</sup> und auch die Geltendmachung von

<sup>139</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 33; Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen, S. 173.

<sup>140</sup> Baums/v. Randow, AG 1995, 145 (147).

<sup>141</sup> MüKoAktG/Kubis, AktG, § 120 Rn. 3; Hüffer/Koch, AktG, § 120 Rn. 5; Kölner Komm AktG/Zöllner, AktG, § 120 Rn. 1; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 120 Rn. 13; zur rechtshistorischen Perspektive Kropff, Aktiengesetz 1965, S. 167; Kubis, NZG 2005, 791; BGH, AG 2002, 676 (677); OLG München, AG 2002, 294 (295); K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 120 Rn. 45; siehe zur (eingeschränkten) Wirkung der Entlastungsentscheidung MüKoAktG/Kubis, AktG, § 120 Rn. 2; Sethe, ZIP 1996, 1321 (1321); Weitmayer, ZGR 2005, 280 (283); OLG Düsseldorf, WM 1996, 777 (781); „besonderes Nervenstärkungsmittel für Vorstand und Aufsichtsrat“ Brox, BB 1960, 1226 (1228); Nägele/Nestel, BB 2000, 1253 (1254) „lediglich moralische, keine rechtliche Billigung der Geschäftsführung“; für eine vollständige Abschaffung der Entlastung als Regular-Beschlussgegenstand Peltzer, JZ 1996, 842 (845 f; siehe zum Zusammenhang zwischen Entlastung und Auskunftsrecht auch Nitschke/Bartsch, AG 1969, 95 (96 ff.).

<sup>142</sup> Siehe zum Minderheitenschutz durch Sonderprüfung Bürgers/Körper/Holzborn/Jänig, AktG, § 142 Rn. 1; Habersack, FS Wiedemann, 889 (889); Hirte, ZIP 1988, 953 (954); Seibt, WM 2004, 2137 (2137); Fleischer, RIW 2000, 809 (810); Henze, BB 1996, 489 (492); Hommelhoff/Hopt/v. Werder/Bork, Corporate Governance, S. 744; zur Corporate Governance Dimension Decher, FS Baums, 279 (279); siehe zur Entwicklung der tatsächlichen Bedeutung Decher, FS Baums, 279 (281); Krieger/U. H. Schneider/Bungert, Hdb. Managerhaftung, § 16 Rn. 7; Trölitzsch/Gußner, AG 2008, 833 (833); siehe auch die Übersicht der Sonderprüfungsanträge im Jahr 2011 bei Bayer, AG 2012, R 272; siehe zu den Sonderprüfungsanträgen bei Banken im Zuge der Finanzkrise ab 2007 OLG Frankfurt a.M. v. 15.6.2011 – 21 W 18/11, ZIP 2011, 1764 (Commerzbank); LG Düsseldorf, v. 14.8.2009 – 31 O 38/09, juris, BeckRS 2009, 24113; OLG Düsseldorf v. 9.12.2009 – I-6 W 45/09, ZIP 2010, 28; BGH v. 1.3.2010 – II ZB 1/10, ZIP 2010, 446 (Ablehnung der Rechtsbeschwerde als unzulässig) (IKB); LG Frankfurt a.M. v. 23.2.2016 – 3-16 U 2/15 KfH, ZIP 2016 575 (Deutsche Bank); außerhalb des Bankensektors LG München I v. 9.6.2016, NZG 2016, 1342 (Kabel Deutschland); LG Stuttgart – 32 O 75/10 KfH (Porsche); OLG Frankfurt a.M. – 21 W 83/16 (STADA); LG Hannover 15 O 28/16 (Volkswagen).

Ersatzansprüchen gemäß § 147 Abs. 1 S. 1 AktG<sup>143</sup>.<sup>144</sup> Weiterhin zentral ist die Personalkompetenz der Hauptversammlung für die Besetzung des Aufsichtsrats gemäß § 84 AktG.<sup>145</sup> Allerdings können auch das einer Aktionärsminderheit zustehende Einberufungsrecht der Hauptversammlung nach § 122 AktG<sup>146</sup> sowie die den Aktionären (teilweise ohne Mindestquote) eingeräumten Klagemöglichkeiten zu den internen Instrumenten der Corporate Governance gezählt werden.

#### **d) Probleme der Wahrnehmung der Corporate Governance Funktion durch das Stimmrecht der Aktionäre**

Die Rolle, welche idealiter durch die Aktionäre unter Wahrnehmung des Stimmrechts zur Kontrolle des Vorstands der Aktiengesellschaft eingenommen wird, wurde dargestellt. Im Folgenden ist auf die in der praktischen Durchführung auftretenden Probleme einzugehen. Hierbei stellen sich vor allem die Probleme der rationalen Apathie des Einzelnen bei der kollektiven Kontrollausübung, sowie die hiermit verbundenen hohen Koordinationskosten.<sup>147</sup>

<sup>143</sup> Siehe hierzu Hüffer/Koch, AktG, § 147 Rn. 1; Bügers/Körper/Holzborn/Jänig, AktG, § 147 Rn. 1; Hölter/Hirschmann, AktG, § 147 Rn. 1; Henssler/Strohn GesR/Liebscher, AktG, § 147 Rn. 1; Spindler/Stilz/Mock, AktG, § 147 Rn. 1; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 147 Rn. 16; Kölner Komm AktG/Rieckers/Vetter, AktG, § 147 Rn. 2; 10, 16 ff.; Semler/Volhard/Reichert/Balke, Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, § 41 Rn. 27; Bayer, AG 2016, 638 (639); Hüffer, ZHR 174 (2010), 642 (644); Begr. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 20; siehe zur praktischen Bedeutung Kölner Komm AktG/Rieckers/Vetter, AktG, § 147 Rn. 56; Spindler/Stilz/Mock, AktG, § 147 Rn. 6; Hüffer, ZHR 174 (2010), 642 (645); zur Corporate Governance Dimension Hölter, FS Wiedemann, 975 (975).

<sup>144</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 12.

<sup>145</sup> Siehe hierzu Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 12; *Bebchuck*, 118 Harv. Law. Review (2005) 833, 856 f. mit dem Hinweis, dass allein diese Einflussnahmemöglichkeit für eine effiziente Corporate Governance nicht ausreichend ist, da die Kosten in vielen Fällen prohibitiv hoch sind (insb. auch mit empirischen Nachweisen für den US amerikanischen Markt); vgl. auch *Black*, 89 Michigan Law Review (1990), 520 (531); *Hayden/Bodie*, 30 Cardozo L. Rev., 445 (456, 470); siehe zur Corporate Governance Dimension Spindler/Stilz/Hoffmann, AktG, § 119 Rn. 11; Grigoleit/Girgoleit/Tomasic, AktG, § 103 Rn. 3; MüKoAktG/Habersack, AktG, § 103 Rn. 12; KG NZG 2003, 441 (446); auf die insoweit bestehenden Grenzen des Rechtsmissbrauchs hinweisend *U. H. Schneider/Nietsch*, FS Westermann, 1447 (1451); aus amerikanischer Sicht *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 959 (del. 1985): „If stockholders are displeased with the action of their elected representatives, the powers of the corporate democracy are at their disposal to turn the board out.“

<sup>146</sup> Siehe hierzu MüKoAktG/Kubis, AktG, § 122 Rn. 1; KG, AG 2003, 500 (502); OLG Frankfurt, AG 2005, 442 (442); OLG Stuttgart, AG 2009, 169 (170); OLG München, AG 2010, 84 (85); OLG Düsseldorf, AG 2013, 468 (468); Hüffer/Koch, AktG, § 122 Rn. 1; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 122 Rn. 1; Kölner Komm AktG/Noack/Zetsche, AktG, § 122 Rn. 1; K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 122 Rn. 2; Hölter/Drinhausen, AktG, § 122 Rn. 1; Henssler/Strohn GesR/Liebscher, AktG, § 122 Rn. 1; Grigoleit/Herrler, AktG, § 122 Rn. 1; Bayer/Scholz/Weiß, ZIP 2014, 1 (1); *Reger*, NZG 2013, 536 (536); siehe zur praktischen Relevanz der Vorschrift *Halberkamp/Gierke*, NZG 2004, 494 (494); Hölter/Drinhausen, AktG, § 122 Rn. 3.

<sup>147</sup> *Leyens*, JZ 2007, 1061 (1066); *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse, S. 656; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 16; *Clark*, 29 Case Western Reserve Law Review (1979), 776 (779).

## aa) Aktionärsapathie

Unter dem Begriff der rationalen Apathie<sup>148</sup> versteht man den bewussten Verzicht auf ein Engagement mit Blick auf die dadurch verursachten Kosten.<sup>149</sup>

Ein Kleinaktionär kann durch die Ausübung seines Stimmrechts auf der Hauptversammlung kaum erwarten, auf die Beschlussfassung Einfluss nehmen zu können.<sup>150</sup> Selbst im unwahrscheinlichen Fall, dass ein solcher Kleinaktionär tatsächlich, beispielsweise durch eine rhetorisch besonders überzeugende Rede auf der Hauptversammlung, die für den jeweiligen Beschluss erforderliche Mehrheit der Aktionäre davon überzeugen kann, ihr Stimmrecht entsprechend seinen Vorstellungen auszuüben, wäre der sich hieraus ergebende positive Effekt verhältnismäßig gering. Auf der anderen Seite entstehen für den Anleger unter mehreren Gesichtspunkten Kosten<sup>151</sup> für die Stimmrechtsausübung: Zum einen handelt es sich bei der Hauptversammlung grundsätzlich um eine Präsenzveranstaltung.<sup>152</sup> Dies setzt die physische Präsenz (zumindest eines Vertreters, vgl. § 134 Abs. 3 S. 1 AktG) voraus. Bei einem diversifiziert investierten Aktionär können allein durch die Anreisen zu den Hauptversammlungen seiner Portfoliogesellschaften Kosten entstehen, die den prognostizierten Nutzen der Stimmrechtsabgabe übersteigen (Reisekosten).<sup>153</sup>

---

<sup>148</sup> Siehe hierzu *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, *passim*, *Easterbrook/Fischel*, 26 J.L. & Econ (1983), 395 (402); kritisch dagegen *Black*, 89 Michigan Law Review (1990), 520 (525 ff.); *ders.*, 39 UCLA Law Review (1992), 811 (821 f.); *Clark*, 29 Case Western Reserve Law Review (1979), 776 (779); siehe auch *Hüther*, AG 2001, 68 (68); *Schäffer/Ott*, *Ökonomische Analyse*, S. 711; *Redeke*, AG 2015, 253 (254); *Roe*, 91 Columbia Law Review (1991), 10 ff.; *Wymeersch*, FS Hopt, 1565 (1571 ff.); *Fischel*, 54 University of Chicago Law Review (1987), 119 (134); *Tautges*, *Empty Voting*, S. 182; *Adams*, AG 1990, 63 (75); *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 67; *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9 (11); *Tröger*, ZGR 2019, 126 (132).

<sup>149</sup> *Langenbucher*, FS Hoffmann-Becking, 733 (733); *Manne*, 64 Columbia Law Review (1964), 1427 (1441 f.); *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 66 f.; *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 9.

<sup>150</sup> *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9 (11); *Easterbrook/Fischel*, 89 Columbia Law Review (1989), 1416 (1443): („investors are rationally uninterested in votes, in part because no investor’s vote will change the outcome of the election”); *Black*, 39 UCLA L. Rev. (1992), 811, (821); *Tautges*, *Empty Voting*, S. 182.

<sup>151</sup> Siehe allgemein zu den Agenturkosten, welche die Gesamtheit des Aufwands darstellen, welcher bei den Prinzipalen durch die Überwachung des Agenten entsteht (D.I.2.c).

<sup>152</sup> § 118 Abs. 1 S. 2 AktG gestattet freilich auch eine Online-Teilnahme. Dies stellt allerdings keine Abkehr vom Grundsatz der Präsenz-Hauptversammlung dar, vgl. *BegrRegE ARUG BT-Drs. 16/11642*, 26; *Hüffer/Koch*, AktG, § 118 Rn. 10; *Spindler/Stilz/Hoffmann*, AktG, § 118 Rn. 41; *Horn*, ZIP 2008, 1558 (1564); *Drinhausen/Keinath*, BB 2008, 1238 (1240); *Wicke*, FS *Kanzleiter*, 415 (416 f.). Allerdings können die angeführten Kosten für die Aktionäre hierdurch reduziert werden. Von der Möglichkeit wird in der Praxis eher zurückhaltend Gebrauch gemacht, insbesondere die Mitteilung der Teilnahmebedingungen gilt als anfechtungsgefährdet, vgl. *Arnold/Carl/Götze*, AG 2011, 349 (360); *Hüffer/Koch*, AktG, § 118 Rn. 10.

<sup>153</sup> *G. H. Roth*, ZIP 2003, 369 (373); vgl. jedoch auch den (zutreffenden) Hinweis bei *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918 (921), Fn. 10, dass es aufgrund der relativ hohen Präsenz von Kleinanlegern auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften fraglich erscheint, ob diese Kleinanleger ökonomisch kalkulierend handeln.

Ein weiterer Kostenfaktor ist die Überwindung des Informationsdefizits der Aktionäre gegenüber der Verwaltung. Gering beteiligte Aktionäre werden in der Regel davon absehen, hohe Aufwendungen zu tätigen, um die zur Abstimmung stehenden Vorschläge des Vorstands zu bewerten.<sup>154</sup> Dies gilt umso mehr für Fälle, in welchen die Aktionäre den Rat eines Experten zur Bewertung des Vorschlags benötigen würden.<sup>155</sup> Die hierdurch entstehenden Kosten (Informationskosten) können ebenfalls bereits für sich genommen im Verhältnis zu den zu erwartenden Vorteilen der Stimmrechtsausübung prohibitiv hoch ausfallen.<sup>156</sup> Die Folge ist, dass die Aktionäre sich nicht über die durch den Vorstand eingebrachten Vorschläge informieren, sondern diesen uninformiert folgen oder gar nicht abstimmen.<sup>157</sup>

Zusammenfassend nehmen rational handelnde Aktionäre von einer Überwachungsaktivität Abstand, wenn die Kosten der Überwachung die sich daraus für sie persönlich ergebenden, wahrscheinlichkeitsgewichteten Vorteile der Überwachung übersteigen.<sup>158</sup> Dies wird vor allem bei Kleinaktionären in der Regel der Fall sein.

## **bb) Free-Rider-Problematik**

Unmittelbar mit der kollektiven Handlungsform des Hauptversammlungsbeschlusses in Zusammenhang steht die sogenannte Free-Rider-Problematik<sup>159</sup>. Diese ergibt sich, wenn Aktionäre einen bestimmten Vorschlag des Vorstands nicht für optimal halten. Um dem Vorschlag des Vorstandes entgegenzutreten, ist ein aktives Tätigwerden durch die Aktionäre erforderlich.

<sup>154</sup> *Baums/v. Randow*, AG 1995, 145 (147).

<sup>155</sup> *Adams*, AG 1990, 63 (75).

<sup>156</sup> *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9 (11); siehe zu den Kosten der Stimmrechtsausübung auch *Zetzsche*, 8 J.Corp. L. Stud. 289 (305 ff.), welcher die Kosten in „information costs“, „decision costs“ und „execution costs“ systematisiert.

<sup>157</sup> Vgl. zu der Problematik des „vote with management“ *Black*, 89 Michigan Law Review (1990), 520 (527) m.w.N.; im speziellen bezogen auf Satzungsänderungen: *Bebchuck*, 102 Harvard Law Review (1989), 1820 (1839) („The main reason why shareholders might approve a value-decreasing amendment is their [rational] lack of information...“); siehe auch *Adams*, AG 1990, 63 (75); *Black*, UCLA L.Rev. (1992), 811 (821); *Cole*, 76 Wash. L. Rev. (2001), 793 (805); *Fischel*, 54 U. Chi. L. Rev. (1987), 119 (134); *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (59); *Roth*, ZIP 2003, 369 (376); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (707).

<sup>158</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 18, Fn. 54 mit dem Verweis, dass die für die Gewichtung relevante Erfolgswahrscheinlichkeit v.a. durch die Koordinationsprobleme der Kleinaktionäre bestimmt wird.

<sup>159</sup> Siehe allgemein zur Free-Rider-Problematik *Bainbridge*, Corporation Law and Economics, S. 202 f.; *Levmore*, 92 Yale L. J. (1982), 49, 53 f.; *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (48 f.); *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure, S. 66 f.; *Rock*, 79 Geo. L.J. (1991), 447 (453 ff.); *Black*, 39 UCLA L. Rev. 811 (821 ff.); *Roth*, ZIP 2003, 369 (376); *Grossman/Hart*, 11 The Bell Journal of Economics (1980), 42 ff.; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 16; *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen, S. 177 ff.; *Adams*, AG 1990, 63 (75), *Clark*, 29 Case Western Reserve Law Review (1979), 776 (783 f.); *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (59); *Tautges*, Empty Voting, S. 183.

Ein Vorgehen gegen den Vorschlag verursacht Kosten. Dem einzelnen Anteilseigner kommt jedoch der Vorteil der Oppositionsarbeit in jedem Fall zugute, d. h. auch, wenn er sich nicht daran beteiligt.<sup>160</sup> Hierdurch entsteht ein gewisses „Trittbrettfahrertum“.<sup>161</sup> Wenn damit zu rechnen ist, dass andere Aktionäre ihr Stimmrecht in entsprechend informierter Weise ausüben werden, besteht ein weiterer Anreiz, das Stimmrecht nicht auszuüben.

Die Free-Rider-Problematik steht in unmittelbarer Wechselwirkung<sup>162</sup> zur Problematik der rationalen Apathie: Die Aussicht auf die potenziellen Vorteile, welche durch den aktiven Einsatz anderer Aktionäre entstehen können, bei gleichzeitigem Wissen um die Vorteilsmaximierung durch Passivität, macht ein apathisches Verhalten noch rationaler. Es ist ökonomisch sinnvoll, anderen Aktionären die mit der Überwachung der Unternehmensführung verbundenen Kosten zu überlassen, wenn der im Verhältnis zur Beteiligung zu erwartende Ertrag auch bei Passivität konstant ist.<sup>163</sup>

### cc) Exit als attraktivere Alternative („Exit over voice“)

„If we don't like the management, we sell the stock“.<sup>164</sup> Diese gemeinhin als „Wallstreet Rule“ bezeichnete Verhaltensweise verschärft die Problematik des Aktionärsstimmrechts als Corporate Governance Instrument noch weiter. Gerade Kleinanleger verzichten auf Mitsprache (*voice*) und entscheiden sich stattdessen für den Ausstieg (*exit*) durch Verkauf ihrer Anteile, wenn sie mit der Unternehmensführung unzufrieden sind.<sup>165</sup> Kennzeichnend für die Aktionärsstellung ist die Veräußerbarkeit der Beteiligung am Kapitalmarkt.<sup>166</sup> Vor allem verglichen mit Investition in die Aktionärskoordination, welche ihrerseits sehr kostenintensiv sein kann, ist es profitabler, auf eine Rechtsausübung zu verzichten und bei Anzeichen von Misswirtschaft die Aktien zu

<sup>160</sup> *Baums/v. Randow*, AG 1995, 145 (147); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (707); *Simon/Zetsche*, ZGR 2010, 918 (921).

<sup>161</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 16; *G. H. Roth*, ZIP 2003, 369 (376).

<sup>162</sup> Siehe zu diesem Zusammenhang auch *Black*, 89 Michigan Law Review (1990), 520 (527, 528).

<sup>163</sup> Kölner Komm AktG/*Zetsche*, AktG, § 135 Rn. 12.

<sup>164</sup> Exemplarisch *Black*, 89 Michigan Law Review (1990), 520 (572); *Hirschman*, Exit, Voice and Loyalty, S. 90.

<sup>165</sup> *Engert*, ZIP 2006, 2105 ff.; die entsprechenden Begrifflichkeiten gehen zurück auf die Grundlagenarbeit von *Hirschmann*, Exit, Voice and Loyalty; *Rock*, 79 Geo. L. J. (1991), 445 (462); *Spindler*, Gesellschaftsrecht in der Diskussion, S. 31, 35; *Dowding/John/Mergoupis/Vugt*, 37 European Journal of Political Research (2000), 469 ff.; zu den Problemen des Aktionärsschutzes im Zusammenhang mit einer „exit“-Strategie *Mittermeier*, Empty Voting, S. 28 ff.; *Tautges*, Empty Voting, S. 182.

<sup>166</sup> *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9 (11).

veräußern.<sup>167</sup> Insoweit besteht ein unmittelbarer Zusammenhang zur Problematik der rationalen Apathie.

#### **dd) Zwischenergebnis**

Das Gesetz gibt dem Aktionär eine Reihe von Instrumenten zur Wahrnehmung seiner Corporate Governance Funktion in der Aktiengesellschaft an die Hand. Allerdings erfüllt der Aktionär<sup>168</sup> diese Rolle aufgrund der dargestellten Probleme nicht optimal. Hierbei spielen vor allem unterschiedliche Kostenfaktoren eine entscheidende Rolle. Diese können ein Engagement für eine gute Corporate Governance der Aktiengesellschaft als nicht attraktiv erscheinen lassen und bewegen den Aktionär eher dazu, seinen Anteil zu verkaufen. Wie im Folgenden zu zeigen sein wird, kann allerdings auch in einem solchen „exit“ ein Corporate Governance Instrument gesehen werden.

#### **e) Externe Corporate Governance (Markt für Unternehmenskontrolle)**

Die externe Corporate Governance in Form der Kontrolle durch den Markt wird den internen Kontrollmechanismen oftmals antithetisch gegenüber gestellt.<sup>169</sup> Im Folgenden sind die einzelnen Faktoren der externen Corporate Governance darzustellen. Hierbei soll die Verbindung zwischen den externen Corporate Governance Strukturen und dem Stimmrecht des Aktionärs hergestellt werden. Aufgrund dieses aufzuzeigenden Zusammenhangs ergeben sich teils schwerwiegende Probleme für die Corporate Governance einer Aktiengesellschaft, insbesondere für den Markt für Unternehmenskontrolle, soweit eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in einer Aktiengesellschaft entweder aufgrund der statutarischen Struktur<sup>170</sup>, oder einer außerverbandlichen Transaktion<sup>171</sup> besteht. Durch die nähere Untersuchung dieser Verbindung wird vor allem die antithetische Gegenüberstellung von interner und externer Corporate Governance infrage gestellt.

---

<sup>167</sup> *Simon/Zetsche*, ZGR 2010, 918 (921); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (707 f.).

<sup>168</sup> Diese Aussage beansprucht nur für den Streubesitzaktionär Geltung. Eine abweichende Bewertung kann für institutionelle Investoren und vor allem für aktivistische Aktionäre vorzunehmen sein, siehe hierzu unten unter D.II.6.a)bb).

<sup>169</sup> *Hommelhoff/Hopt/v. Werder*, Corporate Governance, S. 16.

<sup>170</sup> Dies ist bei Vorzugsaktien (vgl. E.I) und in Investmentaktiengesellschaften (vgl. E.III) der Fall.

<sup>171</sup> Dies ist in Empty Voting Konstellationen (vgl. E.II) der Fall.

## aa) Grundlagen

Die bereits beschriebene „Wallstreet Rule“, d. h. der Verkauf der Beteiligung an der Gesellschaft im Fall der Unzufriedenheit mit der Leistung des Managements ist Ausgangspunkt der Abfolge, welche den Markt für Unternehmenskontrolle<sup>172</sup> als zentrales Instrument der externen Corporate Governance etabliert. Die Abfolge von Aktienverkäufen, Kursrückgängen, einer (ggf. feindlichen) Übernahme und der Auswechslung des Managements, durch welche eine aus Sicht der Aktionäre unbefriedigende Leistung sanktioniert wird, sorgt für die Kontrolle der Agenten durch die Prinzipale.<sup>173</sup> Da diese Abfolge durch die Desinvestitionsentscheidung (*exit*) des einzelnen Aktionärs in Gang gesetzt wird, gewinnt die Literatur hieraus den Gedanken, dass der Aktionär dem Management nicht hilflos gegenübersteht.<sup>174</sup>

Prämisse für den Markt für Unternehmenskontrolle als effektives Mittel der externen Corporate Governance ist der Zusammenhang zwischen der Leistung des Managements und dem Aktienkurs.<sup>175</sup> Je niedriger der Aktienkurs der betreffenden Gesellschaft ist, desto attraktiver wird eine Übernahme aus Sicht potenzieller Investoren, die davon ausgehen, dass sie selbst oder durch sie eingesetzte Manager die Gesellschaft effektiver leiten können als das gegenwärtige Management. Die Attraktivität einer Übernahme kann durch den Einsatz einer anteilig hohen Menge an Fremdkapital durch das Ausnutzen des sogenannten *leverage effects*<sup>176</sup> noch erhöht werden. Die durch eine solche potenzielle Unternehmensübernahme aufgebaute Drohkulisse sorgt im Idealfall dafür, dass die Unternehmensleitung opportunistisches Verhalten unterlässt um die zu einem verringerten Börsenkurs führende Abwanderung der Anleger durch Veräußerung zu verhindern. Durch das Damoklesschwert einer feindlichen Übernahme wird die

---

<sup>172</sup> Siehe allgemein zum Markt für Unternehmenskontrolle *Subramanian*, 113 Yale L.J., (2003), 621 ff.; *Szewczyk/Tsetsekos*, 31 J.Finan.Econ. (1992), S. 3 ff.; *Collins/Black/Wansley*, Int. Rev. Finan. Analysis Vol. 2, No. 3 (1993), S. 191 ff.

<sup>173</sup> Hommelhoff/Hopt/v. *Werder*, Corporate Governance, S. 16; *Adams*, AG 1989, 333 (333).

<sup>174</sup> *Behrens*, FS Drobing, 491 (497).

<sup>175</sup> *Manne*, 73 Journal of Political Economy (1965), 110 (112).

<sup>176</sup> Vgl. allgemein zu den Vorteilen des sich aus einer hohen Fremdkapitalquote ergebenden *leverage effects* Meyer-Sparenberg/Jäckle/*Knepper*, Beck'sche M&A-Handbuch, § 14 Rn. 6; vgl. zur Finanzierung des Erwerbs von Stimmmehrheiten an außergewöhnlich großen Unternehmen in den Achtziger Jahren durch *junk bonds* *Adams*, AG 1989, 333 (334).

Unternehmensleitung diszipliniert.<sup>177</sup> Dem Markt für Unternehmenskontrolle wird so im Ergebnis eine *agency costs* reduzierende Wirkung zugeschrieben.<sup>178</sup>

Vor allem in der gesetzlichen Normierung des übernahmerechtlichen Neutralitätsgebots gemäß § 33 WpÜG<sup>179</sup>, sowie des Verbots der nachträglichen Einführung von Höchststimmrechten bei börsennotierten Gesellschaften gemäß § 134 Abs. 1 S. 2 AktG durch das KonTraG 1998<sup>180</sup>, zeigt sich, dass auch die Legislative Unternehmensübernahmen als grundsätzlich wohlfahrtssteigernd und daher wünschenswert erachtet.<sup>181</sup>

Die externe Corporate Governance wird durch Wirkungszusammenhänge geprägt, welche eine Interessenwahrnehmung durch Abwanderung und die disziplinierenden Kräften des Marktes gewährleisten.<sup>182</sup> Die Disziplinierungskraft marktrechtlicher Kontrollmechanismen hängt zum großen Teil von der Anteilseignerstruktur ab und kann sich wegen des kontinentaleuropäisch eher konzentrierten Anteilseigentums nicht in dem Maße entfalten, wie auf dem US-amerikanischen Markt.<sup>183</sup> Der Ansatzpunkt der externen Corporate Governance hat weiterhin Konsequenzen für die Beurteilung eines gesetzgeberischen Einschreitens: Während der interne Ansatzpunkt eine Stärkung der internen Governance Strukturen erfordert, stellen sich vor allem die Vertreter der ökonomischen Theorie des Gesellschaftsrechts gegen eine solche gesetzgeberische Allokation von Kontrolle. Diese stellen die Effizienz des gesellschaftsrechtlichen Instrumentariums zur Lösung des Prinzipal-Agent Konflikts generell infrage und betonen stattdessen die disziplinierende Kraft der Wettbewerbsmärkte.<sup>184</sup>

---

<sup>177</sup> *Manne*, 73 *Journal of Political Economy* (1965), 110 (113); *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 109 ff.

<sup>178</sup> *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705 ff.; *Easterbrook/Fischel*, 94 *Harvard Law Review* (1981), 1161.

<sup>179</sup> Vgl. die umfassende Diskussion zum übernahmerechtlichen Neutralitätsgebot bei (exemplarisch) *Hopt*, ZGR 1993, 534; *Bungert*, AG 1994, 297; *Becker*, ZHR 165 (2001), 280; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1; *Hirte*, ZGR 2002, 623 ff.

<sup>180</sup> Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, BGBl. I S. 786.

<sup>181</sup> *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705 (709), allerdings auch mit dem Hinweis auf weitere Gründe für das übernahmerechtliche Behinderungsverbot (insbesondere auch mit der gedanklichen Verknüpfung zum Markt für Managementleistungen). Vgl. auch Begründung zum KonTraG (BT. 13/9712) zu § 134 (S. 20), wonach Übernahmen grundsätzlich erwünscht sind. Die Gesetzesbegründung stellt allerdings allgemein auf eine durch Höchststimmrechte fehlende „Übernahmephantasie“ ab, d. h. nimmt eher den Vorteil eines erhöhten Börsenkurses für die Aktionäre der Zielgesellschaft in den Blick.

<sup>182</sup> *Duplois*, Die Beeinflussung aktienrechtlicher Corporate Governance, S. 119.

<sup>183</sup> *Leyens*, JZ 2007, 1061 (1064) mit empirischen Nachweisen.

<sup>184</sup> *Behrens*, FS Drobing, 491 (497).

Der Begriff der externen Corporate Governance wird in der gesellschaftsrechtlichen Diskussion oftmals mit dem „Markt für Unternehmenskontrolle“ gleichgesetzt.<sup>185</sup> Auch die vorliegende Arbeit setzt hier ihren Schwerpunkt.

### **bb) Zusammenhang zwischen Stimmrecht und Markt für Unternehmenskontrolle**

Der Zusammenhang zwischen Stimmrecht und Markt für Unternehmenskontrolle zeigt sich darin, dass nur derjenige Investor in der Lage ist, die Verwaltung auszutauschen, der hinreichende Stimmrechte auf sich vereint.<sup>186</sup> Jedoch kann dem Markt für Unternehmenskontrolle im Zusammenhang mit dem Stimmrecht bereits vor einer solchen Übernahme der Kontrolle ein positiver Effekt zukommen, welcher zugleich die negativen Auswirkungen der rationalen Apathie von Kleinaktionären abzuschwächen vermag. Denn in der potenziellen Instrumentalisierung des Stimmrechts durch die Übernahme als Mittel für den Austausch der Verwaltung ist ein rudimentärer Kontrolleffekt zu sehen, welcher gerade auch den in Streubesitz befindlichen Aktien zukommt.<sup>187</sup>

Insoweit kann davon gesprochen werden, dass jeder Aktie aufgrund des in ihr liegenden Stimmrechts eine „Aktivierbarkeit“ als Kontrollinstrument inhärent ist. Hiermit ist eine Kontrollfunktion gemeint, die zwar nicht ausgeübt wird, jedoch jederzeit durch einen die Kontrolle übernehmenden Erwerber ausgeübt werden könnte.<sup>188</sup> Diese jeder Aktie mit Stimmrecht innewohnende Kontrollfunktion soll als *institutionelle Kontrollfunktion des Stimmrechts* definiert werden.

Durch diese Konzentration des Blickwinkels auf die Aktivierbarkeit des Stimmrechts als Corporate Governance Instrument durch den Markt für Unternehmenskontrolle wird die Relevanz des Stimmrechts als Institution (d. h. unabhängig von dessen Gebrauch) deutlich. Da diese Funktion allerdings in der institutionellen Verknüpfung der Aktie mit dem Stimmrecht verbunden mit deren Fungibilität liegt, ist der Markt für Unternehmenskontrolle in seinem für die Corporate

---

<sup>185</sup> Das Modell des „market for corporate control“ geht auf den Grundlagenaufsatz von *Manne*, 73 J. of Political Economy (1965), 110 ff. zurück. Vgl. auch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 40; *Hopt*, ZGR 2000, 779 (786); *Teichmann*, ZGR 2001, 645 (647); *Paschos/Fleischer/Fleischer/Bueren*, Handbuch Übernahmerecht, § 3 Rn. 4; *Ruback/Jensen*, 11 Journal of Financial Economics (1983), 5 ff.; *Tuerks*, Depotstimmrechtspraxis, S. 142.

<sup>186</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 46.

<sup>187</sup> *Roth*, ZIP 2003, 369 (377).

<sup>188</sup> In diese Richtung auch *Hansmann*, Journal of Law, Economics, & Organisation 1988, 267 (283). Der Gedanke der Aktivierbarkeit klingt auch bei *Hecker/Wenger*, ZBB 1995, 321 (322 f.) an.

Governance förderlichen Teil kein Mechanismus der externen, sondern nach richtiger Ansicht ein Mittel der *internen Corporate Governance*.<sup>189</sup>

Gegen die von einer bloßen Aktivierbarkeit ausgehende Kontrollfunktion könnte *prima facie* eingewendet werden, dass aufgrund der relativ langen Amtszeiten<sup>190</sup> nach deutschem Aktienrecht eine Isolation des Vorstandes gegenüber der sich aus den Aktionären konstituierenden Hauptversammlung besteht. Dem kann allerdings entgegengehalten werden, dass gemäß § 84 Abs. 3 S. 2 AktG ausdrücklich als wichtiger Grund für einen Widerruf der Bestellung der Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung genannt wird. Für den Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung genügt die Uneinigkeit über die zukünftige Unternehmenspolitik,<sup>191</sup> welche sich beispielsweise auch nach einer Übernahme durch einen neuen Großaktionär ändern kann.<sup>192</sup> Die Personalkompetenz betreffend den Vorstand ist folglich zwar nach der grundsätzlichen Konzeption des Aktienrechts beim Aufsichtsrat angesiedelt, der Hauptversammlung steht jedoch durch die Möglichkeit des Vertrauensentzugs der Weg offen, einen wichtigen Grund für den Widerruf der Bestellung zu schaffen. Auch nach deutschem Aktienrecht kann eine drohende Unternehmensübernahme dem Vorstand eine Abberufung in Aussicht stellen. Dieser Aspekt stützt die aufgestellten Thesen der institutionellen Kontrollfunktion des Stimmrechts.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Markt für Unternehmenskontrolle ein wichtiges Element der Corporate Governance ist. Die Bedeutung des Stimmrechts wird hierdurch umso deutlicher. Aufgrund dieses Zusammenhangs sind im weiteren Verlauf der Abhandlung auch mögliche negative Implikationen für den Markt für Unternehmenskontrolle zu untersuchen, wenn eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in einer Aktiengesellschaft besteht.

---

<sup>189</sup> Vgl. aber auch den Hinweis bei *Jensen/Meckling*, 3 *Journal of Financial Economics* (1976), 305 (311), dass bei einem Verständnis der Gesellschaft als „*nexus of contracts*“ eine Unterscheidung zwischen „*inside*“ und „*outside*“ der Gesellschaft wenig Sinn macht.

<sup>190</sup> Vgl. § 84 Abs. 1 S. 1 AktG: 5 Jahre.

<sup>191</sup> *BGH NJW* 1975, 1657; Hüffer/*Koch*, AktG, § 84 Rn. 37.

<sup>192</sup> Bürgers/*Körper/Bürgers*, § 84 Rn. 32.

## 6. Unterschiedliche Corporate Governance Akteure mit Bezug zum Stimmrecht

Nachdem das den Aktionären durch das Aktienrecht zur Verfügung gestellte Corporate Governance Instrumentarium beschrieben worden ist, ist im Folgenden darzustellen, wie unterschiedliche Corporate Governance Akteure sich dieses Instrumentariums bedienen. Die Überlegung ist auf solche Akteure zu beschränken, die entweder aufgrund ihrer Aktionärsstellung das Stimmrecht unmittelbar innehaben, oder jedoch unmittelbar auf die Stimmrechtsausübung durch die Aktionäre einwirken. Dementsprechend beschränken sich die nachfolgenden Ausführungen auf die Rolle von institutionellen Investoren, aktivistischen Aktionären und Stimmrechtsberatern.

### a) Institutionelle Investoren

#### aa) Begriff

Eine gesetzliche Definition des Begriffs des „institutionellen Investors“ existierte lange nicht.<sup>193</sup> Unter den Begriff des „institutionellen Anlegers“ wurden in der Literatur diejenigen Kapitalmarktteilnehmer gefasst, die als Institutionen Gelder verwalten und in der Regel über sehr hohe Anlagemittel verfügen.<sup>194</sup> Teilweise wurde auch auf die Professionalität des institutionellen Investors in Abgrenzung zum nicht professionellen Privat- und Kleininvestor abgestellt.<sup>195</sup> Ein weiterer Ansatzpunkt bestand darin, die Fremdnützigkeit des Investments als ausschlaggebend anzusehen.<sup>196</sup> Eine solche Fremdnützigkeit liegt vor, wenn Gelder für einen Dritten, den wirtschaftlichen Nutznießer (*beneficial owner*), durch den institutionellen Investor angelegt werden.<sup>197</sup> All diesen Definitionsversuchen war gemein, dass sie sich den Vorwurf einer gewissen Unschärfe gefallen lassen mussten. Sie wurden zur Lösung eines konkreten Problems entwickelt und funktionierten nur innerhalb des Problemumfelds uneingeschränkt.<sup>198</sup> Als probates Mittel diesen definitorischen Schwierigkeiten zu entgehen wurde oftmals die Aufzählung bestimmter

<sup>193</sup> Schmolke, ZGR 2007, 701 (704).

<sup>194</sup> Baums, Unternehmensfinanzierung, § 17 Rn. 3.

<sup>195</sup> Hopt/Wymeersch/Garrido, Capital Marktes, S. 452.

<sup>196</sup> Chandler, 67 U. Cin. L. Rev. (1999), 1083 (1083) F. 3.

<sup>197</sup> Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 34; Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre, S. 32.

<sup>198</sup> Schmolke, ZGR 2007, 701 (705).

Institute gewählt. Hierbei wurden Banken, Versicherungen, Investmentfonds und private Träger der Altersvorsorge aufgelistet.<sup>199</sup>

Für einen ähnlichen Weg entschied sich auch der Gesetzgeber, welcher durch das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie eine Definition des Begriffs des institutionellen Investors in das Gesetz eingefügt hat. Gemäß § 134a Abs. 1 Nr. 1 a) –c) AktG werden hierunter Unternehmen mit Erlaubnis zum Betrieb der Lebensversicherung im Sinne des § 8 Abs. 1 in Verbindung mit Anlage 1 Nummer 19 bis 24 des Versicherungsaufsichtsgesetzes, mit Erlaubnis zum Betrieb der Rückversicherung im Sinne des § 8 Abs. 1 und 4 des Versicherungsaufsichtsgesetzes, sofern sich diese Tätigkeiten auf Lebensversicherungsverpflichtungen beziehen sowie Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung gemäß den §§ 232 bis 244d des Versicherungsaufsichtsgesetzes verstanden.

Für die vorliegende Abhandlung ist eine abschließende Definition oder Aufzählung von institutionellen Investoren nicht erforderlich. Es reicht aus, diejenigen Elemente festzustellen, welche institutionelle Investoren konzeptionell von anderen Aktionären als Corporate Governance Akteure unterscheiden. Zum einen sind hierbei die sehr hohen Anlagemittel zu nennen. Diese ermöglichen es den institutionellen Investoren, einen größeren Anteil an Aktien und damit auch an Stimmrecht zu erwerben, als Streubesitzaktionäre. Hierdurch sind sie potenziell in der Lage, die Corporate Governance Instrumente mit Stimmrechtsbezug in umfassenderem Umfang auszunutzen. Auch die Professionalität kann dazu beitragen, dass eine informierte Stimmrechtsausübung vorgenommen wird. Die Fremdnützigkeit des Investments kann die Corporate Governance Rolle insoweit prädefinieren, als die Fremdnützigkeit ein Engagement in einem bestimmten Sinn erfordert. Dies kann sowohl ein aktives Verhalten durch die Wahrnehmung bestimmter Rechte, als auch ein passives Verhalten zur Schonung der Ressourcen der Anleger erforderlich machen.

Weiterhin sollte der grundlegende Unterschied zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren in die Überlegung einbezogen werden. Strategische Investoren sind am Kerngeschäft des Unternehmens interessiert. Ihr Beteiligungserwerb dient dem Ausbau des eigenen Geschäfts. Finanzinvestoren hingegen erwerben diversifizierte Beteiligungen an unterschiedlichen Gesellschaften zur Realisierung einer Wertsteigerung der Beteiligung und/oder

---

<sup>199</sup> Baums, Unternehmensfinanzierung, § 17 Rn. 3.

zur Realisierung laufender Erträge.<sup>200</sup> Ein strategischer Investor wird seine Corporate Governance Bemühungen darauf ausrichten, seine strategischen Ziele zu verfolgen, ein Finanzinvestor darauf, entsprechende Gewinne zu erwirtschaften.

## **bb) Interpretation der Corporate Governance Funktion**

### **(i) „Klassische“<sup>201</sup> Institutionelle Investoren**

Institutionelle Investoren sind in der Regel stärker an eine Gesellschaft gebunden. Aufgrund des höheren Anteilsbesitzes steht ihnen die Option des „exit“ nur unter Inkaufnahme erheblicher Verluste zur Verfügung.<sup>202</sup> Sie sind somit prädestiniert dafür, das durch das Aktienrecht zur Verfügung gestellte Instrumentarium der internen Corporate Governance durch Wahrnehmung ihres Stimmrechts zu nutzen. Weiterhin können institutionelle Investoren gewisse Skaleneffekte nutzen, wenn sich vergleichbare Governance Probleme bei mehreren Portfoliogesellschaften ergeben.<sup>203</sup> Hierdurch werden die Kosten des einzelnen aktiven Engagements gesenkt.

Obwohl somit eigentlich von einem Engagement der institutionellen Investoren im Sinne einer „*voice over exit*“ Strategie auszugehen wäre, stellt sich die tatsächliche Lage anders dar. Institutionelle Investoren favorisieren ganz überwiegend die *exit* Lösung.<sup>204</sup> Sie nutzen das Instrumentarium der Corporate Governance nicht, wenn sie mit der Leistung des Managements unzufrieden sind.<sup>205</sup> Hintergrund ist das hochkompetitive Marktumfeld, in welchem die institutionellen Investoren gegen anderen Anbieter bestehen müssen. Hierbei ergibt sich aus einem aktiven Engagement in einer Portfoliogesellschaft kein Wettbewerbsvorteil, da die Konkurrenten die entsprechenden Anteile oftmals ebenfalls in ihrem Portfolio halten, sodass diese letztlich als Trittbrettfahrer des aktiven Engagements ohne eigenen Kapitaleinsatz profitieren würden.<sup>206</sup>

<sup>200</sup> Hommelhoff/Hopt/v.Werder/*Faber*, Corporate Governance, S. 220.

<sup>201</sup> Zu den „klassischen“ institutionellen Investoren zählen in Anlehnung an *Schaefer*, NZG 2007, 900 (900) vor allem traditionelle deutsche Fondsgesellschaften und Versicherungen.

<sup>202</sup> *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (708); Hopt/Wymeersch/*Garrido*, Capital Marktes, S. 456.

<sup>203</sup> *Black*, 89 Mich. L. Rev. (1989), 520 (580, 589 ff.); *Kahan/Rock*, 155 U. PA. L. Rev. (2007), 1021 (1048, 1057).

<sup>204</sup> *Tröger*, ZGR 2019, 126 (133); Europäische Kommission, Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen, KOM, S. 3.

<sup>205</sup> *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (713); vgl. zu diesem Befund für die USA *Kahan/Rock*, 155 U. PA. L. Rev. (2007), 1021 (1028).

<sup>206</sup> *Coffee*, 91 Columbia Law Review (1991), 1277 (1318 ff.); *Rock*, 79 Georgia Law Review (1991), 445 (468 ff.); *Fisch*, 55 Ohio State Law Journal (1994), 1009 (1019 ff.); *Gilson/Gordon*, 113 Columbia Law Review (2013), 863 (889 ff.); *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (164 ff.); *Tröger*, ZGR 2019, 126 (134 f.).

Die Hoffnungen, welche in „klassische“ institutionelle Investoren hinsichtlich einer aktiven Wahrnehmung ihrer Aktionärsrechte und damit in eine wohlfahrtssteigernde Verbesserung der Corporate Governance der Gesellschaft gesetzt worden sind, haben sich nicht erfüllt.<sup>207</sup>

Dieses Ergebnis ist allerdings nur hinsichtlich der aktiven Funktion des Stimmrechts zutreffend. Der Fokus der klassischen institutionellen Anleger auf die „exit“ Strategie hat zur Folge, dass die durch den Markt für Unternehmenskontrolle vermittelte institutionelle Kontrollfunktion des Stimmrechts an Bedeutung gewinnt. Aufgrund des verhältnismäßig hohen Anteilsbesitzes der institutionellen Investoren muss die Verwaltung der Gesellschaft besorgen, dass ein solches Aktienpaket durch einen aktiveren Aktionär übernommen wird, welcher entweder alleine oder in einer Kampagne mit anderen Investoren versuchen wird, das Management auszutauschen. Allein aufgrund des drohenden „exits“ des institutionellen Investors findet eine Incentivierung der Verwaltung der Gesellschaft im Sinne der Aktionäre statt.

## **(ii) Aktivistische Aktionäre**

Eine abweichende Beurteilung muss gegebenenfalls für sogenannte aktivistische Aktionäre vorgenommen werden.<sup>208</sup> Eine einheitliche Definition für den Begriff des aktivistischen Aktionärs konnte sich in der Literatur bislang nicht durchsetzen. Neben einer gewissen Professionalität der Akteure und deren in der Regel unter 25 Prozent betragender Anteilsbesitz ist vor allem kennzeichnend, dass aktivistische Aktionäre versuchen, durch außerrechtliche Maßnahmen einen Einfluss auf die Zielgesellschaft geltend zu machen, welcher gemessen an ihrem Anteilsbesitz als überproportional bezeichnet werden kann.<sup>209</sup> Ziel dieser aktiven Einflussnahme ist es in der Regel, den Aktienkurs der Gesellschaft zu steigern.<sup>210</sup>

Der Grundstein für die aktive Teilnahme von Aktionären am Verbandsgeschehen wurde bereits im Jahr 1943 in den USA gelegt. Durch die Einführung eines Vorschlagsrechts für Aktionäre bei

---

<sup>207</sup> Hopt/Wohlmannstetter/Hopt, Handbuch Corporate Governance von Banken, S. 33 f.; Tröger, ZGR 2019, 126 (131); siehe auch Erwägungsgrund 15 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.

<sup>208</sup> Siehe zum Phänomen des *shareholder activism* aus der deutschen Literatur Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49 ff.; Schaefer, NZG 2007, 900 ff.; siehe zum parallel gelagerten Problem des „Shortseller-Aktivismus“ Wentz, WM 2019, 196 ff.

<sup>209</sup> Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015, 297 (297); Kleinmanns, IRZ 2016, 341 (342).

<sup>210</sup> Thaeter/Guski, AG 2007, 301 (301); Bunz, NZG 2014, 1049 (1050). Anders verhält sich dies beim Shortseller-Aktivismus, bei welchem es darum geht, den Kurs der Zielgesellschaft zu senken um von zuvor eingegangenen Leerverkaufspositionen zu profitieren, siehe hierzu Wentz, WM 2019, 196 ff.

Abstimmung in der Hauptversammlung durch die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) war es Aktionären erstmals möglich, durch entsprechende Vorschläge auf die Ausrichtung der Gesellschaft einzuwirken.<sup>211</sup> Ab ca. 1985 kann in den USA ein deutlich erhöhtes Maß an Aktivismus verzeichnet werden.<sup>212</sup> In Deutschland ist eine vergleichbare Entwicklung, wenn auch in erheblich geringerem Maß, ab der Jahrtausendwende in Folge der Entflechtung der „Deutschland AG“ zu registrieren.<sup>213</sup>

Bereits aufgrund ihrer Investitionsstrategie ist anzunehmen, dass aktivistische Aktionäre ihre Corporate Governance Rolle anders interpretieren, als klassische institutionelle Investoren. Während klassische institutionelle Investoren höchstens<sup>214</sup> dann proaktiv in einer Portfoliogesellschaft tätig werden, wenn diese nicht in Übereinstimmung mit ihren Vorstellungen agiert, investieren aktivistische Aktionäre von vornherein in Zielgesellschaften, bei welchen sie Optimierungspotenzial sehen.<sup>215</sup> Aktivistische Aktionäre bedienen sich neben dem bereits aufgezeigten klassischen Corporate Governance Instrumentarium weiterer außerrechtlicher Methoden, um einen erhöhten Einfluss auf die Verwaltung der Aktiengesellschaft geltend zu machen. Hierzu gehören insbesondere ein veröffentlichtes Schreiben an den Vorstand, das Verlangen nach einem persönlichen Gespräch, öffentliche Kampagnen, mit der Aufforderung zu bestimmtem Stimmrechtsverhalten oder auch das Einwerben von Stimmrechtsvollmachten.<sup>216</sup> Falls ein längerfristiges Engagement des aktivistischen Aktionärs geplant ist, wird sich dieser in der Regel darum bemühen, einen Sitz im Aufsichtsrat der Gesellschaft zu besetzen.<sup>217</sup>

Das Engagement aktivistischer Aktionäre muss hinsichtlich seines Beitrags zur effektiven Corporate Governance der Aktiengesellschaft differenziert betrachtet werden. *Prima facie* ist das Engagement positiv zu werten. Die Aktivisten erscheinen optimal geeignet, die mit dem Stimmrecht als Corporate Governance Instrument verbundenen Probleme zu überwinden. Rationale Apathie oder Trittbrettfahrertum sind ihnen fremd. Vielmehr bringen sie sich aktiv ein

<sup>211</sup> Kleinmanns, IRZ 2016, 341 (342).

<sup>212</sup> Gillan/Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, S. 34, abrufbar am **TBD** unter <https://ssrn.com/abstract=959670>.

<sup>213</sup> Steiger, Institutionelle Investoren, S. 6; Butu, Shareholder Activism by Hedge Funds, S. 13.

<sup>214</sup> Wie bereits erwähnt wird jedoch in der Regel der Weg des *exit* gewählt, eine aktive Teilnahme ist daher die Ausnahme.

<sup>215</sup> Kahan/Rock, 155 U. Pa L. Rev. (2007), 1021 (1069).

<sup>216</sup> Siehe zu dieser Aufzählung Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015, 297 (299 ff.).

<sup>217</sup> Vgl. insbesondere auch zu den rechtlichen Grenzen einer solchen Forderung aufgrund der aktienrechtlichen Kompetenzordnung Schaefer, NZG 2007, 900 (902 f.); siehe zu den unterschiedlichen Formen der Einflussnahme auch Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49 ff.

und können zu wichtigen Kontrolleuren der Verwaltung werden. Die aktive Einflussnahme ist *per se* geeignet, die sich im Rahmen des Prinzipal-Agent-Konflikts ergebenden Opportunismusoptionen der Verwaltung zu minimieren. Die Aktivisten sind für eine wirksame Durchführung ihrer Maßnahmen darauf angewiesen, über das Verhalten der Verwaltung bei der Führung der Geschäfte der Gesellschaft informiert zu sein. Machen die Aktivisten das (Fehl-)Verhalten der Verwaltungsmitglieder im Rahmen einer Kampagne öffentlich, wird durch eine Abschwächung der Informationsasymmetrie die Opportunismusoption des Vorstandes reduziert. Die die Reichweite dieser Option bestimmende Machtquelle „Informationsvorsprung“ wird abgeschwächt. Durch diese Eindämmung eines potenziellen opportunistischen Verhaltens wird die Gefahr von Wohlfahrtsverlusten durch die Ausnutzung der Opportunismuschancen eingedämmt, was sich wohlfahrtssteigernd für alle Aktionäre auswirkt. Die Aktivisten nehmen die Kontrolle stellvertretend für die übrigen Aktionäre wahr. Diese können Teile ihrer *agency costs*, vor allem in Form von Informationskosten, einsparen.

Problematisch ist jedoch die Art und Weise der Einflussnahme durch die aktivistischen Aktionäre. Wie dargestellt ist diese Einflussnahme darauf gerichtet, im Vergleich zur Beteiligungshöhe einen überproportionalen Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft zu nehmen. Der Unterschied zu einer Einflussnahme durch die Ausübung des Stimmrechts liegt darin, dass dem Maß der Einflussnahme nicht im proportional gleichen Umfang ein Maß an wirtschaftlicher Betroffenheit gegenübersteht. Diese streng proportionale Betroffenheit dient dazu, einen Rechtsschutz vor opportunistischem Verhalten gegenüber den Mitaktionären zu etablieren. Ein solcher Rechtsschutz wird zwar nicht notwendig sein, wenn die Einflussnahme des aktivistischen Aktionärs auf die Steigerung des Anteilswertes gerichtet ist, denn in diesem Fall besteht ein Gleichlauf mit den Interessen der Mitaktionäre. Anders wird dies allerdings zu beurteilen sein, wenn aktivistische Aktionäre auf einen Kursverlust spekulieren (z.B. aufgrund von vorher getätigten Leerverkäufen<sup>218</sup>) oder ihnen die Entwicklung des Börsenkurses gleichgültig ist, da sie sich durch die Einflussnahme andere Vorteile erhoffen (z.B. die Beeinflussung einer Beteiligung an einem anderen Unternehmen). Ebenfalls unterscheiden kann sich der Anlagehorizont eines Aktivisten, welcher unter Umständen sehr kurzfristige Ziele verfolgt.<sup>219</sup> Besonders negative Auswirkungen für Gesellschaft und Mitaktionäre können sich dann ergeben, wenn ein

---

<sup>218</sup> Siehe ausführlich zum Shortseller-Aktivismus *Wentz*, WM 2019, 196 ff.

<sup>219</sup> Siehe hierzu *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 10.

aktivistischer Aktionär auf eine Senkung der Kosten für Forschung und Entwicklung drängt und sodann die durch die Kostenersparnis hervorgerufenen Kursgewinne durch einen Verkauf der Beteiligung vereinnahmt.<sup>220</sup> Insbesondere für Anleger mit einem langfristigeren Anlagehorizont kann sich eine solche Kostenersparnis langfristig negativ auswirken.<sup>221</sup>

Wie im weiteren Verlauf dieser Arbeit zu zeigen sein wird, ist eine im Vergleich zur Stimmrechtsmacht überproportionale Einflussnahme grundsätzlich als problematisch anzusehen.

## **b) Rolle der Stimmrechtsberater**

Weitere Corporate Governance Akteure mit unmittelbarem Stimmrechtsbezug sind Stimmrechtsberater. Diese nutzen freilich das aufgezeigte Corporate Governance Instrumentarium nicht unmittelbar durch Stimmrechtsausübung, haben jedoch auf die Stimmrechtsausübung bestimmter Aktionäre einen derart weitreichenden Einfluss, dass eine nähere Betrachtung angezeigt ist.

### **aa) Begriff und historische Entwicklung**

In den vergangenen Jahren ist ein stetiges Wachstum der Portfoliogrößen institutioneller Investoren zu beobachten.<sup>222</sup> Die Folge dieser Entwicklung ist, dass eine Stimmrechtsausübung auf hinreichend informierter Basis in allen Portfoliogesellschaften nicht möglich ist.<sup>223</sup> Zugleich steigt der Rechtfertigungsdruck, welcher institutionelle Investoren hinsichtlich ihrer Stimmrechtsausübung trifft.<sup>224</sup> Dies ist die Basis des Geschäftsmodells institutioneller Stimmrechtsberater.<sup>225</sup> Institutionelle Investoren bedienen sich zur Vorbereitung ihrer

<sup>220</sup> Siehe zu diesem (stark vereinfachendem) Beispiel *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 10.

<sup>221</sup> Siehe zur Diskussion um den Nutzen einer Beteiligung von aktivistischen Aktionären ausführlich *Langenbacher*, FS Baums, 745 ff.

<sup>222</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (2); *ders.*, ZGR 2011, 155 (170); *Vaupel*, AG 2011, 63 (63); *Kocher*, BB 2014, 2317 (2318).

<sup>223</sup> *Hommelhoff/Hopt/v.Werder/Faber*, Corporate Governance, S. 219, 226 spricht insoweit von einem „bürokratischen Alptraum“; *Kalss*, EuZW 2014, 441 (441).

<sup>224</sup> *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (169 f.); *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, December 2006, [ssrn.com/abstract=978835](https://ssrn.com/abstract=978835), S. 2: „As a result of the pressure on institutional investors to play an active shareholder role and the multitude of work this entails, they increasingly make use of proxy advisory services or voting services, which help institutional investors exercise the rights of control attendant to the shares held by them.“ Dieser sehr fragwürdigen und bedauerlichen Entwicklung folgt auch die Aktionärsrechterichtlinie 2017 (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), indem sie an unterschiedlichen Stellen die verstärkte Mitwirkung der institutionellen Investoren betont. Siehe zu dieser Kritik auch *Wentz*, WM 2019, 906 (910).

<sup>225</sup> *Vaupel*, AG 2011, 63 (63).

Stimmabgabe des Services von Anbietern wie dem Marktführer Institutional Shareholder Services (ISS)<sup>226</sup> oder Glass Lewis<sup>227</sup>, um eigene *agency costs* zu reduzieren und von der besonderen Erfahrung und Sachkunde der Berater zu profitieren.<sup>228</sup> Die auf diese Weise durch die Berater ausgearbeiteten Vorschläge werden schon aus wirtschaftlichen Gründen von den institutionellen Investoren teilweise nicht hinterfragt.<sup>229</sup> Die Folge dieser Tendenz liegt darin, dass die Stimmrechtsberater aufgrund ihrer „faktischen Stimmmacht“ das Abstimmungsergebnis bei umstrittenen Tagesordnungspunkten beeinflussen können und dies in einer Vielzahl von Fällen auch tun.<sup>230</sup>

Der Markt für Stimmrechtsberatung kann in Deutschland als Oligopol bezeichnet werden. Er wird durch die Unternehmen ISS und Glass Lewis kontrolliert. ISS verfügt über einen geschätzten Marktanteil von 70 Prozent, gemeinsam mit Glass Lewis kommen die beiden Unternehmen auf einen Marktanteil von über 90 Prozent, in den USA hingegen sogar über 97 Prozent.<sup>231</sup> ISS erarbeitet für seine Kunden nicht nur konkrete Abstimmungsvorschläge für bestimmte Tagesordnungspunkte auf den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften, sondern auch Richtlinien zum Abstimmungsverhalten (Proxy Voting Policies).<sup>232</sup> Diese Abstimmungsrichtlinien sind nach Überzeugung von ISS Maßstab einer guten Corporate Governance.<sup>233</sup> Es wird geschätzt, dass ISS bis zu 30 Prozent der Stimmen auf Hauptversammlungen beeinflusst, Glass Lewis immerhin noch 5 bis 10 Prozent.<sup>234</sup> Deutsche Emittenten schätzen, dass 80 Prozent der ausländischen Investoren den

---

<sup>226</sup> Siehe zur Geschichte und Tätigkeit von ISS ausführlich *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 40.

<sup>227</sup> Siehe zu der Marktmacht dieser beiden Gesellschaften *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (169 f.).

<sup>228</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (2 f.); *ders.*, ZGR 2011, 155 (169); *Cotter/Palmiter/Thomas*, 55 Villanova L. Rev. (2010), 1 (56); *Choi/Fish/Kahan*, 82 S. Cal. L. Rev. (2009), 649 (696); *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543 (546); *U. H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88 (88); *Belinfanti*, 14 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2009), 384, 394.

<sup>229</sup> *U. H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88 (88); *Dörrwächter*, AG 2017, 409 (410).

<sup>230</sup> *Dörrwächter*, AG 2017, 409 (410).

<sup>231</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (3), gab 2012 (unter Verweis auf *Belinfanti/Caymen*, Financial Review July 28, 2010) den Marktanteil von ISS mit 61 Prozent an; siehe auch *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149 ff.; *Kalss*, EuZW 2014, 441 (441); *Dörrwächter*, AG 2017, 409 (409); kritisch zur Marktmacht *Bachmann*, WM 2011, 1301 (1307); *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 31.

<sup>232</sup> *Dörrwächter*, AG 2017, 409 (409); *Vaupel*, AG 2011, 63 (64).

<sup>233</sup> *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 41.

<sup>234</sup> *Osman*, „Ohrfeige des Aktionärsberaters“, Handelsblatt v. 2.5.2017 abrufbar unter [www.handelsblatt.de](http://www.handelsblatt.de); *Dörrwächter*, AG 2017, 409 (410).

Abstimmungsempfehlungen von ISS folgen.<sup>235</sup> Somit besteht eine erhebliche Einwirkung der Stimmrechtsberater auf den letztlich ergehenden Beschlussinhalt.

#### **bb) Interpretation der Corporate Governance Funktion**

Die Funktion von Wahlen und Beschlüssen innerhalb der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft wurde bereits dargestellt.<sup>236</sup> Sie sind zentrales Element sowohl für die Entspannung des Prinzipal-Agent-Konflikts, als auch bei der Adaption der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten unvollständigen Rechtsbeziehungen. Da die Stimmrechtsberater unmittelbar auf den Inhalt der Beschlüsse der Hauptversammlung Einfluss nehmen, ist ihr Bezug zur Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft evident. Durch ihre Einflussnahme bestimmen die Stimmrechtsberater unmittelbar, wie der Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft gelöst wird und auf welche Weise die unvollständigen vertraglichen Beziehungen adaptiert werden. Die Einflussnahme ist im Ausgangspunkt wertneutral zu beurteilen. Es muss untersucht werden, wie sich die Einflussnahme konkret darstellt und ob diese einen Teil zur Minimierung der Opportunismusoptionen im Beziehungsgeflecht der Aktiengesellschaft beitragen kann.

Stimmrechtsberater werden als Informationsintermediäre tätig.<sup>237</sup> Für ihre Beschlussempfehlungen sammeln sie öffentlich bekannte und exklusive Informationen. Wird den Beschlussempfehlungen gefolgt, werden diese Informationen durch die Ausübung der im Beschluss mündenden Stimmrechte letztlich Teil der Willensbildung des aktienrechtlichen Organs Hauptversammlung. Ähnlich wie aktivistische Aktionäre tragen die Stimmrechtsberater dazu bei, die Informationsasymmetrie zwischen Verwaltung und Aktionären auszugleichen. Insoweit ist die Aktivität der Stimmrechtsberater als förderlich für eine effektive Corporate Governance Struktur zu bewerten. Weiterhin können die Stimmrechtsberater dazu beitragen, die rationale Apathie der Aktionäre und damit ein zentrales Problem bei Überwachung der Verwaltung zu überwinden. Der Aufwand einer informierten Stimmrechtsausübung wird durch Stimmrechtsberater erheblich reduziert.

---

<sup>235</sup> *Döring*, Börsen-Zeitung v. 10.03.2007, „Die (un)heimliche Macht der Stimmrechtsberater“; siehe auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 83; *Fleischer*, AG 2012, 2 (3).

<sup>236</sup> Siehe hierzu unter D.II.4.

<sup>237</sup> *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 29.

Diesen grundsätzlich positiven Effekten steht allerdings eine Reihe von Bedenken, welche in der Literatur geäußert worden sind, gegenüber. Besonders häufig werden Bedenken hinsichtlich etwaig bestehender Interessenkonflikte geäußert.<sup>238</sup> Solche Interessenkonflikte ergeben sich vor allem daraus, dass neben der Stimmrechtsberatung auch eine Corporate Governance Beratung für die Verwaltung der Gesellschaft angeboten wird. Weiterhin wurde von Emittentenseite die Kritik geäußert, dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater ungenau und fehlerhaft seien.<sup>239</sup> Die Empfehlungen werden nicht individuell auf die einzelnen Portfoliogesellschaften zugeschnitten, sondern es wird nach einem „one-size-fits-all“ Ansatz verfahren.<sup>240</sup>

Diese einzelfallbezogenen Kritikpunkte sind im Vergleich zur größten Gefahr der Stimmrechtsberatung nicht wirklich belegbar und außerdem auch lösbar. Die primären Probleme sind struktureller Natur: Stimmrechtsberater sind bei ihren Beschlussempfehlungen keinem wirtschaftlichen Risiko ausgesetzt.<sup>241</sup> Folglich nehmen sie Einfluss auf den Beschlussinhalt, ihre Entscheidung ist allerdings nicht durch die eine wirtschaftliche Betroffenheit vermittelnde Mitgliedschaft hinterlegt. Insoweit besteht bei Stimmrechtsberatern eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Die sich hieraus allgemein ergebenden Probleme für eine effektive Corporate Governance Struktur der Gesellschaft sind im Verlauf dieser Arbeit näher darzulegen.

Zu beachten ist weiterhin, dass sich auch im Verhältnis zwischen den institutionellen Anleger und den Stimmrechtsberatern die Probleme eines Prinzipal-Agent-Konflikts stellen. Die Folge ist, dass der Stimmrechtsberater etwaig bestehende Opportunismuschancen in diesem Verhältnis bei der Informationsbeschaffung ausnutzen kann. In diesem Fall kommt es zu einer Informationstransformation in den Beschluss, welche nicht oder jedenfalls nicht vollständig den Interessen der institutionellen Anleger und damit der eigentlich wirtschaftlich Betroffenen entspricht. Hierdurch wird die Richtigkeit der verbandsinternen Willensbildung potenziell gefährdet. All diese Probleme werden dadurch verschärft, dass die Stimmrechtsberater mangels Aktionärsstellung nicht der mitgliedschaftlichen Treupflicht unterliegen.<sup>242</sup> Aufgrund der Kombination aus großem Einfluss und mangelnder Verantwortung ist davor gewarnt worden, den

---

<sup>238</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (4); *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (171).

<sup>239</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (4).

<sup>240</sup> *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (171).

<sup>241</sup> *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (171).

<sup>242</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (4).

Aktionären mehr Rechte zuzuschreiben, da dies letztlich nur zu einer weiteren Stärkung der Position der Stimmrechtsberater führen würde.<sup>243</sup>

## **7. Ergebnis zu II.**

### **a) Das Stimmrecht als Mittel zur *ex-post* Adaption des Gesellschaftsvertrags**

Das Stimmrecht ist aus Sicht der Aktionäre das Mittel zur Adaption sowohl des Gesellschaftsvertrags an sich, als auch der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten vertraglichen Beziehungen. In den dargestellten Grenzen der aktienrechtlichen Kompetenzordnung kann der Aktionär durch die Ausübung seines Stimmrechts in proportionalem Umfang zu seiner Mitgliedschaft auf die Ausrichtung der Gesellschaft einwirken. Die durch das Aktienrecht aufgestellten Mehrheitserfordernisse dienen als Filter zur Feststellung der verbandsrechtlichen Relevanz und sorgen somit dafür, dass eine Adaption nur dann vorgenommen wird, wenn sie aus verbandsrechtlicher Sicht den Willen der Eigentümer der Gesellschaft widerspiegelt.

### **b) Das Stimmrecht als Mittel zur Kontrolle der Unternehmensleitung**

Das Stimmrecht ist zentrales Mittel der Aktionäre zur Kontrolle der Unternehmensleitung und damit zur Entspannung des Prinzipal-Agent-Konflikts. Zum einen kann diese Kontrolle durch die Wahrnehmung des Stimmrechts im Rahmen der Abstimmung zu den dargestellten Corporate Governance Instrumenten ausgeübt werden. Andererseits kommt dem Stimmrecht eine institutionelle Kontrollfunktion zu, welche durch den Markt für Unternehmenskontrolle vermittelt wird. Aus dieser Warte erscheint es sachgerecht, auch den Markt für Unternehmenskontrolle als Mittel der internen Corporate Governance der Aktiengesellschaft einzuordnen. Insbesondere Probleme der rationalen Apathie und des Trittbrettfahrertums, die bei näherer Betrachtung Probleme der *agency costs* sind, schwächen die Bedeutung des Stimmrechts als Mittel der Corporate Governance ab.

---

<sup>243</sup> *Fleischer*, AG 2012, 2 (5) unter Verweis auf *Strine*, 119 Harv. L. Rev. (2006), 1759 (1765).

### **III. Aktionäre als optimale Träger des Stimmrechts innerhalb des Verbandes der Aktiengesellschaft**

Vertiefter Aufmerksamkeit soll der Frage gewidmet werden, aus welchem Grund die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und Mitgliedschaft der Aktionäre sinnvoll ist und zu einer ökonomisch optimalen Anreizstruktur führt.

Für die vorliegende Arbeit ist diese Frage von essenzieller Bedeutung. Das Verständnis der Begründung dieser Verknüpfung ist vor allem für die durch das Stimmrecht vermittelte Rolle des Aktionärs innerhalb der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft von herausragender Bedeutung. Auf der so bereiteten Wissensbasis können in der Folge die Probleme erörtert werden, die bei einer Trennung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit eintreten.

#### **1. Begründung für die Stimmrechtsträgerschaft des Aktionärs**

Für die Begründung der Stimmrechtsträgerschaft des Aktionärs in der Aktiengesellschaft kann zwischen einer verfassungsrechtlichen Begründung unter Verweis auf die Eigentumsgarantie gemäß Art. 14 GG und einer ökonomischen Begründung unter der Maßgabe der Aktionäre als Inhaber des Residualanspruchs unterschieden werden. Während es aus verfassungsrechtlicher Warte insbesondere um die Frage geht, aus welchem Grund dem Aktionär das Stimmrecht nicht ohne Weiteres entzogen werden kann, zeigt die ökonomische Betrachtungsweise Gründe für die wirtschaftliche Optimalität dieser Zuweisung auf.

##### **a) Verfassungsrechtliche Begründung: Art. 14 GG**

Schon unter Geltung von Art. 153 WRV wurde eine lediglich auf das Grundeigentum beschränkte körperliche Eigentumsvorstellung abgelehnt und alle vermögenswerten subjektiven Rechte des Privatrechts dem Eigentumsschutz unterstellt.<sup>244</sup> Das Bundesverfassungsgericht hat in einer Reihe von Entscheidungen den Schutzbereich des Art. 14 GG sowohl auf Mitgliedschaftsrechte (vor

---

<sup>244</sup> *Gurlit*, NZG 2009, 601 (602) mit Verweis auf RGZ 107, 78.

allem Leitungsbefugnisse<sup>245</sup>), als auch auf Vermögensrechte erstreckt.<sup>246</sup> Folglich fällt auch das Stimmrecht in den Schutzbereich des Art. 14 GG.<sup>247</sup> Das Bundesverfassungsgericht spricht betreffend das Anteilseigentum von „gesellschaftsrechtlich vermitteltem Eigentum“,<sup>248</sup> was nahe legt, dass Eigentumsobjekt insoweit die Gegenstände des Gesellschaftsvermögens sind.<sup>249</sup> Das Stimmrecht kann als direkter Ausfluss der eigentumsrechtlichen Bestimmungsmacht bezeichnet werden,<sup>250</sup> d. h. als Instrument der Bestimmungsmacht über das gesellschaftsrechtlich vermittelte Eigentum. Im Fall des Anteilseigentums ist diese Bestimmungsmacht einer grundsätzlichen Mediatisierung unterworfen. Diese Erkenntnis kann auch aus den Ausführungen im Mitbestimmungsurteil<sup>251</sup> gewonnen werden, wonach der Aktionär sein Eigentum regelmäßig nicht unmittelbar, sondern nur mittelbar über die verfügungsbefugten Gesellschaftsorgane nutzen kann.<sup>252</sup> Die Einwirkung auf die Gesellschaftsorgane bei operativen Entscheidungen wird durch das Stimmrecht in der Hauptversammlung vorgenommen.

Die tatsächliche Reichweite der gesellschaftsrechtlich mediatisierten Befugnisse der Anteilseigner bei einer Aktiengesellschaft ist grundsätzlich von der Höhe seiner Beteiligung abhängig: Während der Großaktionär in der Regel auch Interesse an der Beeinflussung der Unternehmenssteuerung hat, steht bei einem Kleinanleger regelmäßig das Interesse an der Kapitalbeteiligung im

---

<sup>245</sup> BVerfGE 50, 290 = NJW 1979, 699; BVerfGE 100, 289 = DNotZ 1999, 831 (833) in dieser Entscheidung spricht das Gericht von „mitgliedschaftlichen Herrschaftsrechten“, was jedoch in der Sache keinen Unterschied macht; speziell betreffend den verfassungsrechtlichen Schutz des Stimmrechts durch Art. 14 GG *Kluth*, ZIP 1997, 1217 ff.

<sup>246</sup> *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 6; vgl. auch BVerfGE 14, 263 – Feldmühle; zur Aktie als durch Art. 14 GG geschütztes Vermögensrecht BVerfGE 4, 7 – Investitionshilfe; BVerfG NJW 2001, 279 – Moto Meter; BVerfG NJW 2007, 3268 – Squeeze Out; kritisch zur Entwicklung in der Rechtsprechung vor allem *Emmerich*, AG 1999, 576 („nicht zu bremsender Drang des BVerfG, sich zu allem und jedem zu äußern, mag es dafür zuständig sein oder nicht“).

<sup>247</sup> Vgl. jedoch die abweichende Ansicht bei *Mülbert/Leuschner*, ZHR 170 (2006), 615; *Leuschner*, NJW 2007, 3248 (3249 ff.) die als richtigen Anknüpfungspunkt für die Bestimmung der Auswirkungen des Grundgesetzes auf das Gesellschaftsrecht die aus Art. 2 Abs. 1 GG abzuleitenden verfassungsrechtlichen Grenzen der Privatautonomie sehen. Anders hingegen jetzt *Mülbert*, FS Hopt, 1040 ff.; siehe zum Ganzen auch *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 2 (Fn. 1).

<sup>248</sup> BVerfGE 14 263 (277 ff.) - Feldmühle; 50, 290 (342). Diese Umschreibung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Aktiengesellschaft selbst Eigentümer der Gegenstände des Gesellschaftsvermögens ist. Die Annahme des gesellschaftsrechtlich vermittelten Eigentums stimmt mit der Begründung zum Aktiengesetz von 1965 überein, nach welcher die Aktionäre „wirtschaftlicher Eigentümer“ des durch die Gesellschaft getragenen Unternehmens sind, vgl. *Kropff*, Aktiengesetz 1965, S. 14 f.

<sup>249</sup> *Mülbert/Leuschner*, ZHR 170 (2006), 615 (620).

<sup>250</sup> *Kluth*, ZIP 1997, 1217 (1219).

<sup>251</sup> BVerfGE 50, 290.

<sup>252</sup> Vgl. *Mülbert/Leuschner*, ZHR 170 (2006), 615 (620) unter Verweis auf BVerfGE 50, 290 (342).

Vordergrund.<sup>253</sup> Für die vorliegende Abhandlung ist diese Differenzierung des BVerfG insoweit besonders hervorzuheben, als hierdurch jedenfalls mittelbar auch durch die verfassungsrechtliche Rechtsprechung die Koppelung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit (oder präziser: zwischen Einfluss und Höhe der eigenen Investition) *sub specie* Art. 14 GG anerkannt wird.<sup>254</sup>

Der eigentumsrechtliche Schutz des Stimmrechts knüpft somit an die Aktie an. § 12 Abs. 1 AktG ist Inhaltsbestimmung i. S. v. Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG, durch welche die Aktie im gesetzlichen Normalfall mit einem Stimmrecht ausgestattet ist. Dieses vermittelt dem Aktionär die eigentumsrechtliche Bestimmungsmacht, indem es ihm eine durch die Normen des Gesellschaftsrechts mediatisierte Einwirkungsbefugnis auf die Gegenstände des Gesellschaftsvermögens vermittelt. Folglich lässt sich die Inhaberschaft des Stimmrechts der Aktionäre unter Verweis auf die verfassungsrechtliche Eigentumsgarantie begründen.

#### **b) Ökonomische Begründung: Aktionäre als Inhaber des Residualanspruchs**

Die Frage, wieso den Aktionären der Gesellschaft Stimmrechte zustehen und nicht etwa anderen *stakeholdern* (z.B. Manager, Arbeitnehmer, Fremdkapitalgeber) wird von Ökonomen klassischerweise anhand der durch *Easterbrook* und *Fischel* entwickelten Theorie wie folgt beantwortet<sup>255</sup>:

Die Aktionäre sind Inhaber des Residualanspruchs. Darunter ist zu verstehen, dass die Aktionäre Restbetragsbeteiligte sind, also als Eigenkapitalgeber bei Beendigung der Gesellschaft Anspruch auf den nach Befriedigung aller anderen Anspruchsberechtigten verbleibenden Gewinn haben.<sup>256</sup>

Der Residualanspruch bezieht sich darüber hinaus auch auf die Verteilung des Profits außerhalb der Beendigung der Gesellschaft.<sup>257</sup> Aufgrund dieser Zuordnung des Residualanspruchs sind nach diesem Begründungsansatz die Aktionäre die optimalen Träger des Stimmrechts, denn die durch den Residualanspruch entstehende Anreizstruktur ist zur Adaption des „nach vorne

---

<sup>253</sup> *Gurlit*, NZG 2009, 601 (602); so bereits *BVerfG*, NJW 1962, 1667 (1668); vgl. auch *Schön*, FS Ulmer, 1359, welcher von einer Tendenz der Reduktion der Stellung des Kleinaktionärs von der eines verbandsrechtlichen Mitglieds auf die eines vermögensorientierten Anlegers spricht, die sich aus der Überlagerung des Gesellschaftsrechts durch das Kapitalmarktrecht ergibt.

<sup>254</sup> Bei genauerer Betrachtung erkennt das BVerfG hierdurch eine Abweichung vom Proportionalitätsgrundsatz an.

<sup>255</sup> Grundlegend *Easterbrook/Fischel*, 26 J.L. & Econ. (1983), 395, *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 63 ff.

<sup>256</sup> *Zimmermann*, *Das Aktiendarlehen*, S. 75.

<sup>257</sup> *Hayden/Bodie*, 30 *Cardoza L. Rev.*, 445 (447).

offenen“ Gesellschaftsvertrags<sup>258</sup> prädestiniert.<sup>259</sup> Die anderen *stakeholder* unterscheiden sich nach dieser Ansicht von den Aktionären dadurch, dass sie fest ausgehandelte Ansprüche gegen die Gesellschaft haben und daher Festbetragsbeteiligte sind.<sup>260</sup> Insbesondere werden diese fest ausgehandelten Ansprüche vor der Ausschüttung des Profits an die Aktionäre befriedigt.<sup>261</sup> Konkret argumentieren die Autoren:

*„As residual claimants, shareholders have the appropriate incentives... to make discretionary decisions (...) Those with fixed claims on the income stream may receive only a tiny benefit (in increased security) from the undertakings of a new project. The shareholders receive most of the marginal costs. They therefore have the right incentives to exercise discretion.“*<sup>262</sup>

*Easterbrook* und *Fischel* zufolge soll die prägnanteste Ausnahme vom Aktionärsstimmrecht ihre Ansicht stützen: In der Insolvenz der Gesellschaft verlagert sich das Stimmrecht auf die Gläubiger der Gesellschaft, denn diese sind bis zur vollständigen Erfüllung ihrer Ansprüche von den Folgen einer bestimmten Entscheidung betroffen und müssen die daraus resultierenden Risiken tragen.<sup>263</sup> Bei näherer Betrachtung sind die durch *Easterbrook* und *Fischel* entwickelten Grundsätze die Übertragung eines übergeordneten Konzepts, welches allgemein für jede Form der Abstimmung hinsichtlich der Zuordnung der Stimmrechte Geltung beanspruchen kann: Das Stimmrecht folgt der Betroffenheit durch die Abstimmung.<sup>264</sup> So war beispielsweise in den USA Anfang des 19. Jahrhunderts bei politischen Abstimmungen eine Verteilung der Stimmrechte proportional nach der Größe des Grundbesitzes des jeweiligen Bürgers üblich.<sup>265</sup> Der entsprechende Grundbesitz wurde als hinreichend valider Maßstab für die Betroffenheit des jeweils Abstimmenden angesehen. Die ökonomische Betroffenheit wiederum wurde als entsprechender Gradmesser für das Interesse am Ausgang der Wahl gesehen. Einer ähnlichen Struktur folgen die Begründungen für das aktive Wahlrecht bei politischen Abstimmungen, bei welchen dieses an den

<sup>258</sup> Siehe hierzu oben unter D.II.4.a).

<sup>259</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 J. L. & Econ. (1983), 395 (401).

<sup>260</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 76.

<sup>261</sup> *Hayden/Bodie*, 30 Cardozo L. Rev., 445 (447).

<sup>262</sup> *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 68.

<sup>263</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 76.

<sup>264</sup> *Hayden/Bodie*, 30 Cardozo L. Rev., 445 (452).

<sup>265</sup> *Hayden/Bodie*, 30 Cardozo L. Rev., 445 (454).

Wohnsitz des Wahlberechtigten geknüpft wird. Gemäß Art. 17 der bayrischen Gemeindeordnung steht beispielsweise nur den Gemeindebürgern das Wahlrecht für den Gemeinderat zu. Spiegelbildlich hierzu ist die politische Macht des Gemeinderats auf das Gemeindegebiet begrenzt. Auch hier wird das oben aufgezeigte Konzept deutlich, das Wahlrecht folgt der Betroffenheit aus der Wahl.

Die beiden Beispiele zeigen jedoch ein weiteres übergeordnetes Konzept auf. Die individuelle Betroffenheit des Abstimmungs-/Wahlberechtigten kann nicht für jeden Einzelfall genau gemessen oder durch eine Befragung bestimmt werden. Demnach ist es erforderlich, verallgemeinerungsfähige stellvertretende Kriterien für die Betroffenheit aufzustellen.<sup>266</sup> In den aufgezeigten Beispielen sind diese stellvertretenden Kriterien Größe des Grundbesitzes und Wohnort. Im Modell von *Easterbrook* und *Fischel* ist das stellvertretende Kriterium für die Betroffenheit die aus der Mitgliedschaft folgende Inhaberschaft eines entsprechenden Anteils am Residualanspruch.

### c) Homogenität der Aktionärsinteressen

Das zweite Argument, welches nach dem klassischen Begründungsansatz dafür spricht, das Stimmrecht lediglich den Aktionären zuzuweisen, ist, dass die Aktionäre die homogenste Gruppe verglichen mit den anderen Anspruchsberechtigten bilden, da sie alle eine Maximierung des *shareholder values* anstreben.<sup>267</sup> Weil den Aktionären der Residualanspruch zusteht, verfolgen sie das gemeinsame Ziel, den Residualwert der Gesellschaft zu erhöhen.<sup>268</sup>

### d) Kritik an der Prämisse der Aktionäre als Inhaber des Residualanspruchs

Gegen die durch *Easterbrook* und *Fischel* aufgestellte Theorie sind im Laufe der Zeit kritische Stimmen laut geworden. Kritisiert werden kann, dass auch andere *stakeholder* ein Interesse am Residualanspruch haben können, welches nicht durch ihre festen vertraglichen Ansprüche abgesichert wird. Als Beispiel hierfür können Arbeitnehmer mit firmenspezifischen Fähigkeiten genannt werden, denn diesen steht kein Markt zur Verfügung, auf welchem sie den vollen Wert

---

<sup>266</sup> *Hayden/Bodie*, 30 *Cardoza L. Rev.*, 445 (456, 460).

<sup>267</sup> *Zimmermann*, *Das Aktiendarlehen*, S. 78.

<sup>268</sup> *Hayden/Bodie*, 30 *Cardoza L. Rev.*, 445 (448).

ihrer firmenspezifischen Fähigkeiten realisieren können.<sup>269</sup> Diese Arbeitnehmer haben ein Interesse am Überleben der Gesellschaft, welches das gleich gerichtete Interesse der anderen Arbeitnehmer übersteigt. Bei einem neuen Arbeitgeber können sie ihre Fähigkeiten in der Regel lediglich unter Inkaufnahme eines entsprechenden Lohnabschlags einbringen. Hierdurch wird deutlich, dass sie ein Interesse haben, welches nicht vollständig durch die eigene Lohnforderung abgegolten wird. Es besteht vielmehr ein darüber hinausgehendes Interesse, welches mittelbar durch eine Erhöhung des Residualanspruchs befriedigt werden kann, denn je höher der Residualwert der Gesellschaft, desto geringer die Gefahr einer Insolvenz durch Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit und folglich auch die Gefahr einer betriebsbedingten Kündigung der spezifisch investierten Arbeitnehmer.

Versteht man die Inhaberschaft am Residualanspruch in einem abstrakteren Sinn, so kommen darüber hinaus andere Anspruchsberechtigte als Inhaber in Betracht.<sup>270</sup> Diese Anspruchsinhaber profitieren jedenfalls faktisch vom Erfolg des Unternehmens.<sup>271</sup> Arbeitnehmer würden beispielsweise durch Gehaltserhöhungen und größerer Arbeitsplatzsicherheit von diesem Erfolg profitieren, Fremdkapitalgeber durch größere Sicherheit.<sup>272</sup> Dieser Kritik kann allerdings entgegengehalten werden, dass sie nur die Begrifflichkeit des Residualanspruchs erweitert. Dass dadurch letztlich auch der Kreis der Anspruchsberechtigten erweitert wird, verwundert nicht. Im Ergebnis werden nur die Parameter im System von *Easterbrook* und *Fischel* verändert, was somit zu abweichenden Ergebnissen, nicht aber zu einem Zugewinn an Erkenntnis führt. Eine Änderung der Parameter führt in einem System zumeist zu abweichenden Ergebnissen.

Weiterer Kritikpunkt an der Inhaberschaft des Residualanspruchs als Begründung für die Stimmrechtsträgerschaft ist, dass ihr eine gewisse Zirkularität innewohnt. Bei genauer Betrachtung muss sich nun die Frage gestellt werden, wem der Residualanspruch zustehen soll. Nur wenn weitere Argumente dafür angeführt werden, dass gerade die Aktionäre Inhaber des Residualanspruchs sein müssen, ist tatsächlich etwas hinzugewonnen.<sup>273</sup>

---

<sup>269</sup> *Hayden/Bodie*, 51 Wm. & Mary L. Rev. (2010), 2071 (2084); siehe allgemein zum Problem transaktionsspezifischen Investitionen oben unter D.I.2.b)aa). Bei Arbeitnehmern entsteht der „Locking-in-Effekt“ in besonders anschaulicher Weise.

<sup>270</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 80.

<sup>271</sup> *Stout*, 75 S. Cal. L. Rev. (2002), 1189, 1194 f.; *ders.*, 93 Va. L. Rev. (2007), 789 (804 f.).

<sup>272</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 80.

<sup>273</sup> *Hayden/Bodie*, 51 Wm. & Mary L. Rev. (2010), 2071 (2084).

Namentlich *Stout* kritisiert, dass die Aktionäre im Ergebnis nur in einer Situation tatsächlich als Inhaber des Residualanspruchs angesehen werden können, nämlich in der Insolvenz der Gesellschaft.<sup>274</sup> *Stout* argumentiert, dass außerhalb eines Insolvenzzenarios die Annahme, dass die Aktionäre der Gesellschaft davon ausgehen würden, den kompletten Überschuss, welcher nach der Befriedigung der Ansprüche sämtlicher Festbetragsbeteiligter übrig bleibt, zu erhalten, nicht zuträfe.<sup>275</sup> Vielmehr müssten zwei Voraussetzungen dafür erfüllt sein, dass die Aktionäre Zahlungen von der Gesellschaft erhalten: Erstens müsste es der Gesellschaft wirtschaftlich gut genug gehen, dass überhaupt eine Dividende gezahlt werden kann, zweites müssten die *directors* beschließen, dass eine Dividende gezahlt wird.<sup>276</sup> Nach der Argumentation von *Stout* haben die *directors* einen erheblichen Einfluss darauf, ob der Gesellschaft genug Mittel für die Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung stehen. Denn sie können die Mittel der Gesellschaft vorab für andere Dinge verwenden, beispielsweise für Forschung und Entwicklung, Akquisitionen oder für andere die Gewinne der Aktionäre mindernde Projekte.

Dieser Gedanke lässt sich auf die Systematik der Kompetenzverteilung des deutschen Aktienrechts übertragen. Zwar entscheidet über die Verwendung eines Bilanzgewinns, soweit der Jahresabschluss einen solchen aufweist, zwingend (vgl. § 119 Abs. 1 Nr. 2 AktG) die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft.<sup>277</sup> Eine Kompetenzübertragung durch einen Beschluss der Hauptversammlung oder durch die Satzung an ein anderes Organ oder gar an eine außenstehende Stelle ist nicht möglich.<sup>278</sup> Allerdings kann die Hauptversammlung *nur* über den Bilanzgewinn entscheiden.<sup>279</sup> Dieser ergibt sich aus dem festgestellten Jahresabschluss, an welchen die Hauptversammlung gemäß § 174 Abs. 1 S. 2 AktG gebunden ist. Den Bilanzgewinn kann der Vorstand auf unterschiedliche Art und Weise beeinflussen: Zum einen kann er durch die Ausfüllung seiner Leitungsaufgabe gemäß § 76 Abs. 1 AktG bestimmte Handlungen vornehmen, welche den Bilanzgewinn schmälern, wie beispielsweise den Kauf eines anderen Unternehmens. Außerdem kann die Verwaltung, wenn sie den Jahresabschluss feststellt, einen Betrag bis zur

---

<sup>274</sup> *Stout*, 75 S. Cal. L. Rev. (2002), 1189 (1193 f.), jedoch in Zusammenhang mit der Begründung der Ausrichtung der Gesellschaft am Grundsatz der *shareholder primacy* durch das *residual claimants* Argument. Dieser Ansatz kann jedoch auch auf die vorliegende Problemstellung übertragen werden.

<sup>275</sup> *Hayden/Bodie*, 51 Wm. & Mary L. Rev. (2010), 2071 (2084).

<sup>276</sup> *Stout*, 75 S. Cal. L. Rev. (2002), 1189, (1194).

<sup>277</sup> MüKoAktG/*Hennrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 4; K. Schmidt/Lutter/*Drygala*, AktG, § 174 Rn. 3; Grigoleit/*Grigoleit/Zellner*, AktG, § 174 Rn. 2.

<sup>278</sup> MüKoAktG/*Hennrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 4.

<sup>279</sup> OLG Stuttgart AG 2006, 340 (342 f.).

Hälfte des Jahresüberschusses gemäß § 58 Abs. 2 AktG in die Gewinnrücklagen der Gesellschaft einstellen.<sup>280</sup> Hierdurch wird deutlich, dass die Exspektanz der Aktionäre der Gesellschaft auf den Residualanspruch nach der Kompetenzverteilung des deutschen Aktienrechts keineswegs sicher ist, sondern vielmehr zu großen Teilen vom Verhalten des Vorstandes abhängt.

Überträgt man den Gedanken, dass lediglich in der Insolvenz der Gesellschaft tatsächlich die Aktionäre Inhaber des Residualanspruchs sind, auf die Begründung der Inhaberschaft des Stimmrechts, so ergibt sich unter Berücksichtigung des deutschen Insolvenzrechts ein schwer zu erklärendes Bild. In der Insolvenz der Gesellschaft verlieren die Aktionäre ihr Stimmrecht. Gemäß § 80 InsO geht durch die Eröffnung des Insolvenzverfahrens das Recht zur Verfügung über das zur Insolvenzmasse gehörende Vermögen auf den Insolvenzverwalter über, welcher auf die Interessen der Insolvenzgläubiger verpflichtet ist. Wenn es allerdings in der einzigen Situation, in welcher die Aktionäre tatsächlich als Inhaber des Residualanspruchs angesehen werden können, als sinnvoll erachtet wird, ihnen das Stimmrecht zu entziehen, so ist es widersprüchlich, die Stimmrechtsträgerschaft gerade durch die Inhaberschaft des Residualanspruchs zu begründen.<sup>281</sup> Das Kriterium versagt anders gewendet in der Extremsituation der Insolvenz.

Kritisiert werden kann an der durch *Strout* eingeführten Argumentation, dass der Residualanspruch in der Insolvenz weniger streng begrifflich, sondern vielmehr orientiert an den tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnissen verstanden werden muss. In der Insolvenz der Gesellschaft werden deren Aktionäre oftmals keinen Liquidationserlös erhalten. Die Gläubiger der Gesellschaft werden dagegen an der Verteilung der Insolvenzmasse quotaal beteiligt. Anders gewendet werden sie von ursprünglich aufgrund ihrer vertraglichen Vereinbarung Festbetragsbeteiligten zu Beteiligten mit einem variablen Anspruch, welcher sich bei einer Mehrung der Insolvenzmasse quotaal erhöht. Hierdurch haben sie letztlich bei einer ökonomischen Betrachtung den Residualanspruch inne, denn sie sind *faktisch* Letztbeteiligte.<sup>282</sup> Der Entzug des Stimmrechts ist aus dieser Warte nur folgerichtig, da die Aktionäre der Gesellschaft in der Regel gar keinen Liquidationserlös mehr

---

<sup>280</sup> MüKoAktG/*Hennrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 8.

<sup>281</sup> Die Sondersituation der Beteiligung der Gesellschafter am Insolvenzplanverfahren gemäß § 217 S. 2 InsO, in welchem grds. dieselben Regelungen wie im Gesellschaftsvertrag getroffen werden können (vgl. § 225a Abs. 3 InsO), sowie ein in diesem Zusammenhang bestehendes Stimmrecht im durch § 238a InsO gewährten Umfang, soll vorliegend außer Betracht bleiben. Vgl. hierzu ausführlich *K. Schmidt*, BB 2011, 1603 (1607 f.).

<sup>282</sup> Zu den Gläubigern als Träger des Residualinteresses der insolventen Gesellschaft *Klöhn/Klöhn*, MAR, Art. 7, Rn. 432; *ders.*, ZGR 2008, 110 (136).

erzielen werden, geht von einem solchen auch keine programmierende Wirkung hinsichtlich einer überschussmaximierenden Ausübung des Stimmrechts mehr aus.

Aus der speziellen Situation der Insolvenz der Gesellschaft Erkenntnisse für die werbende Gesellschaft außerhalb einer Insolvenz zu ziehen, ist letztlich nicht vollends überzeugend.

## **2. Ergebnis zu III.**

Trotz der aufgezeigten Bedenken gegen die Stimmrechtsträgerschaft des Aktionärs erscheint dieser als optimalster Stimmrechtsträger innerhalb der Organisationsstruktur der Gesellschaft. Vor allem ist keine andere Gruppe von *stakeholdern* ersichtlich, die hierfür geeigneter wäre. Die Zuweisung an die Aktionäre ist aufgrund der anreizstrukturierenden Wirkung des Residualanspruchs ökonomisch sinnvoll und *sub specie* Art. 14 GG verfassungsrechtlich geboten. Für die Rolle des Aktionärs in der Corporate Governance Struktur der Gesellschaft kann aus der Begründung für die Zuweisung des Stimmrechts Entscheidendes abgeleitet werden. Die durch den Residualanspruch vermittelte Selbstbetroffenheit wirkt bei der Adaption der unvollständigen langfristigen durch den Gesellschaftsvertrag geregelten vertraglichen Beziehungen als Komponente des Rechtsschutzes. Wie aufgezeigt entsprechen die Opportunismusrisiken einer Gruppe von *stakeholdern* den Opportunismuschancen einer jeweils anderen Gruppe. Dies gilt in verstärktem Maße auch innerhalb einer Gruppe von *stakeholdern*, wenn und soweit diese auf die Interessen der anderen Gruppenmitglieder einwirken können. In der Gruppe der Aktionäre ist dies der Fall, da durch eine Teilnahme an einem Hauptversammlungsbeschluss und dessen Umsetzung durch die Verwaltung der Gesellschaft in die rechtlichen und vermögensmäßigen Belange der Mitaktionäre eingegriffen wird. In diesem Zusammenhang wird die Rechtsschutzfunktion der Selbstbetroffenheit durch die Inhaberschaft des Residualanspruchs evident: Ein Aktionär kann die Interessen seiner Mitaktionäre zwar beeinflussen, allerdings trifft ihn seine Entscheidung auch selbst. Hierdurch etabliert die Selbstbetroffenheit eine kostenverursachende Wirkung und damit einen Rechtsschutz innerhalb der Gruppe der Aktionäre. Die Selbstbetroffenheit kann, jedenfalls unter der Prämisse einer grundsätzlichen Interessengleichrichtung zwischen den Aktionären, den Erwartungswert eines opportunistischen Verhaltens gegenüber den anderen Anteilseignern senken.

#### IV. Wirtschaftliche Betroffenheit

Eine Untersuchung der aus der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit resultierenden Probleme hinsichtlich einer effektiven Corporate Governance Struktur erfordert zwangsläufig eine Definition des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit. Dieser Begriff könnte den insbesondere im Modell von *Easterbrook* und *Fischel* verwendeten Bezugspunkt des Residualanspruchs übersteigen. Auch wird der Residualanspruchs von unterschiedlichen Autoren auf unterschiedliche Art und Weise interpretiert, eine einheitliche Verwendung ist nicht ersichtlich.<sup>283</sup> Hinzu kommt, dass der Begriff im deutschen Aktiengesetz an keiner Stelle verwendet wird, weshalb durch seine Verwendung eine gewisse Unschärfe in die Arbeit eingeführt werden würde.

Aus diesen Gründen gilt es, eine eigene Definition des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit, sowie der hiervon erfassten Elemente, festzulegen. Hierbei sind zunächst alle ökonomischen Chancen und Risiken einzubeziehen, welche die Stellung als Aktionär einer Aktiengesellschaft mit sich bringt. Es bietet sich an, nicht einfach ein „Paket“ von Chancen und Risiken zusammenzustellen, sondern nach Wertungen zu suchen, die in diesem Zusammenhang durch Gesetzgebung und Rechtsprechung aufgestellt worden sind. Der Begriff „für Rechnung halten“, welcher im Aktien- und Übernahmerecht<sup>284</sup> an mehreren Stellen verwendet wird, soll Ausgangspunkt der Überlegungen sein.

„Für Rechnung“ bedeutet nach allgemeinem Sprachgebrauch auf Kosten und weist damit einen unmittelbaren Vermögensbezug auf.<sup>285</sup> In Übereinstimmung hiermit wird im Rahmen der Stimmrechtszurechnung bei der Entscheidung über die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots gemäß § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG ein Halten für Rechnung eines Bieters angenommen, wenn der Dritte die aus den Aktien folgenden wirtschaftlichen Chancen und Risiken trägt.<sup>286</sup> Zu den

---

<sup>283</sup> Insbesondere ist nicht klar, ob der Residualanspruch nur den Teil erfasst, der bei einer Abwicklung der Gesellschaft auf den einzelnen Aktionär entfällt (so *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 75), oder ob auch eine Verteilung des Restbetrags während des werbenden Betriebs erfasst ist und es damit letztlich auf die Verteilung der Dividende ankommt (so *Hayden/Bodie*, 30 *Cardoza L. Rev.*, 445 (447)).

<sup>284</sup> Auch außerhalb des Aktien- und Übernahmerechts wird der Begriff an unterschiedlichen Stellen im Gesetz verwendet, so beispielsweise in § 783 Hs. 2 BGB, § 383 HGB, § 38 Abs. 3 S. 1 EStG oder § 5 Abs. 1 Nr. 6 UmwG, vgl. zu dieser Aufzählung *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, S. 5.

<sup>285</sup> *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, S. 7.

<sup>286</sup> MüKoAktG/*Wackerbarth*, WpÜG, § 30 Rn. 21.

Chancen und Risiken sind etwa die Veränderung des Börsenkurses, die Chancen einer Dividendenzahlung und das Insolvenzrisiko der Gesellschaft zu zählen.<sup>287</sup>

Zur Definition der wirtschaftlichen Betroffenheit sollen zunächst die mit dem Aktieneigentum verbundenen wirtschaftlichen Folgen unterteilt nach den einzelnen Phasen der Beteiligung<sup>288</sup> dargestellt werden. Sodann soll ein Filterkriterium zur Abgrenzung der für die vorliegende Arbeit maßgeblichen Folgen eingeführt und die einzelnen wirtschaftlichen Folgen daran getestet werden.

## 1. Anteilserwerb

Bereits durch den Erwerb der Aktie entstehen wirtschaftliche Folgen. Die Erlangung des Eigentums an den Aktien führt zu einem Vermögenszuwachs. Diesem steht ein Vermögensabfluss in Form des durch den neu eintretenden Aktionär zu entrichtenden Erwerbspreises gegenüber. Der Erwerbspreis muss gegebenenfalls finanziert und die Finanzierung in der Folge abgesichert werden.<sup>289</sup> Bereits vor dem Anteilserwerb trägt der zukünftige Aktionär ein gewisses Risiko. Er muss abschätzen, zu welchem Erwerbszeitpunkt ein Anteilserwerb wirtschaftlich sinnvoll ist. Diese Entscheidung hat unmittelbare Auswirkungen auf den oben dargelegten Vermögensabfluss und kann mitunter gravierende Unterschiede zur Folge haben. Damit trägt der Aktionär bereits vor dem Eintritt in die Aktionärsstellung das Risiko, zu einem wirtschaftlich ungünstigen Zeitpunkt investiert zu haben (im Folgenden „Investitionszeitpunkttrisiko“). Denkbar ist beispielsweise, dass unmittelbar nach dem Erwerb negative Informationen über die betreffende Aktiengesellschaft bekannt werden und in der Folge der Wert der Anteile erheblich sinkt.

Ein weiteres Risiko, welches in Verbindung mit dem Erwerb der Aktien zu nennen ist, ist das Auswahlrisiko. Der zukünftige Aktionär der Gesellschaft hat bei seiner Investitionsentscheidung die Auswahl zwischen den Aktien einer Vielzahl verschiedener Emittenten. Ebenso wie bei der Auswahl des richtigen Zeitpunkts des Anteilserwerbs sind auch bei der Auswahl der aus Sicht des Anlegers richtigen Aktien die handlungsleitenden Motive sehr breit gestreut. Diese reichen von der Investition aufgrund von persönlicher Verbundenheit (bspw. ehemaliger Arbeitgeber, regionales Unternehmen) bis hin zu solchen Motiven, die sich mit denjenigen für die Auswahl des

---

<sup>287</sup> MüKoAktG/Wackerbarth, WpÜG, § 30 Rn. 21; BGH NZG 2014, 985 Rn. 49 („Postbank“).

<sup>288</sup> Diese Einteilung, sowie einige der einzelnen Elemente, gehen zurück auf *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, S. 8 und wurden aufgrund der zentralen Bedeutung für die vorliegende Arbeit entsprechend aufbereitet und ausgeführt. Das gedankliche Gerüst ist allerdings *Vedder* zuzuschreiben.

<sup>289</sup> *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, S. 8.

Erwerbszeitpunktes weitgehend decken.<sup>290</sup> Damit trägt ein zukünftiger Aktionär bereits vor dem Eintritt in die Aktionärsstellung das Auswahlrisiko. Freilich hängt dieses unmittelbar mit dem Investitionszeitpunktisiko zusammen. Diese beiden Elemente können als das Risiko, zum falschen Zeitpunkt in die falsche Aktie zu investieren, umschrieben werden und sollen im Folgenden unter dem Begriff des „vormitgliedschaftlichen Risikos“ zusammenfassend behandelt werden.

## 2. Innehaben der Aktien

Des Weiteren vermittelt das Innehaben der Aktionärsstellung wirtschaftliche Folgen, welche jedenfalls begrifflich in den Bereich der wirtschaftlichen Betroffenheit des Aktionärs fallen. Für die vorliegenden Ausführungen sind diese von besonderem Interesse.

### a) Dividendenzahlungen

Erhaltene Dividenden bewirken einen Vermögenszuwachs,<sup>291</sup> welcher als wirtschaftliche Betroffenheit im positiven Sinn zu verstehen ist. Der Anspruch auf Dividende wird als wichtigstes Vermögensrecht des Aktionärs bezeichnet.<sup>292</sup> Der allgemeine mitgliedschaftliche Anspruch entsteht, sofern er nicht durch die Satzung ausgeschlossen ist, mit der Mitgliedschaft und ist untrennbar mit dieser verbunden.<sup>293</sup> Das Entstehen des Dividendenanspruchs (§§ 58 Abs. 4, 60 AktG) wird im deutschen Aktienrecht durch ein zweistufiges Verfahren geregelt. Der in § 58 Abs. 4 AktG geregelte Anspruch auf den Bilanzgewinn richtet sich zunächst nicht auf Zahlung, sondern auf die Herbeiführung des in § 174 AktG geregelten Gewinnverwendungsbeschlusses gegen die Gesellschaft.<sup>294</sup> Die Herbeiführung ist nach Ablauf der Frist des § 175 Abs. 1 S. 2 AktG einklagbar und kann bei einem obsiegenden Urteil nach § 888 ZPO (Zwangsgeld gegen die

---

<sup>290</sup> Vor allem bei einem *Arbitrageur* werden sich die Motive für die Auswahl des Emittenten und des Anlagezeitpunkts oftmals decken, da dieser seine Investitionsentscheidung lediglich anhand von Informationen trifft.

<sup>291</sup> *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, S. 8.

<sup>292</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala* AktG, § 58 Rn. 112; differenzierend nach unterschiedlichen Arten von Anlegern *Schüppen*, FS Röhrich, 571; dies bezweifelnd hingegen MüKoAktG/*Bayer* AktG, § 58 Rn. 96, welcher darauf hinweist, dass § 58 Abs. 1 und 2 rechtspolitisch umstritten sind.

<sup>293</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala* AktG, § 58 Rn. 112; MüKoAktG/*Bayer* AktG, § 58 Rn. 98; Hüffer/*Koch* AktG, § 58 Rn. 26;

<sup>294</sup> *Langenbucher* Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 31; MüKoAktG/*Bayer* AktG, § 58 Rn. 99; Hüffer/*Koch* AktG, § 58 Rn. 26; teilweise abweichend *Schüppen*, FS Röhrich, 571 (575 ff.).

Organe<sup>295</sup>) vollstreckt werden.<sup>296</sup> Gemäß § 174 AktG liegt die Zuständigkeit für die Verwendung des Bilanzgewinns zwingend (§ 23 Abs. 5 S. 1 AktG) bei der Hauptversammlung, wodurch die Kompetenzzuweisung gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 2 AktG bestätigt wird.<sup>297</sup> Bei ihrem Gewinnverwendungsbeschluss gemäß § 174 AktG ist die Hauptversammlung an den durch Vorstand und Aufsichtsrat (bzw. in den Fällen des § 173 AktG durch die Hauptversammlung) festgestellten Jahresabschluss gebunden, vgl. § 174 Abs. 1 S. 2 AktG.<sup>298</sup> Folge des Gewinnverwendungsbeschlusses ist, dass ein konkreter Zahlungsanspruch auf Leistung einer Dividende in bestimmter Höhe entsteht, welcher als Gläubigerrecht anzusehen ist und aus diesem Grund auch nicht mehr dem Abspaltungsverbot unterliegt.<sup>299</sup> Die Verteilung richtet sich hierbei nach dem Verteilungsschlüssel des § 60 AktG.

Aufgrund des aufgezeigten Verfahrens wird deutlich, dass der Anspruch des Aktionärs auf Zahlung einer Dividende diversen Schwankungen unterliegen kann und keineswegs von vornherein feststeht. Zunächst einmal setzt der Anspruch überhaupt einen Bilanzgewinn voraus.<sup>300</sup> Ein solcher muss im operativen Geschäft der Aktiengesellschaft zunächst erwirtschaftet werden. Außerdem können Vorstand und Aufsichtsrat einen Teil des Jahresüberschusses, höchstens jedoch die Hälfte, in „andere Gewinnrücklagen“ einstellen, vgl. § 58 Abs. 2 S. 1 AktG.<sup>301</sup> Diese Ermächtigung hat einen Ermessensspielraum der Verwaltung zur Folge, welcher ebenfalls einen entscheidenden Einfluss auf die konkrete Höhe des Dividendenanspruchs hat. Hinzu kommt, dass die Hauptversammlung in ihrem Beschluss über die Verwendung des Bilanzgewinns (vgl. § 174 AktG) weitere Beträge in Gewinnrücklagen einstellen oder als Gewinn vortragen kann.<sup>302</sup>

<sup>295</sup> Vgl. *Schüppen*, FS Röhricht, 571 (572).

<sup>296</sup> Hüffer/*Koch*, AktG, § 58 Rn. 26; MüKoAktG/*Wackerbarth*, AktG, § 58 Rn. 99; Kölner Komm AktG/*Drygala* AktG, § 58 Rn. 127; K. Schmidt/*Lutter/Fleischer*, AktG, § 58 Rn. 44.

<sup>297</sup> Hüffer/*Koch*, AktG, § 174 Rn. 2; MüKoAktG/*Hennrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 4; Henssler/*Strohn* GesR/*Vetter*, AktG, § 174 Rn. 2; Spindler/*Stilz/Euler/Klein*, AktG, § 174 Rn. 7; Kölner Komm AktG/*Ekkenga* AktG, § 174 Rn. 6.

<sup>298</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 58 Rn. 9; MüKoAktG/*Hennrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 8; Grigoleit/*Grigoleit/Zellner*, AktG, § 174 Rn. 2; Hölters/*Waclawik*, AktG, § 174 Rn. 4.

<sup>299</sup> BGHZ 23, 150, 154; BGHZ 65, 230, 234; BGHZ 137, 378, 381; OLG München WM 2015, 335; Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 58 Rn. 112, 132 ff.; MüKoAktG/*Hennrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 43; *Haertlein*, ZHR 168 (2004), 437 (438); *Schüppen*, FS Röhricht, 571 ff.; Hüffer/*Koch*, AktG, § 58 Rn. 28; MüKoAktG/*Bayer*, AktG, § 58 Rn. 103; Spindler/*Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 58 Rn. 94; Grigoleit/*Grigoleit/Zellner*, AktG, § 58 Rn. 33; Hölters/*Waclawik*, AktG, § 58 Rn. 29.

<sup>300</sup> RGZ 14, 170.

<sup>301</sup> Siehe hierzu *Baums*, FS K. Schmidt, 57. *Baums* geht im Rahmen des Beitrags auch auf die rechtlichen Grenzen, in welchen sich Vorstand und Aufsichtsrat hierbei bewegen müssen, ein (vgl. S. 58 ff.); MüKoAktG/*Bayer*, AktG § 58 Rn. 38 ff.; Hölters/*Waclawik*, AktG, § 58 Rn. 10 ff.

<sup>302</sup> *Baums*, FS K. Schmidt, 57 f.

## b) Bezugsrechte

Ein weiteres Element, das potenziell unter den vorliegend zu definierenden Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit zu fassen ist, sind dem Aktionär während der Zeit seiner Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft gewährte Bezugsrechte. Das Bezugsrecht des Aktionärs ist in § 186 AktG geregelt. Aufgrund seiner herausragenden Bedeutung wird das bereits im HGB von 1897 gesetzlich verankerte Bezugsrecht<sup>303</sup> als „mitgliedschaftliches Grundrecht“ bezeichnet und als solches auch von Art. 14 GG geschützt.<sup>304</sup> Das Bezugsrecht ist vor allem aufgrund seines unmittelbaren Bezugs zur Stimmrechtsmacht des Aktionärs von besonderer Bedeutung. Denn aufgrund des durch § 134 Abs. 1 S. 1 AktG hergestellten Zusammenhangs zwischen Einfluss und Beteiligung am Grundkapital bedeutet jede effektive Erhöhung des Grundkapitals potenziell eine Machtverschiebung.<sup>305</sup> Insbesondere zwei Effekte sind aus Sicht der Altaktionäre in Folge einer Kapitalerhöhung gemäß § 182 AktG problematisch: Sofern die Altaktionäre die neu ausgegebenen Aktien nicht vollständig übernehmen können oder sollen, vermindert sich die Höhe der mit den bisherigen Aktien verbundenen Beteiligung an der Gesellschaft verhältnismäßig (Beteiligungsminderungseffekt).<sup>306</sup> Wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien unter dem aktuellen Marktwert liegt (was den Regelfall darstellt), droht außerdem ein Wertverlust der alten Aktien (Verwässerungseffekt).<sup>307</sup> Auch ergeben sich Verschlechterungen bei der Gewinn- und Liquidationsverteilung (§§ 60 Abs. 1, 271 AktG).<sup>308</sup>

Diese aus Sicht der Altaktionäre nachteiligen Effekte sollen nach der gesetzgeberischen Konzeption durch das Bezugsrecht gemäß § 186 AktG ausgeglichen werden. Die Vorschrift gewährt Aktionären das subjektive Recht, bei Kapitalerhöhungen junge Aktien in einem Umfang

<sup>303</sup> Heinsius, FS Kellermann, 115 (118); Groß, AG 1993, 449.

<sup>304</sup> Zöllner, AG 2002, 585; GroßKomm AktG/Wiedemann, § 186 Rn. 13, 56; Bürgers/Körper/Marsch-Barner, AktG, § 186 Rn. 20; Kölner Komm AktG/Ekkenga, AktG, § 186 Rn. 60; Spindler/Stilz/Servatius, AktG, § 186 Rn. 42; BVerfGE 14 263 (278) (Feldmühle); BVerfG, NJW 1999, 3769 (3770); vgl. auch Begr. RegE § 203, Kropff, Aktiengesetz, S. 305 „eines der wichtigsten Mitgliedschaftsrechte“.

<sup>305</sup> Hölters/Apfelbacher/Niggemann, AktG, Vorbemerkung zu § 182 Rn. 23.

<sup>306</sup> MüKoAktG/Schürnbrand, AktG, § 182 Rn. 3; kritisch im Hinblick auf Kleinstaktionäre: Groß, AG 1993, 449 f.; differenzierend: Kölner Komm AktG/Ekkenga, AktG, § 186 Rn. 61.

<sup>307</sup> MüKoAktG/Schürnbrand, AktG, § 182 Rn. 3; Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 2; Heinsius, FS Kellermann, 115 (117); kritisch Groß, AG 1993, 449 (453); Kölner Komm AktG/Ekkenga, AktG, § 186 Rn. 2 auch mit dem Hinweis, dass sich durch die Ausgabe der jungen Aktien das Angebot auf dem Markt erhöht, was in der Regel zum Absinken des Kurses führt.

<sup>308</sup> Hüffer/Koch AktG, § 186 Rn. 2; Heinsius, FS Kellermann, 115 (118); Kölner Komm AktG/Ekkenga, AktG, § 186 Rn. 61.

entsprechend ihrer bisherigen Beteiligung am Grundkapital zu erhalten.<sup>309</sup> Hierdurch wird verhindert, dass der Anteil des einzelnen Aktionärs am Grundkapital prozentual sinkt und seine Stimmkraft gemäß § 134 Abs. 1 S. 1 AktG reduziert wird.<sup>310</sup> Das Bezugsrecht nimmt den Altaktionären jedoch nicht das Risiko, dass sich die Zeichnung der jungen Aktien als Fehlinvestition darstellt.<sup>311</sup> Insofern stellen sich bei der Entscheidung über die Ausübung des Bezugsrechts ganz ähnliche Probleme und Risiken, wie bei der Entscheidung zur erstmaligen Investition in die Aktiengesellschaft.<sup>312</sup> Streng zu unterscheiden ist zwischen dem konkreten Bezugsrechtsanspruch, welcher darauf gerichtet ist, an einer beschlossenen Kapitalerhöhung durch die Zuteilung neuer Aktien beteiligt zu werden, und dem allgemeinen<sup>313</sup>, aus der Mitgliedschaft resultierenden Bezugsrecht.<sup>314</sup>

### c) Kursschwankungen (Volatilität)

Ebenfalls während des Innehabens der Aktie ergibt sich als potenzieller Teil der wirtschaftlichen Betroffenheit das Risiko von Kursschwankungen (*Volatilität*). Der Aktionär trägt das Risiko, dass der Kurs der Aktie fällt und die Vermögensanlage an Wert verliert. Das Risiko des Aktienkurses steht in unmittelbarem Zusammenhang zum Residualanspruch, da sich die künftig zu erwartenden Zahlungsströme an die Aktionäre im Börsenkurs ausdrücken.<sup>315</sup> Das Risiko von Kursschwankungen kann weiter unterteilt werden, nämlich in ein allgemeines und ein unternehmensspezifisches Risiko.<sup>316</sup>

---

<sup>309</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 1; MüKoAktG/Schürnbrand, AktG, § 186 Rn. 1; Hölters/Apfelbacher/Niggemann, AktG, § 186 Rn. 1; Grigoleit/Rieder/Holzmann, AktG, § 186 Rn. 1; Spindler/Stilz/Servatius, AktG, § 186 Rn. 7.

<sup>310</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 2; Spindler/Stilz/Servatius, AktG, § 186 Rn. 7; Henssler/Strohn GesR/Hermanns AktG, § 186 Rn. 1.

<sup>311</sup> Kölner Komm AktG/Ekkenga, AktG, § 186 Rn. 2; Zöllner, AG 2002, 585.

<sup>312</sup> Siehe hierzu oben unter D.IV.1.

<sup>313</sup> Aufgrund der (nur) potenziellen Bedeutung wird das allgemeine Bezugsrecht teilweise auch als „virtuelles“ Bezugsrecht bezeichnet vgl. Habersack, Die Mitgliedschaft, S. 87. Andere gebräuchliche Bezeichnungen sind etwa „Bezugsgrundrecht“ oder „Bezugsstammrecht“, vgl. Kölner Komm AktG/Ekkenga, AktG, § 186 Rn. 18.

<sup>314</sup> MüKoAktG/Schürnbrand, AktG, § 186 Rn. 25; Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 6; Habersack, Die Mitgliedschaft, S. 87; diese Unterscheidung ablehnend Cahn, ZHR 164 (2000), 113 (123 ff.).

<sup>315</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 98.

<sup>316</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 98.

#### d) Insolvenzzisiko der Gesellschaft

Als weiteres potenzielles Element der wirtschaftlichen Betroffenheit kommt das Insolvenzzisiko der Gesellschaft in Betracht.<sup>317</sup> Hierunter ist zum einen das Risiko zu verstehen, dass aufgrund von Zahlungsunfähigkeit<sup>318</sup>, drohender Zahlungsunfähigkeit<sup>319</sup> oder Überschuldung<sup>320</sup> ein Insolvenzverfahren eingeleitet wird und bei der anschließenden Verteilung des Vermögens für die Aktionäre eine lediglich sehr geringe Verteilungsquote erzielt werden kann. In einem üblichen Insolvenzverfahren erhalten die Aktionäre nichts. Sie stehen nach allen Gläubigern als Eigenkapitalgeber an letzter Stelle.<sup>321</sup> Weiterhin verlieren die Aktien der Gesellschaft in der Insolvenz in der Regel ihren Wert nahezu vollständig.<sup>322</sup> Die Nichtberücksichtigung der Aktionäre bei der Verteilung der Insolvenzmasse bei gleichzeitigem Absinken des Börsenkurses der Gesellschaft auf (nahezu) Null<sup>323</sup> bedeutet im Ergebnis einen Totalverlust der Investition des Aktionärs. Dementsprechend ist das Insolvenzzisiko ebenfalls eines der Elemente, welches für die vorliegende Abhandlung potenziell unter den Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit fällt.

#### e) Ausgleichs- und Abfindungszahlung (§§ 304, 305, 327a AktG, § 62 Abs. 5 UmwG)

Eine weitere mit dem Aktieneigentum verbundene wirtschaftliche Folge ist der Erhalt von Ausgleichs- und Abfindungszahlungen.<sup>324</sup> Solche sind an unterschiedlichen Stellen im Gesetz vorgesehen. Exemplarisch sei auf die §§ 304, 305, 327a AktG, § 62 Abs. 5 UmwG hingewiesen. § 304 AktG bezweckt die Sicherung der außenstehenden Aktionäre durch Kompensation der Verluste, welche durch den Abschluss eines Gewinnabführungs- und/oder Beherrschungsvertrag bei ihnen eintreten,<sup>325</sup> während § 305 AktG den Anspruch außenstehender Aktionäre auf eine angemessene Abfindung regelt.<sup>326</sup> Gemeinsam sichern die Vorschriften den konzernrechtlichen

<sup>317</sup> Laut BGH NZG 2014, 985 Rn. 49 – Postbankübernahme ist dies ausdrücklich eines der wirtschaftlichen Risiken, welches für ein „für Rechnung halten“ i.S.v § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG typisch ist.

<sup>318</sup> Vgl. § 17 Abs. 1 S. 1 InsO.

<sup>319</sup> Vgl. § 18 Abs. 1 InsO.

<sup>320</sup> Vgl. § 19 Abs. 1 InsO.

<sup>321</sup> Kocher/Widder, NZI 2010, 925 (931); Klöhn/Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 432; Hirte, ZInsO 2006, 1289 (1296).

<sup>322</sup> BT-Drs. 17/5712; Kocher/Widder, NZI 2010, 925 (931); von Saucken/Keding, NZI 2015, 681 (682); Rattunde/Berner, WM 2003, 1313 (1314); Grub/Streit, BB 2004, 1397 (1409).

<sup>323</sup> Exemplarisch Verfahren der *Pfleiderer AG* und *IVG Immobilien AG*.

<sup>324</sup> Vgl. BaFin Emittentenleitfaden 2013 VII. 2.5.2., welcher Ausgleichs- und Abfindungszahlungen zu den Chancen und Risiken zählt, welche für ein „für Rechnung halten“ gemäß § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG erforderlich sind.

<sup>325</sup> Hüffer/Koch, AktG § 304 Rn. 1; MüKoAktG/Paulsen, AktG, § 304 Rn. 7 ff.

<sup>326</sup> Hüffer/Koch, AktG § 305 Rn. 1.

Minderheitenschutz, schützen die außenstehenden Aktionäre gegen Beeinträchtigung ihrer aus der Mitgliedschaft folgenden Herrschaftsrechte und gewähren eine wirtschaftliche Kompensation.<sup>327</sup>

Es gilt zu unterscheiden: Während der Ausgleich den Verlust des mitgliedschaftlichen Dividendenrechts kompensieren soll, dient die Abfindung dazu, die außenstehenden Aktionäre gegen die Beeinträchtigung ihrer Mitgliedschaftsrechte abzusichern.<sup>328</sup>

Ein weiterer Abfindungsanspruch der Aktionäre findet sich in § 327a Abs. 1 S. 1 AktG für den Fall des aktienrechtlichen *Squeeze-Outs*. § 327a AktG eröffnet einem mit 95 Prozent beteiligten Aktionär die Möglichkeit, die übrigen Aktionäre aus der Gesellschaft auszuschließen.<sup>329</sup> Der Regelung liegt der Gedanke zugrunde, dass der Ausschluss für den/die Minderheitsgesellschafter hinnehmbar ist, da er keine Einwirkung auf die Geschäftspolitik der Gesellschaft nehmen kann und eine entsprechende Abfindung für den Verlust seiner Aktionärsstellung erhält.<sup>330</sup> Eine vergleichbare Regelung findet sich auch in § 39a Abs. 1 S. 1 WpÜG.

#### f) Verteilung des Abwicklungsüberschusses, § 271 AktG

Eine weitere mit dem Innehaben der Aktionärsstellung verbundene wirtschaftliche Folge kann durch die Verteilung des Abwicklungserlöses gemäß § 271 AktG eintreten. In Verbindung mit § 272 AktG (Sperrjahr) bestimmt die Regelung, unter welchen Voraussetzung der Liquidationsüberschuss an die Aktionäre der Gesellschaft ausgezahlt werden darf und damit das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 AktG endet.<sup>331</sup> Soweit keine abweichende Vereinbarung getroffen worden ist, ist das Vermögen gemäß § 271 Abs. 2 AktG an die Aktionäre im Verhältnis ihrer Beteiligung am Grundkapital zu verteilen. Hierdurch wird vor allem die Verwirklichung des Gebots der Gleichbehandlung der Aktionäre gemäß § 53a AktG gesichert.<sup>332</sup> Sobald feststeht, dass ein verbleibendes Gesellschaftsvermögen existiert (Abs. 1) und das Sperrjahr des § 272 Abs. 1 AktG abgelaufen ist, erstarkt das mitgliedschaftliche Vermögensrecht

<sup>327</sup> MüKoAktG/*Paulsen*, AktG, § 304 Rn. 7; Hüffer/*Koch*, AktG, § 305 Rn. 1; BGHZ 135, 374 (379); BGHZ 138, 136 (139); Spindler/*Stilz/Veil*, AktG, § 304 Rn. 3.

<sup>328</sup> BGHZ 166, 195 (197 f.); BGH, WM 1998, 867 (868); Kölner Komm AktG/*Koppensteiner*, AktG, § 304 Rn. 5; RegBegr. *Kropff* S. 397; *Hecker/Wenger*, ZBB 1995, 321 (329 f.); *Baldamus*, ZGR 2007, 819 (820).

<sup>329</sup> MüKoAktG/*Grundwald*, AktG, § 327a Rn. 2.

<sup>330</sup> MüKoAktG/*Grundwald*, AktG, Vor § 327a Rn. 7 ff., vor allem auch zum Verhältnis zu Art. 14 GG.

<sup>331</sup> *Grigoleit/Servatius*, AktG, § 271 Rn. 1; *Hölters/Hirschmann*, AktG, § 271 Rn. 1; *Henssler/Strohn/Drescher*, GesR AktG, § 271 Rn. 1; MüKoAktG/*Koch*, AktG, § 271 Rn. 1; Kölner Komm AktG/*Winnen*, AktG, § 271 Rn. 2.

<sup>332</sup> Kölner Komm AktG/*Winnen*, AktG, § 271 Rn. 3; Spindler/*Stilz/Bachmann*, AktG, § 271 Rn. 1; MüKoAktG/*Koch*, AktG, § 271 Rn. 2, 21.

zum Gläubigerrecht.<sup>333</sup> Das so einmal entstandene Gläubigerrecht kann nicht ohne die Zustimmung des Berechtigten durch einen Beschluss der Hauptversammlung entzogen werden.<sup>334</sup> Aufgrund des unmittelbaren Vermögensbezugs ist es sachgerecht, den Anspruch auf den Liquidationsüberschuss als eines der potenziellen Elemente der wirtschaftlichen Betroffenheit in die Überlegung einzustellen, zumal dieser eine gesetzliche Ausprägung des Residualanspruchs ist.<sup>335</sup>

### **3. Veräußerung der Aktien**

Auch im Zuge der letzten Phase des Zyklus des Aktieneigentums, der Veräußerung der Aktie, können sich gewisse wirtschaftliche Folgen ergeben, welche potenziell unter den Begriff der „wirtschaftlichen Betroffenheit“ im Sinne der vorliegenden Abhandlung fallen. Durch die Veräußerung der Aktie entsteht ein Vermögensabfluss, dem jedoch ein Vermögenszuwachs in Höhe des erhaltenen Veräußerungspreises gegenüber steht.<sup>336</sup> Hierbei besteht, wie schon im Zeitpunkt des Erwerbs der Aktie, das Risiko, dass der Aktionär sich in einem finanziell ungünstigen Moment von der Aktie trennt. Dies ist der Fall, wenn er zu einem früheren oder späteren Zeitpunkt einen höheren Veräußerungserlös hätte erzielen können. Je nachdem ob der Veräußerungspreis über oder unter dem Erwerbspreis liegt, sind die wirtschaftlichen Folgen für den Aktionär positiv oder negativ. Des Weiteren hat der Aktionär für den Verkauf, genauso wie bereits für den Erwerb, eine entsprechende Gebühr an die jeweils depotführende Stelle zu entrichten.

### **4. Definition des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit**

Aus den vorgenannten Elementen sind diejenigen zu destillieren, welche für die vorliegende Abhandlung unter den Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit zu fassen sind. Hierfür kommen

---

<sup>333</sup> KG, FGPrax 2009, 191 (192); Kölner Komm AktG/*Winnen*, AktG, § 271 Rn. 3.

<sup>334</sup> RGZ 62, 56, 60 f.; BGH, NJW 1957, 588 (jeweils zur Dividende; aufgrund der vergleichbaren Struktur und insbesondere der vergleichbaren Unterscheidung zwischen mitgliedschaftlichem Recht und Gläubigerrecht ist eine entsprechende Anwendung dieser Rechtsprechung auf den Anspruch auf Liquidationsüberschuss sachgerecht).

<sup>335</sup> Jedenfalls soweit man unter diesem Begriff tatsächlich nur die „Restbetragsbeteiligung“ im Fall der Abwicklung der Gesellschaft versteht. Vgl. zur unterschiedlichen Verwendung des Begriffs des Residualanspruchs in der Literatur oben unter D.IV Fn. 249.

<sup>336</sup> *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, S. 8.

grundsätzlich Elemente aus allen drei Phasen, d. h. der Phase des Anteilserwerbs, des Innehabens, sowie der Veräußerung der Aktien in Betracht.

#### a) **Abgrenzungskriterium**

Dem vorliegenden Untersuchungsgegenstand ist das maßgebliche Abgrenzungskriterium zur Definition der wirtschaftlichen Betroffenheit bereits immanent. Ziel ist es, die aus der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit resultierenden Probleme für das Corporate Governance System der Aktiengesellschaft darzustellen. Angesichts dieses Forschungsauftrags wird deutlich, dass lediglich solche der vorgenannten Bausteine unter den Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit fallen können, die im Zusammenhang mit der Stimmrechtsausübung des Aktionärs zu sehen sind. Ein abstrakter Zusammenhang im weitesten Sinn ist allerdings nicht ausreichend. Vielmehr müssen zwei Parameter erfüllt sein. Zum einen muss es sich bei dem jeweiligen Element der wirtschaftlichen Betroffenheit um eine *variable Größe* handeln. Zum anderen muss das die Variabilität entscheidend beeinflussende Kriterium *das Stimmrecht bzw. dessen Ausübung durch den Aktionär* sein. Anders gewendet muss die Intensität der wirtschaftlichen Betroffenheit (entscheidend) durch das Stimmrecht beeinflusst werden.

Würde einem der vorgenannten Bestandteile der wirtschaftlichen Betroffenheit die Variabilität fehlen, wäre eine von diesem ausgehende Anreizwirkung und damit eine Verhaltenssteuerung von vornherein nicht denkbar. Das Element könnte die Rolle, welche der Aktionär in der Corporate Governance der Aktiengesellschaft idealiter einnehmen soll, nicht determinieren. Denn wäre es von vornherein unveränderlich (d. h. nicht variabel) und hätte immer den gleichen Einfluss auf das Vermögen des Aktionärs, würde dieser es bei seinen Entscheidungen nicht beachten. Es wäre aus ökonomischer Sicht in höchstem Maße ineffizient, ein Kriterium in einen Entscheidungsprozess einzustellen, d. h. Informationen zu sammeln und im Zuge dessen Informationskosten auf sich zu nehmen, wenn das Element durch die betreffende Entscheidung ohnehin nicht beeinflusst werden kann.

Das Erfordernis des direkten Bezugs zum Stimmrecht rechtfertigt sich aus einer ähnlichen Warte. Nur wenn der Aktionär das jeweils zur Diskussion stehende Element der wirtschaftlichen Betroffenheit durch seine Stimmrechtsausübung unmittelbar beeinflussen kann, kann von diesem eine Anreizwirkung ausgehen, welche einen Einfluss auf das Verhalten des Aktionärs als Träger einer Corporate Governance Funktion hat.

Im Folgenden sollen alle vorgenannten Elemente anhand der Kriterien Variabilität und Beeinflussbarkeit durch das Stimmrecht überprüft werden, um festzulegen, woraus sich der Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit für die vorliegende Abhandlung zusammensetzt.

## **b) Anwendung der Abgrenzungskriterien**

### **aa) Phase des Aktienerwerbs**

Bei Anwendung der Abgrenzungskriterien auf die Bestandteile, welche potenziell unter die wirtschaftliche Betroffenheit subsumiert werden müssen, wird deutlich, dass die vormitgliedschaftlichen Risiken in Form des Investitionszeitpunktrisikos und des Auswahlrisikos für die vorliegende Abhandlung nicht unter den Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit fallen können. Zwar sind beide Elemente variabel. Allerdings erfüllen sie nicht das Kriterium des unmittelbaren Stimmrechtsbezugs. Die Variabilität wird nicht durch die Stimmrechtsausübung des eintretenden Gesellschafters beeinflusst, denn in der Phase des Aktienerwerbs steht dem zukünftigen Aktionär noch kein Stimmrecht zu.

### **bb) Phase des Innehabens der Aktien**

Fraglich ist, welche mit wirtschaftlichen Folgen für den Aktionär verbundenen Elemente während der Phase des Innehabens der Aktien bei Anwendung der aufgestellten Abgrenzungskriterien für die vorliegende Arbeit unter den Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit subsumiert werden müssen.

In den Blick zu nehmen sind zunächst Dividendenzahlungen. Der Dividendenanspruch gemäß §§ 58 Abs. 4, 60 AktG ist variabel. Diese Variabilität ist auch von der Stimmrechtsausübung des Aktionärs im Rahmen des Beschlusses über die Gewinnverwendung gemäß § 174 AktG abhängig, d. h. wird unmittelbar durch diese beeinflusst. Nach § 58 Abs. 3 und 4 AktG kann die Hauptversammlung beschließen, den Bilanzgewinn ganz oder teilweise an die Aktionäre auszuschütten, in Gewinnrücklagen einzustellen oder als Gewinn vorzutragen.<sup>337</sup> Bei dieser Entscheidung ist die Hauptversammlung, in den Grenzen bestehender Ausschüttungssperren<sup>338</sup>

<sup>337</sup> MüKoAktG/Henrichs/Pöschke, AktG, § 174 Rn. 10; Hüffer/Koch, AktG, § 174 Rn. 5.

<sup>338</sup> § 225 Abs. 2 S. 1 AktG, § 230 AktG, § 233 Abs. 1 und 3 AktG für Fälle der Kapitalherabsetzung; § 268 Abs. 8 HGB (bei Aktivierung immaterieller Vermögensgegenstände des Anlagevermögens, Aktivierung latenter Steuern und Zeitwertbewertung von sog. Planvermögen); § 253 Abs. 6 HGB (bei „Unterbewertung“ von Rückstellungen für

und den durch das Insolvenzrecht gezogenen Grenzen, grundsätzlich frei.<sup>339</sup> Es besteht vor allem keine Bindung an den Gewinnverwendungsvorschlag des Vorstandes.<sup>340</sup> Dieser der Hauptversammlung eingeräumte Ermessensspielraum macht deutlich, dass die Stimmrechtsausübung des einzelnen Aktionärs im Rahmen des Gewinnverwendungsbeschlusses einen gesetzlich nicht determinierten Einfluss auf die Variabilität hat. Die wirtschaftliche Betroffenheit durch den Dividendenanspruch weist dem Aktionär unmittelbar seine Rolle in der Corporate Governance Struktur der Gesellschaft zu. Der Dividendenanspruch ist folglich für die vorliegende Abhandlung als Teil der wirtschaftlichen Betroffenheit des Aktionärs zu qualifizieren. Zu prüfen ist, welches Ergebnis sich bei Anwendung der Abgrenzungskriterien für das Bezugsrecht ergibt. Die Variabilität beschränkt sich insoweit auf eine Ja/Nein Entscheidung. Diese (eingeschränkte) Variabilität unterliegt dem unmittelbaren Einfluss der Stimmrechtsausübung im Rahmen des Beschlusses gemäß § 186 Abs. 3 S. 1 AktG. Der Abstimmung über den Ausschluss des Bezugsrechts kommt auch eine erhebliche Corporate Governance Funktion zu. Sie steht in unmittelbarem Zusammenhang zum Aktionärskreis, welcher in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft eine erhebliche Funktion bei der Kontrolle der Verwaltung der Gesellschaft einnimmt. Folglich ist auch das Bezugsrecht Teil der wirtschaftlichen Betroffenheit im Sinne der vorliegenden Abhandlung.

Das Risiko von Kursschwankungen ist ebenfalls variabel. Die Variabilität kann der Aktionär jedenfalls in bestimmten Konstellationen mittelbar durch die Ausübung seines Stimmrechts beeinflussen.<sup>341</sup> Insbesondere in Fällen, in welchen die Aktionäre über die Ausrichtung der Unternehmenspolitik entscheiden, ist dies deutlich zu verzeichnen. So kann sich der Aktienkurs beispielsweise durch die Bekanntgabe einer Kapitalerhöhung nach unten entwickeln. Eine Entwicklung nach oben oder nach unten kann oftmals auch in den Fällen der Veräußerung wesentlicher Unternehmensteile, welche eine Hauptversammlungszuständigkeit im Sinne einer Holzmüller-Kompetenz begründet, beobachtet werden. Demnach ist das Risiko von

---

Altersversorgungsverpflichtungen) *Gelhausen/Althoff*, WPg 2009, 584 ff., 629 ff.; zum Ganzen auch *MüKoAktG/Henrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 11. Im Übrigen ergeben sich Schranken gegen eine übermäßige Rücklagenbildung aus dem Anfechtungsrecht der Minderheit gemäß § 254 AktG.

<sup>339</sup> *MüKoAktG/Henrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 11; *Hüffer/Koch*, AktG, § 174 Rn. 2; *Hölter/Waclawik*, AktG, § 174 Rn. 6.

<sup>340</sup> *Spindler/Stilz/Euler/Klein*, AktG, § 174 Rn. 10; *MüKoAktG/Henrichs/Pöschke*, AktG, § 174 Rn. 11; *Hüffer/Koch*, AktG, § 174 Rn. 5; *Kölner Komm AktG/Ekkenga*, § 174 Rn. 9.

<sup>341</sup> Eine Vielzahl von Kursschwankungen tritt freilich auch unabhängig von der Stimmrechtsausübung der Aktionäre ein.

Kursschwankungen aufgrund seines unmittelbaren Zusammenhangs mit dem Stimmrecht und der anreizstrukturierenden Variabilität als Teil der wirtschaftlichen Betroffenheit im Sinne der vorliegenden Ausführung zu qualifizieren.

Dem Insolvenzrisiko der Gesellschaft, Ausgleichs- und Abfindungszahlungen, der Verteilung des Abwicklungsüberschusses, sowie dem Entziehungsentgelt wohnt allesamt eine Variabilität inne. Allerdings handelt es sich jeweils um Sondersituationen. Insoweit könnte davon ausgegangen werden, dass von diesen Elementen der wirtschaftlichen Betroffenheit nur in der jeweiligen Lage eine Anreizwirkung ausgeht. Eine solche Betrachtung ist allerdings verfehlt. Gemeinsames Element all dieser Teilbereiche ist, dass sie jeweils unterschiedliche Ausprägungen des Residualanspruchs sind. Sie repräsentieren den monetären Restwert der Beteiligung des Gesellschafters in der entsprechenden Sondersituation. Anreizstrukturierende Gemeinsamkeit all dieser Elemente ist der Residualanspruch, welcher variabel ist und dessen Variabilität durch das Stimmrecht beeinflusst werden kann. Demnach sind die vorgenannten Elemente allesamt unter die Definition der wirtschaftlichen Betroffenheit zu fassen.

#### **cc) Phase der Veräußerung der Aktien**

Die Elemente in der Phase der Veräußerung der Aktien sind nicht in den Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit einzubeziehen. Zwar sind die vermögensmäßigen Folgen in Form des Vermögenszuflusses durchaus variabel, allerdings wird diese Variabilität nicht durch die Stimmrechtsausübung beeinflusst, sondern vielmehr durch den Zeitpunkt der Desinvestition. Durch das Risiko, zum falschen Zeitpunkt einen Verkauf der Aktie vorzunehmen, kann demnach nicht die Rolle des Aktionärs in der Corporate Governance Struktur der Gesellschaft bei seiner Stimmrechtsausübung bestimmt werden.

### **5. Ergebnis: Elemente des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit für die vorliegende Abhandlung**

Der Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit setzt sich für die weitere Abhandlung aus den entsprechend qualifizierten Elementen in der Phase des Innehabens der Aktie zusammen. Diese sind im dargestellten Umfang variabel und die Variabilität ist durch die Stimmrechtsausübung geprägt. Durch die Verbindung von Stimmrechtseinfluss und Variabilität sind die so definierten

Elemente in der Lage, die Rolle des Aktionärs in der Corporate Governance Struktur der Gesellschaft zu bestimmen.

## V. Verknüpfung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Gesetz und Rechtsprechung

Die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit wird als ökonomisch sinnvoll und effizienzsteigernd betrachtet. Gesetz und Rechtsprechung stellen diese Koppelung an verschiedenen Stellen her und schaffen dadurch eine Proportionalität zwischen den beiden Elementen. Diese Verbindung auf rechtlicher Basis wird im Folgenden als Teil des Idealbildes des proportional betroffenen Aktionärs als Corporate Governance Akteur dargestellt.

### 1. Nichtübertragbarkeit der Gesellschafterrechte (§ 717 BGB)

Ausgangspunkt der Überlegungen ist § 717 BGB. Diese Vorschrift normiert in ihrem Satz 1 ein Abspaltungsverbot<sup>342</sup> für Verwaltungsrechte und stipuliert hierdurch in sehr grundsätzlicher Form ein Einheitlichkeitsgebot der Mitgliedschaft im Verband. § 717 S. 1 BGB bezieht sich bereits seinem Wortlaut nach grundsätzlich auf alle Mitgliedschaftsrechte, d. h. die individuellen Verwaltungs- und Vermögensrechte, wobei in Satz 2 Ausnahmen für die wichtigsten Vermögensrechte vorgesehen sind.<sup>343</sup> Die Vorschrift gewährleistet damit, dass die Gesellschafterrechte vollständig in der Hand eines Gesellschafters bleiben.<sup>344</sup> Das Abspaltungsverbot ist ein allgemeiner Grundsatz des Verbandsrechts, weshalb § 717 BGB auch für die Aktiengesellschaft gilt.<sup>345</sup> Ein wesentliches erfasstes Mitgliedschaftsrecht, das nach dem Wesen des Gesellschaftsverhältnisses nicht von der Mitgliedschaft getrennt werden kann, ist das Stimmrecht.<sup>346</sup> § 717 S. 1 BGB ist, soweit es um Verwaltungsrechte geht, zwingender Natur.<sup>347</sup>

<sup>342</sup> Zum Begriff des „Abspaltungsverbots“ in der Rechtsprechung erstmals BGHZ 3, 354.

<sup>343</sup> MüKoBGB/Schäfer, BGB, § 717 Rn. 5; Dauner-Lieb/Langen/Heidel, BGB–Schuldrecht, § 717 Rn. 1; Henssler/Strohn GesR/Kilian, § 717 Rn. 3; Beuthien, ZGR 1974, 26 (55).

<sup>344</sup> Dauner-Lieb/Langen/Heidel, BGB–Schuldrecht, § 717 Rn. 2; Henssler/Strohn GesR/Kilian, § 717 Rn. 1.

<sup>345</sup> Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 8 Rn. 50; Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26; Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, § 8 Rn. 44; mit dem Verweis, dass das Verbot ursprünglich für das Personengesellschaftsrecht entwickelt worden ist und dort besser passt Bürgers/Körper/Westermann, AktG, § 8 Rn. 13; Habersack, Die Mitgliedschaft, S. 79.

<sup>346</sup> Henssler/Strohn GesR/Kilian, § 717 Rn. 6; MüKoBGB/Schäfer, BGB, § 717 Rn. 16.

<sup>347</sup> MüKoBGB/Schäfer, BGB, § 717 Rn. 7; Jauernig/Stürner, BGB, § 717 Rn. 2; BGH NJW 1952, 178.

Fraglich ist, wie sich dieses Abspaltungsverbot dogmatisch begründen lässt. Hierzu werden im Wesentlichen die folgenden Begründungsansätze<sup>348</sup> vertreten:

**a) Einheitlichkeit der Mitgliedschaft**

Vor allem in der Rechtsprechung<sup>349</sup> wird das Abspaltungsverbot mit dem Grundsatz der Einheitlichkeit der Mitgliedschaft begründet. Ausgehend von mehreren Entscheidungen<sup>350</sup> zu Personengesellschaften (OHG, KG), in welchen der BGH entschieden hat, dass das Stimmrecht nicht losgelöst vom Geschäftsanteil übertragen werden kann und dies aus der Gesamthandsbeteiligung<sup>351</sup> hergeleitet hat, überträgt er diesen Gedanken in BGHZ 43, 261 (267) für andere Mitverwaltungsrechte (Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage) auf eine juristische Person. Die notwendige Verbindung von Mitverwaltungsrechten und Geschäftsanteil folgt nach Ansicht des BGH bei der juristischen Person aus der Einheitlichkeit der Mitgliedschaft. Unklar bleibt, wie der BGH diese Einheitlichkeit konturieren möchte. Nach Ansicht des Gerichts sind die Verwaltungsrechte „Ausfluss der Mitgliedschaft“. Die Argumentation scheint eine vertiefte Begründung deshalb zu entbehren, weil das Gericht eine solche nicht für erforderlich hält. Es sieht den Zusammenhang zwischen Mitgliedschaft und Stimmrecht als nicht begründungsbedürftig, ja geradezu alternativlos an. Eine solche undifferenzierte Betrachtung wird der heutigen Dogmatik des Gesellschaftsrechts nicht (mehr) gerecht.<sup>352</sup>

**b) Lehre von der „Sonderrechtsunfähigkeit“ der Mitgliedschaftsrechte**

Einen ähnlichen Begründungsansatz für das Abspaltungsverbot vertritt *Hueck*<sup>353</sup> in einer Urteilsanmerkung zu einer Entscheidung des BGH<sup>354</sup> betreffend die Abtretung des Stimmrechts eines Gesellschafters an einer OHG. Da das Stimmrecht, so *Hueck*, „Ausfluss der Mitgliedschaft“ ist, kann dieses nicht losgelöst und selbstständig übertragen werden. Es verhalte

<sup>348</sup> Vgl. zu den einzelnen Begründungsansätzen auch *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. II., Recht der Personengesellschaft § 3 III 2 c aa S. 216 f.

<sup>349</sup> BGHZ 43, 261 (267); ähnlich RGZ 82, 167 (169).

<sup>350</sup> BGHZ 3, 354; BGHZ 20, 363; zustimmend *Habersack*, Die Mitgliedschaft, S. 81.

<sup>351</sup> Ein bloßes Abstellen auf die Gesamthandsbeteiligung scheidet für die AG wegen Fehlens der Gesamthandseigenschaft von vornherein aus, vgl. *Reichert/Harbarth*, AG 2001, 447 (448).

<sup>352</sup> In diese Richtung bereits im Jahr 1979 *Fleck*, FS Fischer, 107 (110), der eine solche „Wesensargumentation“ ohne dogmatisch weitergehende Begründung für nicht überzeugend hält.

<sup>353</sup> JZ 1951, 114 (115).

<sup>354</sup> BGH, Urteil v. 10.11.1951 - II ZR 111/50 (OLG Celle).

sich mit dem Stimmrecht ähnlich, wie mit dem Anteil am Gesellschaftsvermögen, sodass eine Übertragung nur zusammen mit der Mitgliedschaft möglich ist, falls der Gesellschaftsvertrag die Übertragung der Mitgliedschaft zulässt. Unbeantwortet bleibt bei diesen Ausführungen die Frage, wieso dem Rechtsinstitut der Mitgliedschaft ein Stimmrecht zugeordnet ist. Gerade in der Begründung dieser Zuordnung ist jedoch der Grund dafür zu suchen, wieso eine Abspaltung nicht möglich ist. Das Verbot der Abspaltung kann nur in den Grenzen Geltung beanspruchen, die durch die Begründung der Verbindung etabliert werden.

### c) **Selbstbestimmung des Verbandsgeschehens**

Namentlich *Flume*<sup>355</sup> sieht den Grund für das Abspaltungsverbot in der Selbstbestimmung des Verbandsgeschehens. Hierbei stellt er auf allgemeine Schranken der Privatautonomie im Verbandsrecht ab. Die Gesamtheit der Gesellschafter soll jederzeit ihr Geschick in die Hand nehmen können, es dominiert das Verbot der Selbstentmündigung der Gruppe.<sup>356</sup> Ausgehend vom gesetzlichen Leitbild der Regelungen für die Personengesellschaft, welches zugrunde legt, dass die Willensbildung in der Gesellschaft durch die Gesellschafter erfolgt, stellt *Flume* dennoch fest, dass nach Ansicht der Rechtsprechung auch Nicht-Gesellschafter an den für die Gesellschaft zu treffenden Entscheidungen und an der Kontrolle der Geschäftsführung beteiligt werden können.<sup>357</sup>

### d) **Richtigkeitsgewähr der verbandsrechtlichen Willensbildung**

Eine andere Ansicht stellt für die Rechtfertigung des Abspaltungsverbots auf die Richtigkeitsgewähr der verbandsrechtlichen Willensbildung ab.<sup>358</sup> Hierbei wird aufbauend auf der dargestellten Ansicht von *Flume* der Gedanke gewonnen, der Verband soll, damit nicht die „Richtigkeitsgewähr“ der verbandsrechtlichen Willensbildung und Kontrolle in Gefahr geraten, selbstgesteuert und nicht fremdgesteuert agieren.<sup>359</sup> Entscheidend wird auf die Funktion der Mitverwaltungsrechte als Steuerungs- und Legitimationsmedien im Verfassungsrecht des Verbandes abgestellt.<sup>360</sup>

<sup>355</sup> *Flume*, Die Personengesellschaft, S. 220 f., 235 f.

<sup>356</sup> *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. II., Recht der Personengesellschaft, § 3 III 2 c aa. S. 216.

<sup>357</sup> *Flume*, Die Personengesellschaft, S. 235.

<sup>358</sup> *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 560.

<sup>359</sup> *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 561.

<sup>360</sup> *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 561; ebenso *Fleck*, FS Fischer, 107 (110 ff.).

## 2. Unteilbarkeit von Aktien (§ 8 Abs. 5 AktG)

Weitere, die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit herstellende Rechtsnorm ist speziell für das Aktienrecht § 8 Abs. 5 AktG. Die Norm regelt zwei voneinander abzugrenzende Sachverhalte. Der sogenannte Unteilbarkeitsgrundsatz verbietet zum einen die Realteilung der in der Aktie verkörperten Mitgliedschaft, andererseits die Abspaltung einzelner Mitgliedschaftsrechte oder –pflichten von dem durch die Mitgliedschaft vermittelten Bündel an Rechten und Pflichten.<sup>361</sup>

Das Verbot der Realteilung, welches sich vor allem an den einzelnen Aktionär richtet<sup>362</sup>, hindert eine Aufspaltung in mehrere, jeweils für sich als Einzelrechte bestehende Mitgliedschaften.<sup>363</sup>

Davon ausgenommen ist jedoch eine Neustückelung im Wege der Satzungsänderung, soweit die dafür erforderlichen speziellen formellen Voraussetzungen erfüllt sind.<sup>364</sup> Rechtspolitischer Hintergrund des Verbots der Realteilung ist die Erhöhung der Verkehrsfähigkeit der Aktie durch Gleichlauf der tatsächlichen Einteilung des Grundkapitals mit der in der Satzung verlautbarten.<sup>365</sup>

Das Abspaltungsverbot<sup>366</sup> untersagt hingegen die Übertragung einzelner Mitgliedschaftsrechte auf Dritte.<sup>367</sup> Unterschiedlich beurteilt wird, ob dieses Abspaltungsverbot unmittelbar aus § 8 Abs. 5 AktG zu entnehmen ist<sup>368</sup>, oder ob es die aktienrechtliche Ausprägung eines allgemeinen kooperationsrechtlichen Grundsatzes ist, d. h. bereits aus § 717 BGB hergeleitet werden kann.<sup>369</sup> § 8 Abs. 5 AktG ist darauf gerichtet, die Einheitlichkeit im Verband zu gewähren. Die Mitgliedschaft soll innerhalb des kooperationsrechtlichen Rechtsverhältnisses in seinen durch die

---

<sup>361</sup> MüKoAktG/Heider, AktG, § 8 Rn. 87; Grigoleit/Vedder, AktG, § 8 Rn. 20; Seibt, ZGR 2010, 795 (814 ff.); Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 8 Rn. 49; Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 8 Rn. 43; K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 24; Hölters/Solveen, AktG, § 8 Rn. 28.

<sup>362</sup> Zöllner, AG 1985, 19 (20); K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 24; MüKoAktG/Heider, AktG, § 8 Rn. 88; Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 8 Rn. 49.

<sup>363</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, § 8 Rn. 43; K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 24; MüKoAktG/Heider, AktG, § 8 Rn. 88; Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 8 Rn. 49.

<sup>364</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, § 8 Rn. 43; MüKoAktG/Heider, AktG, § 8 Rn. 88; Seibt, ZGR 2010, 795 (814 ff.); Großkomm AktG/Brändel, § 8 Rn. 50.

<sup>365</sup> K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 24; Großkomm AktG/Brändel, § 8 Rn. 53.

<sup>366</sup> Zum Begriff vgl. RGZ 132, 149, 158 f.; K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 27; Tautges, Empty Voting, S. 215; Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 8a; Mittermeier, Empty Voting, S. 57; MüKoAktG/Heider, AktG, § 8 Rn. 89; Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26; Grigoleit/Vedder, AktG, § 8 Rn. 22.

<sup>367</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 8 Rn. 44; Grigoleit/Vedder, AktG, § 8 Rn. 22; Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26; Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 8a.<sup>368</sup> K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 27.

<sup>368</sup> K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 8 Rn. 27.

<sup>369</sup> Grigoleit/Vedder, AktG § 8 Rn. 22; Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 8 Rn. 44; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 8 Rn. 50; Hüffer/Koch, AktG, § 8 Rn. 26.

Satzung gezogenen Grenzen als Einheit belassen werden. Dies zeigt sich vor allem daran, dass die schuldrechtliche Einräumung einer Unterbeteiligung sowie eine Vollübertragung durch Treuhand nicht in den Anwendungsbereich des § 8 Abs. 5 AktG fällt.<sup>370</sup> Denn bei der Einräumung einer Unterbeteiligung an einer Aktie handelt es sich um eine rein schuldrechtliche Beziehung, das Eigentum an der Aktie steht ungeachtet der Unterbeteiligung allein dem Aktionär zu.<sup>371</sup> Bei der treuhänderischen Übertragung einer Aktie und des in ihr verkörperten Mitgliedschaftsrechts auf einen Treuhänder kommt es ebenfalls nicht zu einer Aufspaltung der mitgliedschaftlichen Befugnisse. Der Treuhänder erhält im Außenverhältnis die volle Rechtsstellung eines Aktionärs und damit auch alle mit der Mitgliedschaft verbundenen Rechte und Pflichten. Es kommt nicht zu einer Abspaltung einzelner mitgliedschaftlicher Befugnisse. Die rein schuldrechtlichen Bindungen des Treuhänders gegenüber dem Treugeber stellen keinen Verstoß gegen das Abspaltungsverbot dar.<sup>372</sup>

Besonders deutlich wird der auf die kooperationsrechtliche Ebene begrenzte Anwendungsbereich des § 8 Abs. 5 AktG am Beispiel des mitgliedschaftlichen Rechts auf Beteiligung am Bilanzgewinn gemäß § 58 Abs. 4 AktG. Hierbei ist wie folgt zu differenzieren: Nicht abgetreten werden kann nach h. M. das (abstrakte) Gewinnrecht, während der durch den Gewinnverwendungsbeschluss (§ 174 AktG) entstandene (konkrete) Zahlungsanspruch abgetreten werden kann.<sup>373</sup> Durch den im Rahmen des § 174 AktG kollektiven Beschluss über den Bilanzgewinn wird der mitgliedschaftliche Gewinnanspruch durch einen Mehrheitsbeschluss aus dem korporationsrechtlichen Rechtsverhältnis herausgelöst und zu einem schuldrechtlichen. Die mit der daraus resultierenden Abtretbarkeit einhergehende potenzielle Auflösung des Paktes der Rechte und Pflichten des Aktionärs ist damit nicht in das Belieben des Einzelnen gestellt, sondern dem korporationsrechtlichen Organ der Aktiengesellschaft, namentlich der Hauptversammlung, zur Entscheidung zugewiesen. Die dargestellten Fälle zeigen, dass das maßgebliche Kriterium für die Frage nach der Eröffnung des Anwendungsbereichs des § 8 Abs. 5 AktG die Frage nach der Betroffenheit der verbandsrechtlichen Ebene ist. Soweit die Binnenstruktur der Aktiengesellschaft, mithin das Beziehungsgeflecht der Aktionäre untereinander, der Aktionäre zur Gesellschaft sowie

---

<sup>370</sup> Grigoleit/Vedder, AktG, § 8 Rn. 22.

<sup>371</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 8 Rn. 49.

<sup>372</sup> Zum Ganzen MüKoAktG/Heider, AktG, § 8 Rn. 92; Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, § 8 Rn. 49; GroßKomm AktG/Mock, § 8 Rn. 203.

<sup>373</sup> Zu dieser Differenzierung Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 8 Rn. 44.

der Gesellschaft zu den Aktionären, nicht betroffen ist, ist auch der Anwendungsbereich des § 8 Abs. 5 AktG nicht eröffnet.

### **3. Stimmrecht, keine Mehrstimmrechte (§ 12 AktG)**

Weiterhin wird durch § 12 AktG auf gesetzlicher Grundlage ein einheitliches Bild der Mitgliedschaft als Gesamtheit von Rechten und Pflichten gezeichnet und das Stimmrecht mit der wirtschaftlichen Betroffenheit verknüpft.

§ 12 AktG trifft drei Aussagen: Grundsätzlich gibt es keine Aktie ohne Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 AktG), jedoch auch kein Stimmrecht ohne Aktie (§ 12 Abs. 1 S. 1 AktG) und grundsätzlich gewährt jede Aktie gleiches Stimmrecht (§ 12 Abs. 2 AktG).<sup>374</sup> Die Vorschrift lässt als Ausnahme Vorzugsaktien gemäß § 139 AktG ausdrücklich zu (§ 12 Abs. 1 S. 2 AktG). Der Begriff der Aktie ist im Sinne von Mitgliedschaft zu verstehen.<sup>375</sup>

#### **a) Aktie und Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 S. 1 AktG)**

Bereits durch den Wortlaut des § 12 Abs. 1 S. 1 AktG wird deutlich, dass dieser eine zentrale Rolle einnimmt. Keine andere Vorschrift des deutschen Aktienrechts normiert den Grundsatz „one share- one vote“<sup>376</sup> deutlicher.

Die erste Aussage des § 12 Abs. 1 S. 1 AktG ist, dass grundsätzlich jede Aktie das Stimmrecht gewährt. Von diesem Grundsatz macht § 12 Abs. 1 S. 2 AktG die erste Ausnahme für stimmrechtslose Vorzugsaktien. Eine weitere Ausnahme besteht mit der Möglichkeit, in der Satzung nicht börsennotierter Gesellschaften das Stimmrecht durch Festsetzung eines Höchstbetrags oder von Abstufungen zu beschränken, § 134 Abs. 1 S. 2 AktG.<sup>377</sup>

<sup>374</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 12 Rn. 1.

<sup>375</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 12 Rn. 1; Henssler/Strohn/Lange, AktG, § 12 Rn. 1a; MüKoAktG/Heider, AktG, § 12 Rn. 5; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 1 f.

<sup>376</sup> Ebenso für § 12 Abs. 1 S. 1 AktG Großkomm AktG/Mock, § 12 Rn. 2; Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 12 Rn. 14 Großkomm AktG/Grundmann, AktG, § 134 Rn. 36 scheint diesen Grundsatz aus § 134 AktG zu ziehen. Im Ergebnis wird wohl durch das Zusammenspiel der Normen (siehe hierzu unten unter D.V.4) der Grundsatz implementiert.

<sup>377</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 12 Rn. 2; MüKoAktG/Heider, AktG, § 12 Rn. 34; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 11; Grigoleit/Vedder, AktG, § 12 Rn. 4; Hölter/Solveen, AktG, § 12 Rn. 8; Henssler/Strohn GesR/Lange, AktG, § 12 Rn. 6; K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 12 Rn. 13.

In seiner negativen Dimension bedeutet § 12 Abs. 1 S. 1 AktG, dass es kein Stimmrecht ohne Aktie gibt.<sup>378</sup> Dieser Grundsatz ist zwar nicht ausdrücklich im Gesetz geregelt, entspricht aber dem Sinn der Regelung.<sup>379</sup> Hieraus folgt beispielsweise, dass den Inhabern von bloßen Gläubigerrechten wie z. B. Genussscheinen (vgl. § 221 Abs. 3 AktG, sogenannte Genussberechtigte) kein Stimmrecht zukommt.<sup>380</sup> Zu diesem durch § 12 Abs. 1 S. 1 AktG aufgestellten Grundsatz gibt es keine Ausnahmen.<sup>381</sup> Die große Nähe und der unmittelbare Zusammenhang zum Abspaltungsverbot sind offensichtlich.

#### **b) Vorzugsaktien<sup>382</sup> ohne Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 S. 2 AktG)**

§ 12 Abs. 1 S. 2 AktG regelt die Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, welche eine Kapitalaufnahme ohne Veränderung der bisherigen Stimmverhältnisse ermöglicht.<sup>383</sup> Das Wesen der Vorzugsaktien wird durch §§ 139 ff. AktG näher beschrieben, welche die Ausgabemodalitäten regeln.<sup>384</sup>

#### **c) Unzulässigkeit von Mehrstimmrechten (§ 12 Abs. 2 AktG)**

§ 12 Abs. 2 AktG verteilt die Stimmrechtsmacht unter den Aktionären implizit. Die Regelung bewirkt durch das Verbot von Mehrstimmrechten, dass jede Aktie das gleiche Stimmrecht gewährt. Nach früherer Rechtslage waren Mehrstimmrechtsaktien in engen Grenzen zulässig, obwohl sie bereits damals rechtspolitisch umstritten waren.<sup>385</sup> Der Gesetzgeber des AktG 1937 entschloss sich zu einem grundsätzlichen Verbot von Mehrstimmrechtsaktien mit der Möglichkeit ministerieller Ausnahmegenehmigungen, das AktG 1965 behielt diese Regelung bei, schränkte aber die Ausnahmegenehmigung noch stärker ein.<sup>386</sup>

<sup>378</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 12 Rn. 1; MüKoAktG/Heider, AktG, § 12 Rn. 6.

<sup>379</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 12 Rn. 6.

<sup>380</sup> BGHZ, 119, 305, 316; Hüffer/Koch, AktG, § 221 Rn. 26; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 4.

<sup>381</sup> Henssler/Strohn GesR/Lange, AktG, § 12 Rn. 2; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 4.

<sup>382</sup> Siehe ausführlich zu Vorzugsaktien unter E.I.

<sup>383</sup> BegrRegE, abgedruckt in Kropff S. 203; Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 12 Rn. 8; MüKoAktG/Heider, AktG, § 12 Rn. 31; Hölters/Solveen, AktG, § 12 Rn. 10.

<sup>384</sup> Kölner Komm AktG/Dauner-Lieb, AktG, § 12 Rn. 7.

<sup>385</sup> Brändel, FS Quack, 175; Begründung KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 12; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 19.

<sup>386</sup> Brändel, FS Quack, 175; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 19; Grigoleit/Vedder, AktG, § 12 Rn. 7; siehe zu den geschichtlichen Hintergründen Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Band 1, S. 467; Nörr, ZHR 150 (1986), 155 (162 f.); Tautges, Empty Voting, S. 157; Mittermeier, Empty Voting, S. 208; siehe aus amerikanischer

Durch das KonTraG hat der Gesetzgeber § 12 Abs. 2 S. 2 AktG ersatzlos gestrichen.<sup>387</sup> Grund für die Streichung war laut der Gesetzesbegründung, dass Mehrfachstimmrechte der Vorstellung widersprechen, dass sich in der Aktiengesellschaft die Stimmrechtsmacht grundsätzlich an der Zahl der gehaltenen stimmberechtigten Aktien orientieren sollte und die Einräumung von Einfluss ohne korrespondierendes Anteilseigentum nicht den Erwartungen des Kapitalmarkts entspreche.<sup>388</sup>

Folge dieses strikten Verbots ist die Nichtigkeit von Bestimmungen in der Gründungssatzung einer Aktiengesellschaft, welche Mehrstimmrechte gewähren, sowie die Nichtigkeit eines entsprechenden satzungsändernden Beschlusses gemäß § 241 Nr. 3 Alt. 3 AktG.<sup>389</sup> Bei Gesellschaften, welche vor dem Inkrafttreten des § 12 Abs. 2 AktG am 1. Mai 1998 in das Handelsregister eingetragen gewesen sind, können hingegen nach wie vor Mehrstimmrechte existieren. Die Voraussetzungen hierfür stellt § 5 Abs. 1 EGAktG auf. Erforderlich ist demnach, dass vor dem 1. Juni 2003 mit einer Mehrheit von dreiviertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals die Fortgeltung der Mehrstimmrechte beschlossen worden ist, wobei die Stimmrechte aus den Mehrstimmrechtsaktien nicht ausgeübt werden durften.<sup>390</sup> Falls ein solcher Beschluss nicht gefasst worden ist, sind die Mehrstimmrechte zum 1. Juni 2003 automatisch erloschen mit der Folge, dass für den Umfang der Stimmkraft dieser Aktien seither § 134 Abs. 1 S. 1 AktG gilt.<sup>391</sup>

#### **d) Zweck des § 12 AktG**

Erst aus der Gesamtschau der beiden Absätze des § 12 AktG wird dessen Zweck deutlich. Sinn der doppelten Regelung in § 12 Abs. 1 S. 1 AktG ist es, Kapitalrisiko und Stimmrechtseinfluss

---

Perspektive zur den rechtspolitischen Diskussionen *Fischel*, 54 U. Chi. L. Rev. (1987), 119 (136 ff.); *Gordon*, 76 Calif. L. Rev. (1988) 3, 10 ff.; *Grossmann/Hart*, 20 J. Fin. Econ. (1988), 129.

<sup>387</sup> Vgl. zur Entschädigungsregelung nach § 5 EGAktG: *Arnold*, DStR 2003, 784 ff.; *ders.*, DStR 2003, 1671 ff.; *Hering/Olbrich*, ZIP 2003, 104 ff.; *Löwe/Thoß*, ZIP 2002, 2075 ff.; vgl. zur verfassungsrechtlichen Dimension *Kluth*, ZIP 1997, 1217 ff.; *Zöllner/Hanau*, AG 1997, 206 ff.

<sup>388</sup> Begründung KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 12.

<sup>389</sup> K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 12 Rn. 19; Hüffer/Koch, AktG, § 12 Rn. 10; Henssler/Strohn GesR/Lange, AktG, § 12 Rn. 10; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 18; Großkomm AktG/Mock, § 12 Rn. 73; Grigoleit/Vedder, AktG, § 12 Rn. 6; Hölter/Solveen, AktG, § 12 Rn. 13.

<sup>390</sup> K. Schmidt/Lutter/Ziemons, AktG, § 12 Rn. 20; Hölter/Solveen, AktG, § 12 Rn. 15; LG Memmingen AG 2001, 548 = DB 2001, 1240; Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 12 Rn. 26.

<sup>391</sup> MüKoAktG/Heider, AktG, § 12 Rn. 44.

grundsätzlich kongruent zu halten.<sup>392</sup> Risiko und Einfluss der Aktionäre werden auf diese Weise positiv rechtlich miteinander verbunden.<sup>393</sup> Hierdurch sollen Fehlsteuerungen vorgebeugt werden.<sup>394</sup> Das deutsche Aktienrecht steht somit im Einklang mit den durch *Easterbrook* und *Fischel* aufgestellten Thesen. Umgemünzt auf die durch die beiden Autoren etablierte Theorie ordnet § 12 AktG explizit das Stimmrecht den *residual claimants*, d. h. den Aktionären zu.

#### 4. Höhe des Stimmrechts (§ 134 Abs. 1 S. 1 AktG)

§ 134 AktG knüpft unmittelbar an die Regelung des § 12 AktG an<sup>395</sup> und gestaltet den „one share – one vote“ Grundsatz inhaltlich aus. Jede Aktie verleiht das Stimmrecht, § 12 Abs. 1 S. 1 AktG und zwar abgestuft nach ihrem Anteil am Kapital, § 134 Abs. 1 S. 1 AktG. Den Grundsatz der Proportionalität stellt § 134 Abs. 1 S. 1 AktG für Stück- und Nennbetragsaktien deren Wesen folgend auf unterschiedliche Art und Weise her. Stückaktien, die zwingend den gleichen Anteil am Grundkapital verbriefen (§ 8 Abs. 3 S. 2 AktG), verleiht § 134 Abs. 1 S. 1 AktG jeweils ein Stimmrecht pro Aktie.<sup>396</sup> Bei Nennbetragsaktien wird die Proportionalität zum Anteil am gezeichneten Kapitalbetrag auf andere Weise hergestellt. Soweit lediglich Aktien mit gleichem Nennbetrag ausgegeben sind, gewährt jede Aktie ein Stimmrecht.<sup>397</sup> Falls Aktien mit unterschiedlichen Nennbeträgen ausgegeben werden, ist eine entsprechende Umrechnung notwendig.<sup>398</sup>

#### 5. Stimmkraft nach vollständiger Leistung der Einlage (§ 134 Abs. 2 S. 1 AktG)

Gemäß § 134 Abs. 2 S. 1 AktG entsteht das Stimmrecht erst, wenn die Einlage vollständig erbracht ist. Nicht ausreichend ist, anders als für die Anmeldung der Gesellschaft zum Handelsregister, die

---

<sup>392</sup> Kölner Komm AktG/*Dauner-Lieb*, AktG, § 12 Rn. 4.

<sup>393</sup> GroßKomm AktG/*Mock*, AktG, § 12 Rn. 2.

<sup>394</sup> *Seibt*, ZGR 2010, 795 (814).

<sup>395</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 3; siehe zum Zusammenhang der beiden Vorschriften auch MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 134 Rn. 1; Grigoleit/*Herrler*, AktG, § 134 Rn. 1; Hölters/*Hirschmann*, AktG, § 134 Rn. 1; Hüffer/*Koch*, AktG, § 134 Rn. 1; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 134 Rn. 2; K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 134 Rn. 1.

<sup>396</sup> Hopt/*Wiedemann/Grundmann*, AktG, § 134 Rn. 36; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG § 134 Rn. 6; Hüffer/*Koch*, AktG, § 134 Rn. 2; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 134 Rn. 5; *Baums*, AG 1990, 221; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 72.

<sup>397</sup> *Baums*, AG 1990, 221 (222); K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 134 Rn. 9; Hopt/*Wiedemann/Grundmann*, AktG, § 134 Rn. 49; Hüffer/*Koch*, AktG, § 134 Rn. 2.

<sup>398</sup> Zu den Einzelheiten: Hopt/*Wiedemann/Grundmann*, AktG, § 134 Rn. 49; Hölters/*Hirschmann*, AktG, § 134 Rn. 8.

Einzahlung des Mindestbetrags gemäß §§ 36 Abs. 2, 36a Abs. 1 AktG.<sup>399</sup> Gemäß §§ 36a Abs. 2 S. 1 AktG, 37 Abs. 1 AktG sind sowohl Bar-, als auch Sacheinlagen erst geleistet, wenn sie endgültig zur freien Verfügung des Vorstands der Gesellschaft stehen.

Diese Regelung macht die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ebenfalls deutlich. Erst wenn der Inferent durch die Leistung seiner Einlage tatsächlich das Bekenntnis zur Risikoträgerschaft erbracht hat, wird er durch das Stimmrecht in die Lage versetzt, Einfluss auf die Ausrichtung der Gesellschaft zu nehmen. Die Stimmrechtsmacht soll exakt dem realen Kapitaleaufwand entsprechen.<sup>400</sup> Dieses Ziel erfordert aber nach überzeugender Ansicht die vollständige Leistung der Einlage durch den Aktionär nicht, denn dieser kann sich als unbedingter Einlageschuldner seinem finanziellen Engagement nicht mehr entziehen, vielmehr kann die Gesellschaft die Einlageschuld bis zu den Grenzen der Vollstreckbarkeit durchsetzen.<sup>401</sup> Bereits die Einlageschuld würde damit die notwendige Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit herstellen. In der Praxis herrscht jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften der Grundsatz der sofortigen Volleinzahlung vor.<sup>402</sup>

Ausweislich der gesetzgeberischen Intention ist Zweck des § 134 Abs. 2 S. 1 AktG, für die Aktionäre einen Erfüllungsanreiz hinsichtlich ihrer Einlageleistung zu schaffen.<sup>403</sup> Hierdurch dient die Norm der realen Kapitalaufbringung. Insbesondere bei Publikumsgesellschaften fällt die Anreizwirkung jedoch relativ gering aus, da die Bedeutung des Stimmrechts in diesen Gesellschaften nicht sehr groß ist.<sup>404</sup> Eine abweichende Beurteilung ergibt sich hingegen für Aktiengesellschaften mit einem geschlossenen Aktionärskreis, in welchen die Druckwirkung unter Umständen durchaus erheblich sein kann.<sup>405</sup>

## 6. Ordnungswidrigkeitstatbestände (§ 405 Abs. 3 AktG)

Die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit betreffen auch die Ordnungswidrigkeitstatbestände des § 405 Abs. 3 AktG. Diese stellen eine solche Verbindung

<sup>399</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 134 Rn. 3.

<sup>400</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 31.

<sup>401</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 31; *Hopt/Wiedemann/Grundmann*, AktG, § 134 Rn. 28.

<sup>402</sup> *Marsch-Barner/Schäfer/Marsch-Barner*, § 34 Rn. 94; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 31.

<sup>403</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum ARUG, BT-Drs. 16/13098, S. 39; *Hüffer/Koch*, AktG, § 134 Rn. 16; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 30; *K. Schmidt/Lutter/Spindler*, AktG, § 134 Rn. 30; *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 134 Rn. 29.

<sup>404</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 30, vgl. oben unter D.II.5.d).

<sup>405</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 30.

weniger her, sondern sichern sie ab. Sie ahnden die Trennung der beiden Elemente durch eine Geldbuße bis zu einer Höhe von 25.000 Euro, § 405 Abs. 3 AktG. Die Verbindung wird durch die Ausfüllungsvorschriften zu den jeweiligen Bußgeldtatbeständen hergestellt. Alle Tatbestände des § 405 AktG setzen nach § 10 OWiG Vorsatz voraus und können gemäß § 13 Abs. 2 OWiG nur geahndet werden, wenn sie vollendet sind.<sup>406</sup>

Im vorliegenden Kontext besonders hervorzuheben ist der Tatbestand des Aktienmissbrauchs ohne Vertretungsbefugnis und Einwilligung gemäß § 405 Abs. 3 Nr. 1 AktG. Der Täterkreis ist bei diesem Bußgeldtatbestand nicht beschränkt, Täter kann jedermann sein.<sup>407</sup> Geschütztes Rechtsgut der Vorschrift sind die Interessen der Aktiengesellschaft und der Aktionäre an der Unverfälschtheit der aktienrechtlichen Meinungs- und Willensbildung.<sup>408</sup> Folge dieses Zwecks ist eine weite Auslegung des Begriffs der Aktie, welcher auch Zwischenscheine und die Stimmrechte einer Aktiengesellschaft, die keine Aktien ausgegeben hat, erfassen.<sup>409</sup> Aus dieser extensiven Auslegung und dem Schutzzweck der Norm zeigt sich eindeutig, dass Ziel der Vorschrift gerade ist, die Verbindung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch die Drohkulisse einer Geldbuße abzusichern.

Ebenfalls hervorzuheben ist das Verbot des Stimmenverkaufs (§ 405 Abs. 3 Nr. 6 AktG) bzw. Stimmenkaufs (§ 405 Abs. 3 Nr. 7 AktG). Da eine weitgehende Übereinstimmung mit den Bestechungstatbeständen der §§ 331 ff. StGB besteht, können die hierzu entwickelten Auslegungsregeln und die in der Rechtsprechung herausgearbeiteten Grundsätze herangezogen werden.<sup>410</sup> Nicht erfasst von den Tatbeständen der § 405 Abs. 3 Nr. 6, Nr. 7 AktG ist das Abstimmungsverhalten im Rahmen von Stimmrechtsvereinbarungen, da die Bildung von Konsortial-, Pool- oder sonstigen Stimmrechtsverträgen allgemein als zulässig angesehen wird.<sup>411</sup> Letzteres ist mit der herausgearbeiteten Kopplungsfunktion zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit übereinstimmenden, denn bei Konsortial-, Pool- oder sonstigen Stimmrechtsverträgen kommt es bei den jeweiligen Partnern solcher Vereinbarungen nicht zu

---

<sup>406</sup> Bürgers/Körber/Peltz, AktG, § 405 Rn. 1; MüKoAktG/Schaal, AktG, § 405 Rn. 7; Spindler/Stilz/Hefendehl, AktG, § 405 Rn. 7; Hölter/Müller-Michaels, AktG, § 405 Rn. 4; Henssler/Strohn GesR/Raum, AktG, § 405 Rn. 4.

<sup>407</sup> MüKoAktG/Schaal, AktG, § 405 Rn. 73; Spindler/Stilz/Hefendehl, AktG, § 405 Rn. 35.

<sup>408</sup> MüKoAktG/Schaal, AktG, § 405 Rn. 75; OLG Kiel HEST 2, 88 (89); Kölner Komm AktG/Altenhain, AktG, § 405 Rn. 33; Spindler/Stilz/Hefendehl, AktG, § 405 Rn. 37.

<sup>409</sup> H.M. MüKoAktG/Schaal, AktG, § 405 Rn. 77; Kölner Komm AktG/Altenhain, AktG, § 405 Rn. 35.

<sup>410</sup> MüKoAktG/Schaal, AktG, § 405 Rn. 141.

<sup>411</sup> Bürgers/Körber/Peltz, AktG, § 305 Rn. 16; GroßKomm AktG/Otto, AktG, § 305 Rn. 130.

einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch die Abstimmung. Dementsprechend ist die Anreizfunktion der wirtschaftlichen Betroffenheit nicht verzerrt.

## 7. **Abschaffung des Haftungsprivilegs gemäß § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG a. F.**

Bei näherer Betrachtung kann auch aus der gesetzgeberischen Entscheidung, das Haftungsprivileg für Großaktionäre des § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG a. F. abzuschaffen, eine auf die Koppelung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit gerichtete Entscheidung gesehen werden. § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG a. F. stellte einen (Mehrheits-)Aktionär von einer Haftung frei, wenn der Aktionär die Verwaltung zu einer schädigenden Handlung i. S. d. § 117 Abs. 1 AktG durch Ausübung seines Stimmrechts in der Hauptversammlung veranlasst hat.<sup>412</sup> Hintergrund dieser ungewöhnlichen Regelung war, dass es nicht angehe, jeden Aktionär für die Ausübung des Stimmrechts haften zu lassen, da für die Gesellschaft und die anderen Anteilseigner durch das Anfechtungsrecht gemäß § 243 Abs. 2 AktG ein hinreichender Schutz bestehe.<sup>413</sup> Die Norm war Ausdruck des Grundsatzes der freien Stimmrechtsausübung.<sup>414</sup> Insbesondere in Folge der Kritik durch den 63. Deutschen Juristentag und die Regierungskommission Corporate Governance wurde die Vorschrift durch den Gesetzgeber des UMAG 2005 aufgehoben.<sup>415</sup> Die Möglichkeit einer Anfechtungsklage der übrigen Aktionäre wird seither auf der Ebene des Mitverschuldens gemäß § 254 BGB berücksichtigt.<sup>416</sup>

Die Koppelungsfunktion des Stimmrechts an die wirtschaftliche Betroffenheit der Aktionäre durch diese Gesetzesänderung ist nicht sofort ersichtlich. Sie erklärt sich jedoch wie folgt: Vor der gesetzlichen Änderung konnte der (Mehrheits-)Aktionär durch die Ausübung seines Stimmrechts in der Hauptversammlung eine schädigende Handlung, welche seine Mitaktionäre getroffen hat, ohne die Gefahr einer entsprechenden Haftung vornehmen. Der Ausübung des Stimmrechts stand anders gewendet lediglich eine wirtschaftliche Betroffenheit der übrigen Aktionäre gegenüber, nicht jedoch des Aktionärs, welcher das Stimmrecht ausgeübt hat. Dieser Aktionär konnte, von der Möglichkeit der Beschlussanfechtung abgesehen, sein Stimmrecht ausüben, ohne die Konsequenzen seines Handels zu spüren. Diese hatten lediglich die übrigen Aktionäre zu tragen.

---

<sup>412</sup> *Baums*, Gutachten zum 63. Deutschen Juristentag, Gutachten Teil F, F 61.

<sup>413</sup> *Baums*, Gutachten zum 63. Deutschen Juristentag, Gutachten Teil F, F 61.

<sup>414</sup> *Marsch-Barner*, ZHR 157 (1993), 172 (177).

<sup>415</sup> UMAG Begründung, BT-Drs. 15/5092, S. 12.

<sup>416</sup> UMAG Begründung, BT-Drs. 15/5092, S. 12.

Hierdurch konnte der Aktionär sein Stimmrecht auf eine seine wirtschaftliche Betroffenheit übersteigende Weise ausüben. Das Stimmgewicht war daher in solchen Fällen im Verhältnis zur wirtschaftlichen Betroffenheit überproportional, d. h. die Steuerungsfunktion der wirtschaftlichen Betroffenheit konnte in diesem Bereich keine Geltung beanspruchen. Diese missliche Lage wurde durch die Abschaffung behoben. Zwar ist eine solche Intention nicht aus den Gesetzesmaterialien ersichtlich, der beschriebene Effekt ist allerdings nicht zu leugnen.

## **8. Treupflicht**

Die Treupflicht der Aktionäre hat ebenfalls eine bisweilen in Literatur und Rechtsprechung nicht näher erörterte Koppelungsfunktion zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit des Aktionärs. Um diese bislang nicht beachtete Funktion der Treupflicht zu konturieren, sollen im Folgenden zunächst die Grundlagen der mitgliedschaftlichen Treupflicht dargestellt werden. Sodann werden die für die Koppelungsfunktion besonders hervorzuhebenden Entscheidungen des BGH „Linotype“ und „Girmes“ dargestellt. Schließlich wird die sich hieraus ergebende Verbindungsfunktion der Treupflicht für das Verhältnis zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit herausgearbeitet.

### **a) Grundlagen der Treupflicht im Aktienrecht**

Der Gedanke, die Mitglieder einer kooperationsrechtlichen Vereinigung einer besonders engen Bindung in Form der Treupflicht zu unterwerfen, stammt ursprünglich aus dem Personengesellschaftsrecht.<sup>417</sup> Begründet wurde die Erforderlichkeit der Treupflicht hier mit der besonderen persönlichen Beziehung der Gesellschafter untereinander, welche ein erhöhtes Maß an Loyalität fordert.<sup>418</sup> Durch die mitgliedschaftliche Treupflicht werden vor allem Schutzlücken hinsichtlich der Beeinträchtigung der Rechtsstellung der Aktionäre geschlossen, welche der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß § 53a AktG, die Sondertatbestände der § 117 AktG, § 243 Abs. 2 AktG, §§ 309, 317 und 323 AktG sowie das Deliktsrecht offenlassen.<sup>419</sup>

---

<sup>417</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 81; Hüffer/*Koch*, AktG, § 53a Rn. 13; Spindler/*Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 37; *Henze*, BB 1996, 489 (489).

<sup>418</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 81.

<sup>419</sup> *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 8 Rn. 7; Hüffer/*Koch*, AktG, § 53a Rn. 13.

Sowohl Rechtsprechung<sup>420</sup>, als auch Literatur<sup>421</sup> lehnten eine allgemeingültige Treupflicht für das Aktienrecht anfangs ab. In der weiteren Entwicklung bejahte die Rechtsprechung in der Linotype-Entscheidung<sup>422</sup> zunächst das Bestehen einer Treupflicht des Mehrheitsaktionärs gegenüber den Minderheitsaktionären. In der Girmes-Entscheidung<sup>423</sup> nahm der BGH dann auch eine Treupflicht der Minderheitsaktionäre gegenüber der Mehrheit an.

Nach heutigem Verständnis kann von zwei Wirkungsrichtungen der Treupflicht gesprochen werden. Zum einen von der wechselseitigen Treupflicht zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären (vertikale Treupflicht). Zum anderen von der Treupflicht der Aktionäre untereinander (horizontale Treupflicht).<sup>424</sup> Die Treupflicht hat in erster Linie rechtsbegrenzende Funktion, was vor allem für die Ausübung von Stimmrechten von Bedeutung ist.<sup>425</sup> Entstehungsgrund ist das Gesellschaftsverhältnis als Sonderrechtsbeziehung.<sup>426</sup> Die Intensität der Treubindung des Aktionärs im Einzelfall hängt von der Realstruktur des Verbandes (je personalistischer die Aktiengesellschaft, desto größer die Treubindung)<sup>427</sup> sowie von der Einflussmöglichkeit des konkreten Aktionärs auf die Interessensphäre der Gesellschaft und seiner Mitaktionäre ab.<sup>428</sup>

Hinsichtlich der dogmatischen Begründung der Treupflicht werden verschiedene Ansätze vertreten. Nach der Rechtsprechung des BGH wird die Treupflicht dogmatisch aus der Notwendigkeit hergeleitet, der Einflussmöglichkeit der Gesellschafter ein entsprechendes

<sup>420</sup> BGHZ 14, 25 (38); BGHZ 18, 350 (365); BGH, AG 1976, 218 (219).

<sup>421</sup> Hueck, Der Treuegedanken im modernen Privatrecht, S. 14 ff., dessen sehr einflussreiche Schrift (1947) jedoch unter den Eindrücken des vielfältigen Missbrauchs der Begriffe „Treue“ und „Treupflicht“ während der Zeit des Nationalsozialismus stand, vgl. hierzu Bayer/Habersack/Verse, Aktienrecht im Wandel, 579 (595).

<sup>422</sup> BGHZ 103, 184 siehe im Detail unten unter D.V.8.b)aa)

<sup>423</sup> BGHZ 129, 136.

<sup>424</sup> Seibt, ZIP 2014, 1909; Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 49 ff.; Hölters/Laubert, AktG, § 53a Rn. 17; Henssler/Strohn GesR/Lange, AktG, § 53a Rn. 8; Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 277. Die Annahme einer Treupflicht im Aktienrecht kann heute als herrschende Meinung bezeichnet werden, vgl. Lutter, JZ 1976, 225; ders., AcP 180 (1980), 84 (102 ff.); ders., ZHR 153 (1989), 446; ders., JZ 1995, 1053; ders., AG 2000, 342 (344); ders., BB 1996, 489; ders., ZHR 162 (1998), 186; ders., ZHR 172 (2008), 127 (129); Großkomm AktG/Henze/Notz, AktG, § 53a Anh. passim; Wiedemann, JZ 1989, 447; ders., DB 1993, 141 (143 f.); Zöllner, ZHR 162 (1998), 235 (236 f.); ders., AG 2000, 145 (153 ff.); Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 13 ff.; Dreher, ZHR 157 (1993), 150; ders. ZIP 1993, 332; Marsch-Barner, ZHR 157 (1993), 172; ders., ZIP 1996, 853; Timm, ZGR 1987, 403 (408 f.); ders., WM 1991, 481; Bischoff, BB 1987, 1055 (1058) jeweils m.w.N. Die früher von prominenter Seite vertretene Gegenansicht (Flume, Juristische Person, S. 268 ff.; ders., ZIP 1996, 161; Altmeyden, NJW 1995, 1749; Vetter, AG 2000, 193 (201 ff.)) kann heute als überholt bezeichnet werden, vgl. zur Darstellung des Meinungsstands auch MüKoAktG/Bungeroth, AktG, Vor 53a Rn. 19.

<sup>425</sup> Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 38; Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 8 Rn. 11; Kölner Komm AktG/Drygala, AktG, § 53a Rn. 95; K. Schmidt/Lutter/Fleischer, AktG, § 53a Rn. 55.

<sup>426</sup> Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 38; Hennrichs, AcP 195 (1995), 221 (234 f.).

<sup>427</sup> Seibt, ZIP 2014, 1909 (1910); Fleischer, NZG 2000, 561 (563 ff.)

<sup>428</sup> Seibt, ZIP 2014, 1909 (1910).

Korrektiv, welches sie zur Verantwortlichkeit gegenüber ihren Mitgesellschaftern verpflichtet, gegenüber zustellen.<sup>429</sup> Der Einflussmöglichkeit auf fremde Vermögenswerte steht eine gesteigerte Verantwortung gegenüber.<sup>430</sup> Ein anderer Begründungsansatz stellt dagegen auf die Offenheit des Verbandes<sup>431</sup> für die Zukunft ab. Welche Maßnahmen für die Verwirklichung des Verbandszwecks erforderlich sind, lässt sich im Zeitpunkt des Abschlusses des Gesellschaftsvertrags nicht absehen.<sup>432</sup> Deshalb ist der Gesellschaftsvertrag notwendigerweise lückenhaft. Die sich hieraus ergebende notwendige Offenheit des Verbandes für die Zukunft erfordert ein gesteigertes Maß an Loyalität.<sup>433</sup> Die vorzugswürdige Ansicht in der Literatur, welche namentlich von *Cahn/v. Spannenberg* vertreten wird, kombiniert die beiden zuvor genannten Elemente:<sup>434</sup> Nach Auffassung der Autoren reicht allein die Möglichkeit, auf erhebliche Vermögensinteressen der anderen Partei einzuwirken, für die Begründung einer gesteigerten Loyalitätspflicht nicht aus. Denn solange durch Gesetz und vertragliche Vereinbarungen die durch die Einwirkungsmöglichkeit entstehenden Interessenkonflikte geregelt werden können, bedürfe es keiner über Treu und Glauben hinausgehenden Loyalitätspflicht. Dies zeige sich vor allem auch daran, dass eine solche mitunter nicht einmal in Dauerschuldverhältnissen mit existenzieller Bedeutung für die Parteien angenommen wird. Die gesteigerte Pflicht zur Rücksichtnahme ist nach überzeugender Ansicht der Autoren erst dann erforderlich, wenn sich diese Interessenkonflikte aufgrund der Art der Verbindung zwischen den Parteien nicht abschließend regeln lassen. Aufgrund der Offenheit des Gesellschaftsvertrags sei dies gerade für diese Art der Sonderverbindung der Fall.

## **b) Verknüpfung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch die Rechtsprechung des BGH**

Die Koppelungsfunktion der Treupflicht für die Verbindung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit kann am besten anhand der Rechtsprechung des BGH dargestellt

---

<sup>429</sup> *Seibt*, ZIP 2014, 1909 (1910) unter Hinweis auf BGHZ 129, 136 – Girmes.

<sup>430</sup> *Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 41; BGHZ 65, 15 (18 f.); BGHZ 103, 184 (195); BGHZ 129, 136 (143 f.); *Zöllner*, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 342 ff.

<sup>431</sup> Siehe zu diesem Aspekt bereits oben unter D.I.2.a) sowie D.II.4.a).

<sup>432</sup> *Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 41.

<sup>433</sup> *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (91 f.).

<sup>434</sup> Vgl. für die folgenden Ausführungen *Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 43.

werden. Insbesondere die Entscheidungen „Linotype“ (BGHZ 103, 184) und „Girmes“ (BGHZ 129, 136), in welchen der BGH die Treupflicht im Aktienrecht maßgeblich konturiert hat, sind hierbei genau zu untersuchen.

## **aa) Linotype-Entscheidung des BGH**

### **(i) Sachverhalt**

Die beklagte D. Stempel AG war eine deutsche Schriftgießerei. Die am 24. April 1985 stattfindende Jahreshauptversammlung der Gesellschaft beschloss mit den Stimmen der Mehrheitsgesellschafterin, der Linotype GmbH die über 96 Prozent des Grundkapitals hielt, die Auflösung der Gesellschaft.<sup>435</sup> Für eine solche war nach der Satzung der beklagten Aktiengesellschaft eine 4/5 Mehrheit erforderlich. Hintergrund des Auflösungsbeschlusses war, dass die Mehrheitsgesellschafterin das Fertigungsprogramm der Beklagten D. Stempel AG in ihren Produktionsbereich eingliedern wollte. Dieses Ziel konnte die Mehrheitsgesellschafterin auf dem Weg der rechtsändernden oder verschmelzenden Umwandlung mit Rücksicht auf das gesetzliche Erfordernis der Zustimmung aller Aktionäre nicht erreichen.<sup>436</sup> Deswegen wollte die Mehrheitsaktionärin der beklagten Gesellschaft im Zuge der Abwicklung ein Angebot zur Übernahme der Betriebseinrichtungen sowie der Mitarbeiter unterbreiten. Gegen diesen Beschluss der Hauptversammlung erhob der Kläger, welcher als Minderheitsaktionär mit vier Stimmen an der Gesellschaft beteiligt war, eine Anfechtungsklage zur Nichtigkeitklärung des Auflösungsbeschlusses. Der Kläger sah in der beschlossenen Auflösung der Gesellschaft sowohl einen Stimmrechtsmissbrauch (Missbrauch der Mehrheitsmacht) als auch eine unzulässige Umgehung der Vorschriften des Umwandlungsgesetzes.<sup>437</sup>

---

<sup>435</sup> BGHZ 103, 184, Juris Rn. 2.

<sup>436</sup> BGHZ 103, 184, Juris Rn. 2. Nach der zum Zeitpunkt der Entscheidung in § 369 Abs. 1 S. 2 AktG geregelten Rechtslage war für eine solche Umwandlung die Zustimmung aller Aktionäre erforderlich, nach heutiger Rechtslage reicht gemäß § 240 Abs. 1 S. 1 UmwG eine dreivierteil Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals aus. Eine entsprechende Mehrheit ist nach aktueller Rechtslage für den Verschmelzungsbeschluss erforderlich.

<sup>437</sup> BGHZ 103, 184 Juris, Rn. 3.

## (ii) Durch den Bundesgerichtshof aufgestellte Grundsätze

Im vorliegend interessierenden Teil der Entscheidung arbeitete der BGH zunächst heraus, dass auch zwischen den Aktionären der Gesellschaft eine Treupflicht besteht.<sup>438</sup> Dies hatte der entscheidende Senat bereits für die Gesellschafter einer GmbH anerkannt.<sup>439</sup> Den Grund für die Annahme einer Treupflicht im Verhältnis zwischen den Gesellschaftern einer GmbH sah der BGH zum einen darin, dass die GmbH in ihrer Ausgestaltung im Einzelfall in erheblichem Maß einer Personengesellschaft angenähert sein kann. Zum anderen in den erheblichen Einwirkungsmöglichkeiten der Mehrheitsgesellschafter auf die Geschäftsführung der Gesellschaft und dadurch mittelbar auf die Interessen der Mitgesellschafter. Diese Einwirkungsmöglichkeit bedürfe als Gegengewicht der Treupflicht als Rücksichtnahmepflicht.<sup>440</sup>

Während der Senat in einer früheren Entscheidung<sup>441</sup> das Bestehen einer Treupflicht im Sinne einer über die allgemeinen Rechtsgrundsätze der §§ 226, 242 und 826 BGB hinausgehenden Bindung der Aktionäre untereinander verneint hatte, überträgt der Senat in der Linotype-Entscheidung die für die GmbH entwickelten Grundsätze auf die Aktiengesellschaft.<sup>442</sup> Auch in dieser, so der Senat, könne eine Einwirkung des Mehrheitsgesellschafters auf die Geschäftsführung der Gesellschaft zu einer Beeinträchtigung der Interessen der Minderheitsgesellschaft führen, sodass es auch in der Aktiengesellschaft der Treupflicht der Aktionäre untereinander als Korrektiv zur Rücksichtnahme bedarf.<sup>443</sup> Außerdem könne eine Aktiengesellschaft in ihrer Struktur im Wesentlichen einer Personengesellschaft angenähert sein, was die Annahme der Treupflicht zwischen den Aktionären ebenfalls rechtfertigt. Hierbei stellte der Senat jedoch fest, dass die Gesellschafterpflichten der Minderheitsaktionäre in der Regel nicht durch die Treupflicht bestimmt werden.

---

<sup>438</sup> BGHZ 103, 184 Juris, Rn. 18.

<sup>439</sup> BGHZ 65, 15.

<sup>440</sup> BGHZ 65 15, Juris Rn. 18/19.

<sup>441</sup> BGHZ 18, 350 (365).

<sup>442</sup> Vgl. jedoch *Lutter*, ZHR 153 (1989), 446 (447) mit dem Hinweis, dass diese Entscheidung lediglich die Wiedereinführung der Ansicht des Reichsgerichts (RGZ 132, 149 (162)) darstellt.

<sup>443</sup> BGHZ 103, 184, Juris Rn. 18.

## bb) Girmes-Entscheidung des BGH

Von besonderem Interesse sind in vorliegendem Zusammenhang auch die in der Girmes-Entscheidung<sup>444</sup> entwickelten Grundsätze. Die Girmes-Entscheidung des BGH wird als Meilenstein der aktienrechtlichen Treupflichtdogmatik bezeichnet.<sup>445</sup>

### (i) Sachverhalt<sup>446</sup>

Die Girmes Werke AG, ein führender Hersteller von dreidimensionalen Gewebestoffen, war aufgrund von Umsatzverlusten und Pensionszusagen in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten. Aus diesem Grund hatte die Gesellschaft seit 1982 keine Dividende mehr an ihre Aktionäre ausgeschüttet. Für die Jahre 1987 und 1988 erwirtschaftete sie Verluste in Höhe von 14,3 Mio. DM und 13 Mio. DM.<sup>447</sup> Ihre Verbindlichkeiten gegenüber der Pensionskasse betragen zum Schluss des Jahres 1987 54,8 Mio. DM. Für das Jahr 1993 zeichneten sich Pensionsverpflichtungen in Höhe von 75 Mio. DM ab. Auf der für den 3. Februar 1989 einberufenen Hauptversammlung zeigte der Vorstand an, dass nach der vorläufigen Jahresbilanz per 31. Dezember 1988 das Grundkapital von 49,9165 Mio. DM um die Hälfte unterschritten war und legte zugleich ein Sanierungskonzept für die Gesellschaft vor, nach welchem die Gläubiger der Gesellschaft bereit waren, auf Forderungen in Höhe von 78 Mio. DM zu verzichten. Um die Bilanz weiter auszugleichen, sollte ferner das Grundkapital im Verhältnis 5:2 herabgesetzt werden und ein genehmigtes Kapital i. H. v. 9,9833 Mio. DM geschaffen werden.<sup>448</sup>

Während die Hauptversammlung dem genehmigten Kapital mit der erforderlichen Mehrheit zugestimmt hatte, scheiterte die Kapitalherabsetzung, da sich für diese nicht die nach dem Gesetz erforderliche Mehrheit fand (42,39 Prozent Nein-Stimmen zu 57,61 Prozent Ja-Stimmen). Demnach sprach sich zwar eine Mehrheit, jedoch eben nicht die erforderliche qualifizierte Mehrheit für die Sanierung der Gesellschaft aus.<sup>449</sup> Daraufhin wurde auf Antrag des

---

<sup>444</sup> BGHZ 129, 136 ff. (Leitsatz und Gründe); BGH, ZIP 1995, 819 ff.

<sup>445</sup> Fleischer/Thiessen/Schmolke, Gesellschaftrechts-Geschichten, S. 435; Lutter, JZ 1995, 1053 (1056), welcher das Urteil als „Schlußstein zum Thema der Treupflicht des Aktionärs“ bezeichnet.

<sup>446</sup> Siehe sehr ausführlich Fleischer/Thiessen/Schmolke, Gesellschaftrechts-Geschichten, S. 435 ff., welcher die Entscheidung auch in den historischen Kontext einordnet.

<sup>447</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (820).

<sup>448</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (820).

<sup>449</sup> Reichert, NZG 2018, 134 (137).

Vergleichsverwalters am 28. Februar 1989 über das Vermögen der Gesellschaft der Anschlusskonkurs eröffnet. Die Aktien der Girmes Werke AG wurden in der Folge wertlos. Der Beklagte war Herausgeber des „Effecten-Spiegel“, einem Journal, welches Börsenbriefe für Aktionäre veröffentlicht. Er war maßgeblich an der Aktiengesellschaft beteiligt, welche diese Zeitschrift verlegte.<sup>450</sup> In der Zeitschrift vertrat er die Ansicht, das durch die Verwaltung der Girmes Werke AG vorgeschlagene Sanierungskonzept benachteilige einseitig die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft. Deshalb warb er dafür, dass die Aktionäre der Gesellschaft ihm Stimmrechtsvollmacht erteilen sollten, um gegen die geplante Kapitalherabsetzung zu stimmen. In Folge dessen erteilten so viele Aktionäre dem Beklagten Vollmacht, dass dieser eine Sperrminorität erreichte, was maßgeblich zu dem oben dargestellten Abstimmungsergebnis führte.<sup>451</sup> Der Kläger, der dem Beklagten keine Stimmrechtsvollmacht erteilt hat, nahm diesen auf Schadensersatz u.a. aus Treupflichtverletzung in Anspruch, da er ihn für das Scheitern der Sanierung der Girmes Werke AG und die sich daraus ergebende Entwertung des Aktienbesitzes verantwortlich machte.

## **(ii) Durch den Bundesgerichtshof aufgestellte Grundsätze**

In den für die Koppelung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit maßgeblichen Passagen der Entscheidung stellte der entscheidende Senat zunächst fest, dass auch eine Treupflicht des Minderheitsaktionärs gegenüber dem Mehrheitsaktionär bzw. gegenüber anderen Minderheits- oder Kleinaktionären besteht.<sup>452</sup> Hierbei sieht der Senat den Kerngedanken der Treupflicht darin, dass dem Maß des Einflusses des Aktionärs das Maß seiner Verantwortung mit der sich daraus ergebenden Pflicht zur Rücksichtnahme auf die Interessen der Gesellschaft und die gesellschaftsbezogenen Belange der Mitgesellschafter entspricht.<sup>453</sup> Anders gewendet beschreibt der BGH einen Gleichlauf zwischen Einfluss und Verantwortung.

Den Minderheitsaktionären stehen nach Ansicht des BGH Rechte zu, deren Wahrnehmung im Einzelfall in einer Art und Weise möglich ist, die für die gesellschaftsbezogenen Belange der übrigen Aktionäre nachteilig sein kann und bei deren Ausübung auf diese Interessen Rücksicht

---

<sup>450</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (820).

<sup>451</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (820).

<sup>452</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (821).

<sup>453</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (821).

genommen werden muss.<sup>454</sup> Da der Kleinaktionär durch die Ausübung des Stimmrechts oftmals keinen Einfluss zu nehmen vermag, kommt eine entsprechende Rücksichtnahmepflicht in der Regel nicht zum Tragen. Das ändert sich jedoch, wenn die Minderheitsbeteiligung den Aktionär aufgrund der Beteiligungshöhe in die Lage versetzt, bestimmte Rechte durchzusetzen oder die Fassung wirksamer Beschlüsse zu verhindern.<sup>455</sup> In diesem Fall kann der Minderheitsaktionär die Rechte nur in den Grenzen der Treupflicht geltend machen. Da den Beklagten als Stimmrechtsvertreter mangels Gesellschafterstellung keine eigene Treupflicht trifft, verneint der Senat eine Schadensersatzpflicht aufgrund einer Treupflichtverletzung. Im gleichen Satz bejaht er, beinahe beiläufig, jedoch einen Verstoß der Aktionäre gegen die Treupflicht durch die Bevollmächtigung des Beklagten.<sup>456</sup>

**cc) Erkenntnisse aus den vorgenannten Entscheidungen und den Grundsätzen zur Treupflicht betreffend die Koppelung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit**

Fraglich ist, welcher Erkenntnisgewinn für die Verknüpfung zwischen Stimmrecht des Aktionärs und dessen wirtschaftlicher Betroffenheit aus den vorstehenden Entscheidungen, den Grundsätzen und insbesondere der dogmatischen Herleitung der Treupflicht gezogen werden kann.

**(i) Erkenntnisse aus der Linotype-Entscheidung**

Zunächst ist festzuhalten, dass in beiden Entscheidungen der Gedanke der Treupflicht als Schranke der Stimmrechtsausübung zum Ausdruck kommt.<sup>457</sup> Durch die Anerkennung der Treubindung der Mehrheitsaktionäre gegenüber den Minderheitsaktionären im Fall Linotype koppelt der BGH implizit die Stimmrechtsmacht des Mehrheitsaktionärs an dessen wirtschaftliche Betroffenheit. Der Mehrheitsaktionär hat bei solchen Entscheidungen, welche in die Interessen der Minderheitsaktionäre eingreifen, auf deren Belange entsprechend Rücksicht zu nehmen. Die

---

<sup>454</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (821).

<sup>455</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (822).

<sup>456</sup> BGH, ZIP 1995, 819 (823).

<sup>457</sup> Vgl. zur Treupflicht als Schranke der Stimmrechtsausübung MüKoAktG/Heider, Vorbemerkung Band 1 Rn. 27.

Treubindung des Mehrheitsaktionärs kann in diesem Zusammenhang als Begrenzung der Mehrheitsmacht gegenüber der Aktionärsminderheit verstanden werden.<sup>458</sup>

Die Koppelung besteht insoweit, als durch die eingrenzende Treupflicht eine Kongruenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit hergestellt wird. Die Treupflicht wird als potenzielles Korrektiv immer dann aktiviert, wenn in die Interessen der Minderheitsaktionäre eingegriffen wird. Hiermit sind gerade solche Fälle erfasst, in welchen die Stimmrechtsausübung den Bereich der eigenen wirtschaftlichen Betroffenheit übersteigt.

Die wirtschaftliche Betroffenheit im Sinne der vorliegenden Abhandlung konstituiert sich aus allen wirtschaftlichen Folgen in der Phase des Innehabens der Aktien.<sup>459</sup> Durch den Auflösungsbeschluss und die in der Folge angestrebte Eingliederung des Fertigungsprogramms der Beklagten D. Stempel AG in den Produktionsbereich der Mehrheitsgesellschafterin wird zwar der Residualanspruch des Minderheitsgesellschafters nicht wesentlich beeinträchtigt, denn für die Übertragung des Fertigungsprogramms ist ein angemessener Kaufpreis zu entrichten, welcher in das Vermögen der Gesellschaft gelangt und sodann im Wege der Verteilung des Abwicklungsüberschusses gemäß § 271 AktG auch an den betreffenden Minderheitsaktionär ausgeschüttet werden würde. Allerdings wird die wirtschaftliche Betroffenheit im Sinne der eingeführten Definition dadurch beeinträchtigt, dass die Gesellschaft infolge des Auflösungsbeschlusses ihren werbenden Betrieb einstellt, sodass die sich hieraus für den einzelnen Aktionär ergebenden Elemente der wirtschaftlichen Betroffenheit, namentlich Anspruch auf Dividendenzahlung, etwaig entstehende Bezugsrechte oder auch die Möglichkeiten von Kursgewinnen bzw. Steigerungen des Anteilswertes für die Zukunft entfallen.

Da hierdurch von der Stimmrechtsausübung nicht lediglich der das Stimmrecht ausübende (Mehrheits-)Aktionär betroffen ist, kann die anreizsteuernde Wirkung der mit dem Kapitaleinsatz einhergehenden wirtschaftlichen Betroffenheit nicht vollends durchgreifen. Der insoweit „überproportionale“ Teil der Auswirkungen des Stimmrechts, d. h. der Teil der Auswirkungen, der über die Selbstbetroffenheit hinausgeht, wird durch die Treupflicht als notwendiges Korrektiv geregelt. Da unter der Treupflicht eine Pflicht der Gesellschafter, den Zweck ihrer Gesellschaft aktiv zu fördern und alles zu unterlassen, was der Gesellschaft schadet, verstanden wird,<sup>460</sup> ist die

---

<sup>458</sup> Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 337, 350.

<sup>459</sup> Vgl. unter D.IV.2.

<sup>460</sup> Lutter, JZ 1976, 225 ff.; Kort, ZIP 1990, 294 ff.

Treupflicht im vorliegenden Zusammenhang anreizstrukturierendes Korrektiv zu dem Bereich der Stimmrechtsausübung zu verstehen, der mangels Selbstbetroffenheit des Aktionärs nicht durch dessen Kapitaleinsatz handlungsleitend kontrolliert wird. Hierdurch wird sichergestellt, dass in den Bereichen, in welchen die Stimmrechtsausübung nicht durch den Kapitaleinsatz gesteuert wird, dennoch eine Verpflichtung auf die Förderung der Zwecke der Gesellschaft erfolgt. In das durch *Easterbrook* und *Fischel* eingeführte Modell übertragen kann davon gesprochen werden, dass dort, wo der Ausübung des Stimmrechts durch den Aktionär keine proportional entsprechende Auswirkung auf dessen Residualanspruch gegenübersteht, die Treupflicht korrigierend heranzuziehen ist.

## **(ii) Erkenntnisse aus der Girmes-Entscheidung**

Noch deutlicher wird dies *sub specie* der Grundsätze, die der BGH in der Girmes-Entscheidung aufgestellt hat. Denn dieser Fall trägt die Besonderheit in sich, dass die Minderheitsaktionäre bei der Abstimmung ein sogar gesetzlich verankertes Recht in Form ihrer Sperrminorität ausgeübt hatten. Durch ihre blockierende Haltung haben sie jedoch die Sanierung der Gesellschaft verhindert.<sup>461</sup> Eine Entscheidung, welche nicht nur sie selbst betraf, sondern auch alle anderen Aktionäre der Gesellschaft. In die hier verwendete Nomenklatur übersetzt kann davon gesprochen werden, dass die Stimmrechtsausübung den Bereich der eigenen wirtschaftlichen Betroffenheit der Aktionäre überstiegen hat. Unter die wirtschaftliche Betroffenheit im Sinne der vorliegenden Abhandlung fallen nach der eingeführten Definition<sup>462</sup> alle Elemente in der Phase des Innehabens der Aktien, d.h. insbesondere alle Elemente, die bei wirtschaftlicher Betrachtung Ausdruck des Residualanspruchs der Aktionäre sind. Im Fall „Girmes“ übersteigt die durch den Stimmrechtsvertreter vorgenommene Ausübung des Stimmrechts der Minderheitsaktionäre den Bereich ihrer eigenen wirtschaftlichen Betroffenheit, denn durch die Verhinderung der mehrheitlich angestrebten Sanierung der Gesellschaft entwerten sie nicht nur ihren eigenen Residualanspruch, sondern auch den der Mehrheit.

Die anreizstrukturierende Wirkung der wirtschaftlichen Betroffenheit versagte auch in diesem Fall, da die Minderheit den Effekt ihrer Entscheidung nur zum Teil im Sinne einer vollständigen Entwertung ihrer Beteiligung und ihres Residualanspruchs zu tragen hatten. Zum Großteil wurde

---

<sup>461</sup> Jedenfalls indirekt über den Stimmrechtsvertreter.

<sup>462</sup> Vgl. unter D.IV.

dieser durch die Mehrheitsaktionäre getragen. Auch in diesem Bereich findet eine Korrektur und somit eine Koppelung des Stimmrechts an die wirtschaftliche Betroffenheit durch die Treupflicht statt.

Im Fall Girmes kann dies an dem verfügbaren Zahlenmaterial verdeutlicht werden. Bei einem Grundkapital von 49,9165 Mio. DM bestanden 535,374 Stimmrechte in der Gesellschaft. Einem Stimmrecht stand demnach ein anteiliger Betrag am Grundkapital von 93,27 DM gegenüber. Den 209,700 Stimmen, welche der Beklagte als Stimmrechtsvertreter vertrat, stand demnach ein anteiliger Betrag von 19,558,719 DM am Grundkapital gegenüber. Dennoch war er aufgrund der erreichten Sperrminorität in der Lage, für 100 Prozent des Kapitals die Sanierung der Gesellschaft zu verhindern. Der Bereich, der nicht durch die Verbindung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erfasst wird, d. h. vorliegend der anteilige Betrag am Grundkapital von 30,357,781 DM, wurde durch die Treupflicht als notwendiges Korrektiv erfasst.

### **(iii) Erkenntnisse aus der dogmatischen Herleitung durch *Cahn/v. Spannenberg***

Die Verbindung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit des Aktionärs durch die Treupflicht kann auch aus der durch *Cahn/v. Spannenberg* eingeführten dogmatischen Begründung für die Treupflicht hergeleitet werden. Wie dargestellt ist nach Ansicht der Autoren die Kombination aus Einwirkungsmöglichkeit auf die Interessen der Mitgesellschafter und Offenheit des Gesellschaftsvertrags der Grund für die Erforderlichkeit der besonderen Treubindungen innerhalb der Gesellschaft.

Vor allem das Abstellen auf die Offenheit des Gesellschaftsvertrags ist bemerkenswert. Diese Offenheit ist nach hergebrachter Ansicht und wie oben unter D.II.4.a) dargestellt ein Grund für die Erforderlichkeit des Stimmrechts des Aktionärs. Der Gesellschaftsvertrag ist aufgrund seiner Lückenhaftigkeit und Offenheit „nach vorne“ anpassungsbedürftig und kann daher die Verhältnisse der Gesellschafter nicht abschließend regeln. Die Anpassungsbedürftigkeit rechtfertigt das Stimmrecht des Aktionärs.

Die Treupflicht soll der Anpassung unter dem durch *Cahn/v. Spannenberg* eingeführten Aspekt gewisse Grenzen setzen, sodass eine Adaption nicht auf eine die Treupflicht verletzende Weise in die Interessensphäre der Mitaktionäre eingreift. Die Treupflicht hat demzufolge eine handlungsleitende Funktion. An dieser Stelle wird der unmittelbare Zusammenhang zwischen Treupflicht und Proportionalitätsprinzip und damit zugleich die Koppelungsfunktion der

Treupflicht zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit evident: Durch die Proportionalität zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit soll eine angemessene Anreizstruktur im Rahmen der Willensbildung innerhalb des Verbandes geschaffen werden.<sup>463</sup> In bestimmten Konstellationen ermächtigen Gesetz oder Satzung jedoch eine Stimmrechtsausübung, welche „überproportional“ ist, da sie in die Interessensphären der Mitaktionäre eingreift. Dies ist vor allem bei Sperrminoritäten der Fall (Girmes). In solchen Fällen wird, jedenfalls dann, wenn die Minderheitenrechte zur Obstruktion oder unter Inkaufnahme der Existenzgefährdung der Gesellschaft geltend gemacht werden<sup>464</sup>, durch die Treupflicht eine Rückkoppelung der Stimmrechtsmacht auf den Bereich der eigenen wirtschaftlichen Betroffenheit vorgenommen. Aufgrund des Verständnisses der Treupflicht als Pflicht zur Förderung des Gesellschaftszwecks erfüllt die Treupflicht diese Rückkopplungsfunktion optimal. Nicht jede „überproportionale“ d. h. die Interessen der Mitgesellschafter beeinträchtigende Stimmrechtsausübung ist als treuwidrig zu beurteilen, sondern nur eine solche, die dem Gesellschaftszweck zuwiderläuft.

Auch wenn *Cahn/v. Spannenberg* die Verbindung zwischen der Treupflicht und dem Proportionalitätsgrundsatz nicht ausdrücklich herstellen, so klingt er bei den Autoren doch an: „Je geringer die eigene Beteiligung ist, desto größer ist der Anteil der Drittinteressen, auf deren Gestaltung der Aktionär mithilfe seiner Teilhaberechte Einfluss nehmen kann“.<sup>465</sup> In die hier verwendete Nomenklatur übertragen bedeutet dies: Je geringer die eigene Beteiligung, desto größer das Potenzial einer überproportionalen Stimmrechtsausübung, d. h. einer Stimmrechtsausübung, der keine eigene wirtschaftliche Betroffenheit gegenübersteht.

#### **dd) Zwischenergebnis**

Zusammenfassend kann die Treupflicht in den dargestellten Entscheidungen daher als Koppelungsinstrument für diejenigen Bereiche verstanden werden, in welchen die wirtschaftliche Betroffenheit in Form des Kapitaleinsatzes als Koppelungsinstrument nicht voll durchgreift. Dies sind vor allem solche Fälle, in welchen das Gesetz oder die Satzung Minderheitsaktionären eine potenziell überproportionale Stimmrechtsausübung ermöglicht. Hier ist die Treupflicht als notwendiges Koppelungs- oder präziser- Rückkoppelungsinstrument anzusehen. Diese bislang in

---

<sup>463</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 J.L. & Econ. 395 (408 ff.).

<sup>464</sup> *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 6 Rn. 14.

<sup>465</sup> *Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 44.

Bezug auf die Treupflicht nicht erörterte Funktion wird im Folgenden als *proportionalitätsfördernde Dimension der Treupflicht* bezeichnet.

## **VI. Ergebnis der Definition: Der proportional betroffene Aktionär als optimaler Corporate Governance Akteur**

Das aufgrund ökonomischer Erkenntnisse als sinnvoll erachtete und auf rechtlicher Ebene nachgezeichnete Bild des Aktionärs, dessen Stimmrecht in proportionalem Umfang zu seiner wirtschaftlichen Betroffenheit steht, ist zusammenzufassen. Ziel der Zusammenfassung ist es, das gesetzgeberische Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs als Stimmrechtsträger und damit Corporate Governance Akteur darzustellen.

### **1. Proportionale Betroffenheit als opportunismusminimierende Komponente (Rechtsschutz)**

Wie unter D.I.2.b)bb) dargestellt entsprechen die Opportunismusooptionen eines *stakeholders* dessen rechtlicher und faktischer Einflussposition im Rahmen der Transaktionsbeziehung. Die Position wird durch die gesetzlich normierten Befugnisse und Pflichten determiniert. Übertragen auf einen Aktionär ist primäre Einwirkungsmöglichkeit auf die Vielzahl der durch das Gesellschaftsverhältnis geregelten vertraglichen Beziehungen das Stimmrecht. Im vorliegend interessierenden Corporate Governance Kontext sind die unter D.II.5.c) dargestellten Einwirkungsmöglichkeiten des Aktionärs maßgeblich zu beachten. Bei der Wahrnehmung dieser Rechte besteht folglich die Gefahr des opportunistischen Verhaltens durch die Aktionäre. Dieses Risiko besteht sowohl gegenüber der Verwaltung, als auch gegenüber den Mitaktionären. Gegenüber der Verwaltung kann ein opportunistisches Verhalten beispielsweise darin liegen, dass einem Vorstandsmitglied vorschnell das Vertrauen entzogen wird und er in der Folge abberufen wird.<sup>466</sup> Gegenüber den Mitaktionären besteht hingegen exemplarisch die Gefahr, dass im Rahmen einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit das Stimmrecht zum Schaden der übrigen Aktionäre ausgeübt wird.

---

<sup>466</sup> Diese Möglichkeit besteht freilich nur, wenn das Vertrauen nicht aus offensichtlich sachfremden Erwägungen entzogen worden ist.

Begrenzt werden diese Opportunismusooptionen durch die wirtschaftliche Betroffenheit als Rechtsschutz. Bei der Ausfüllung der Corporate Governance Funktion wird sich der Aktionär daher in der Regel nicht opportunistisch verhalten, denn er hat die Kosten eines solchen Verhaltens mittelbar über die wirtschaftliche Betroffenheit selbst zu tragen. Der Erwartungswert eines opportunistischen Verhaltens wird durch die wirtschaftliche Betroffenheit reduziert. Der Vorteil der wirtschaftlichen Betroffenheit als Rechtsschutzinstrument besteht in ihrer Gleichgerichtetheit. Dem gesetzlichen Idealbild nach sind alle Aktionäre gleichermaßen wirtschaftlich von ihren Entscheidungen betroffen. Dies gewährt, dass sich die Aktionäre nicht nur nicht opportunistisch gegenüber ihren Mitaktionären verhalten, sondern gleichzeitig ihr Stimmrecht auf eine die Interessen ihrer Mitaktionäre fördernde Art und Weise ausüben.

## **2. Proportionales Stimmrecht als optimales Corporate Governance Instrument**

Das proportionale Stimmrecht ist des Weiteren das optimale Corporate Governance Instrument. Es ermöglicht sowohl Vertragsanpassung als auch Überwachung der Verwaltung der Gesellschaft in der Aktiengesellschaft. Hierdurch bereitet es die Basis für den Eintritt in die unvollständigen durch das Gesellschaftsverhältnis geregelten vertraglichen Beziehungen durch die Möglichkeit der *ex post* Adaption.

## **3. Ergebnis**

Die proportionale Betroffenheit sorgt dafür, dass der Aktionär seine Corporate Governance Funktion optimal erfüllt. Ein durch die wirtschaftliche Betroffenheit als anreizstrukturierendes Element hinterlegtes Stimmrecht ist das optimale Instrument im Sinne der unter D.I.3.c) entwickelten instrumentenspezifischen Effizienzbewertung. Die wirtschaftliche Betroffenheit führt zu der geforderten Minimierung der Opportunismusooptionen, sodass es auf diese Weise zur Wohlfahrtsmaximierung in der Gesellschaft aus Sicht aller *stakeholder* beiträgt.

## **E. Trennung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit und Auswirkungen auf die Rolle des Aktionärs in der Corporate Governance**

Der erste Teil der Arbeit wurde darauf verwendet, das Bild des proportional betroffenen Aktionärs als optimalen Corporate Governance Akteur nachzuzeichnen. Hierbei wurde die Proportionalität

aus wirtschaftlicher und verfassungsrechtlicher Sicht begründet und die Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf rechtlicher Ebene aufgezeigt. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird dieses Bild nun aufgrund von Betrachtungen in der Rechtswirklichkeit wieder aufgelöst. Ziel ist es, nach einer Darstellung von Sachverhalten, in welchen das Stimmrecht mit der wirtschaftlichen Betroffenheit nicht proportional übereinstimmt, die sich daraus für die Corporate Governance der Aktiengesellschaft ergebenden Probleme darzustellen. Untersucht wird die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit anhand von drei Sachverhalten. Zunächst sind Vorzugsaktien als gesetzlich geregelter Fall eines Auseinanderfallens zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in den Blick zu nehmen. Sodann wird durch die Einbeziehung von Finanzderivaten die Divergenz durch Vereinbarungen außerhalb des Verbandes in die Überlegungen aufgenommen. Abschließend werden Investmentaktiengesellschaften als strukturell unterschiedliche Gesellschaftsform untersucht. Hierdurch werden vor allem Erkenntnisse für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft abgeleitet. Aus einer rechtsvergleichenden Betrachtung mit den *dual class structures* nach amerikanischem Gesellschaftsrecht sind abschließend weitere Erkenntnisse abzuleiten.

## **I. Vorzugsaktien**

Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Vorzugsaktie gemäß §§ 139 ff. AktG als gesetzlich definierter Fall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Nachdem zunächst die Grundlagen der Vorzugsaktie erläutert werden,<sup>467</sup> wird zur besseren Einordnung des Rechtsinstituts dessen geschichtliche Entwicklung knapp dargestellt<sup>468</sup>. Die unterschiedliche Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien<sup>469</sup>, sowie ein kurzer Blick auf das Rechtsinstitut nach amerikanischem Gesellschaftsrecht<sup>470</sup> komplettieren das Bild.

Auf der so bereiteten Wissensbasis aufbauend wird zunächst die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Fall von Vorzugsaktien dargelegt.<sup>471</sup> Im weiteren Verlauf

---

<sup>467</sup> Siehe unter E.I.1.

<sup>468</sup> Siehe unter E.I.2.

<sup>469</sup> Siehe unter E.I.3.

<sup>470</sup> Siehe unter E.I.4.

<sup>471</sup> Siehe unter E.I.5.

sind potenzielle Vor-<sup>472</sup> und insbesondere Nachteile<sup>473</sup> für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft darzustellen.

## 1. Grundlagen der Vorzugsaktien

§ 139 AktG definiert die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht als Aktie mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Gewinnverteilung.<sup>474</sup> Die Vorschrift regelt nicht die Zulässigkeit von Vorzugsaktien, denn diese wird bereits durch § 12 Abs.1 S.2 AktG gewährleistet.<sup>475</sup> Wesensmerkmale der Vorzugsaktie sind die Ausstattung mit einem Vorzugsrecht bei der Gewinnverteilung und mit einem Nachzahlungsrecht, falls der Vorzug ausgefallen ist. Diese beiden Elemente stellen Kompensation und Rechtfertigung für den Stimmrechtsausschluss dar.<sup>476</sup> § 139 AktG kann nicht isoliert betrachtet werden, vielmehr wird er durch § 140 AktG flankiert. Nach dieser Vorschrift ist es bei Vorzugsaktien nicht möglich, andere Rechte als das Stimmrecht auszuschließen. Auch der BGH hat klargestellt, dass Vorzugsaktionäre mit Ausnahme des Stimmrechts alle Rechte und Pflichten haben, die mit der Aktionärsstellung verbunden sind.<sup>477</sup> Für die Emission von Vorzugsaktien gilt der Grundsatz der Satzungsstrenge gemäß § 23 Abs. 5 AktG, d. h. Vorzugsaktien können nur entsprechend den Regelungen der §§ 139 ff. AktG emittiert werden.<sup>478</sup> Vorteil der Ausgabe von Vorzugsaktien ist, dass das Eigenkapital der Gesellschaft erhöht werden kann, ohne bestehende Machtverhältnisse zu verändern.<sup>479</sup>

Weiteres wichtiges Charakteristikum des Regelungskomplexes der §§ 139 ff. AktG ist das Aufleben des Stimmrechts gemäß § 140 Abs. 2 AktG. Diese Vorschrift bestimmt, seit der Aktienrechtsnovelle 2016 differenzierend nach dem Zeitpunkt der Zahlung des Vorzugs, die

---

<sup>472</sup> Siehe unter E.I.6.

<sup>473</sup> Siehe unter E.I.7.

<sup>474</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 1; Grigoleit/Herrler, AktG § 139 Rn. 1; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 1; Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 1; siehe zur Ausgestaltung auch Loges/Distler, ZIP 2002, 467 (469).

<sup>475</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 1; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 1; Hölters/Hirschmann, AktG, § 139 Rn. 1; Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 1.

<sup>476</sup> Grigoleit/Herrler, AktG, § 139 Rn. 1; Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 8; siehe zum Gedanken der Kompensationsfunktion auch OLG Düsseldorf NZG 2005, 347 (351); K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 139 Rn. 10; Siebel, ZHR 161 (1997), 628 (651).

<sup>477</sup> BGHZ 119, 305 (317); aus der Literatur MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 1; Grigoleit/Herrler, AktG, § 139 Rn. 1; Währholzer, DStR 2004, 819 (821).

<sup>478</sup> Siebel, ZHR 161 (1997), 628 (629); Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 1; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 139 Rn. 4; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 7.

<sup>479</sup> Henssler/Strohn GesR/Liebscher, AktG, § 139 Rn. 1; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 2; Grigoleit/Herrler, AktG, § 139 Rn. 2; Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 2.

Voraussetzungen, unter welchen dem Vorzugsaktionär das Stimmrecht abweichend von der Grundkonzeption der Vorzugsaktie doch zusteht.<sup>480</sup> Im Fall des nachzuzahlenden Vorzugs lebt das Stimmrecht erst auf, wenn auch im Folgejahr der Rückstand nicht vollständig gezahlt oder die Vorzugsdividende dieses Jahres nicht vollständig erbracht wird, § 140 Abs. 2 S. 1 AktG.<sup>481</sup> Bei einem nicht nachzuzahlenden Vorzug kommt es zu einem Aufleben des Stimmrechts, wenn der Vorzugsbetrag in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt wird, § 140 Abs. 2 S. 2 AktG.<sup>482</sup> Folge dieser Änderung ist, dass bereits der erstmalige Ausfall einer Mehrdividende nach neuer Rechtslage zum Wiederaufleben des Stimmrechts führen kann.<sup>483</sup>

Der als Kompensation für die Stimmrechtslosigkeit gewährte Vorzug ist als Gewinnvorrang bei der Ausschüttung des zu verteilenden Gewinns zu verstehen.<sup>484</sup> Es besteht also ein Vorrang bei der Verteilung des Bilanzgewinns in Form des gemäß § 158 Abs. 1 Nr. 5 AktG in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisenden Postens.<sup>485</sup> Der „Vorzug“ kann allerdings nicht nur in einer Vorzugsdividende, sondern seit der Aktienrechtsnovelle 2016<sup>486</sup> grundsätzlich auch in einer Mehr-<sup>487</sup> oder Zusatzdividende bestehen (§ 139 Abs. 1 S. 2 AktG).<sup>488</sup> Vor den Änderungen durch die Aktienrechtsnovelle 2016 war die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien ohne zwingend nachzuzahlenden Vorzug lediglich im Ausnahmefall des § 5 Abs. 1 S. 3 FMStBG möglich.<sup>489</sup> Insoweit muss der zuvor definierte Begriff des Vorzugs erweitert ausgelegt werden. Der Unterschied zwischen einer Vorabdividende und einer Mehr- oder Zusatzdividende liegt darin,

---

<sup>480</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 140 Rn. 9; *Harbarth/v. Plettenberg*, AG 2016, 145 (152); *Paschos/Goslar*, NJW 2016, 359 (361).

<sup>481</sup> Hüffer/*Koch*, AktG, § 140 Rn. 4; Spindler/*Stilz/Bormann*, AktG, § 140 Rn. 15; Henssler/*Strohn GesR/Liebscher*, AktG, § 140 Rn. 4; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 140 Rn. 9; Hölters/*Hirschmann*, AktG, § 140 Rn. 9 f.

<sup>482</sup> Hüffer/*Koch*, AktG, § 140 Rn. 4 (Fn. 481); MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 140 Rn. 9; Hölters/*Hirschmann*, AktG, § 140 Rn. 11.

<sup>483</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 140 Rn. 9; Henssler/*Strohn GesR/Liebscher*, AktG, § 140 Rn. 7; Hüffer/*Koch*, AktG, § 140 Rn. 5.

<sup>484</sup> Spindler/*Stilz/Bormann*, AktG, § 139 Rn. 9, welcher jedoch auch auf die erweiterte Auslegung des Begriffs seit der Aktienrechtsnovelle 2016 hinweist; siehe auch Hüffer/*Koch*, AktG, § 139 Rn. 5; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 139 Rn. 20 f.

<sup>485</sup> Hölters/*Hirschmann*, AktG, § 139 Rn. 5.

<sup>486</sup> Durch das Gesetz zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2016) vom 22.12.2015 (BGBl I S. 2565) wurde § 139 Abs. 1 S. 2 AktG neu eingeführt.

<sup>487</sup> Nach der Rechtslage vor der Aktienrechtsnovelle 2016 war allein eine Mehrdividende kein tauglicher Vorzug, *Götze*, NZG 2016, 48 (48), Fn. 11.

<sup>488</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 139 Rn. 9; *Götze*, NZG 2016, 48 (48); siehe zu den Hintergründen dieser Änderung ausführlich *Götze/Nartowska*, NZG 2015, 298 (303); *Paschos/Goslar*, NJW 2016, 359 (361).

<sup>489</sup> Siehe hierzu *Ziemons*, BB 2012, 523 (525); *Bungert/Wettich*, ZIP 2012, 297 (299); *Götze/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321 (323).

dass nur letztere Gestaltungen tatsächlich zu einer finanziellen Bevorzugung des Vorzugsaktionärs führen. Denn bei einer Vorabdividende wird der vorweg entfallene Gewinnanteil auf die weitergehende Beteiligung angerechnet, was im Ergebnis nur zu einer Rangfolge in der Gewinnverteilung führt.<sup>490</sup> Sowohl eine Kombination aus Vorab- und Mehrdividende, als auch abweichende Gestaltungen sollen nach Ansicht in der Literatur zulässig sein.<sup>491</sup> Gesetzliche Vorgaben zur Höhe des Vorzuges gibt es nicht, wobei ein sehr geringer Vorzug der Vermarktung der Vorzugsaktie in der Regel im Wege steht.<sup>492</sup> Der Dividendenvoraus muss allerdings seinem Umfang nach jederzeit bestimmt oder zumindest objektiv berechenbar sein.<sup>493</sup>

§ 139 Abs. 2 AktG setzt der Ausgestaltungsfreiheit<sup>494</sup> Grenzen, indem die Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht auf die Hälfte des Grundkapitals beschränkt wird. Zweck dieser Regelung ist es zu verhindern, dass eine Mehrheit von Kapitalgebern durch eine Minderheit von Stammaktionären beherrscht wird.<sup>495</sup> Der theoretische Hintergrund dieser Regelung ist der horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen den Aktionären, welcher bei einer Gesellschaft, an der Stamm- und Vorzugsaktionäre beteiligt sind, in besonderer Weise zum Tragen kommt. Denn mit der Zulassung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien wird den stimmberechtigten Aktionären das Recht eingeräumt, über die Angelegenheiten der Gesellschaft alleine zu entscheiden.<sup>496</sup> Die stimmberechtigten Aktionäre entscheiden anders gewendet für die Inhaber der stimmrechtslosen Vorzugsaktien mit. Insoweit üben sie das Stimmrecht als Agenten für die Vorzugsaktionäre als Prinzipale aus. Durch die Höchstgrenze nach § 139 Abs. 2 AktG wird gewährleistet, dass die stimmberechtigten Aktionäre eine derartige Entscheidungsbefugnis nicht ohne angemessenen

---

<sup>490</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 6.; Währholzer, DStR 2004, 819 (821).

<sup>491</sup> RegBegr BT-Drs. 18/4349, S. 26; Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 6; Götze/Nartowska, NZG 2015, 298 (303 f.); Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 13b ff.; siehe zur Möglichkeit der AG unterschiedlich ausgestaltete Vorzugsaktien auszugeben Wälzholz/Graf Wolffskeel v. Reichenberg, MittBayNot 2016, 197 (201).

<sup>492</sup> Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 11; Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 11; Roth, Der Konzern 2005, 685 (686); Sieger/Hasselbach, AG 2001, 391 (395); abweichend unter Hinweis auf einen ansonsten bestehenden Rechtsmissbrauch i. S. v. § 242 BGB Währholzer, DStR 2004, 819 (821), welcher fordert, dass der Vorzug nicht „wirtschaftlich völlig wertlos“ ist. Dieser Ansatz ist im Hinblick auf das gesetzliche Leitbild eines eigenverantwortlich handelnden Investors zweifelhaft.

<sup>493</sup> Bezenberger, Vorzugsaktien, S. 44; Sieger/Hasselbach, AG 2001, 391 (395); Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 11; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 11; Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 11.

<sup>494</sup> Diese besteht freilich nur im Rahmen des § 23 Abs. 5 AktG.

<sup>495</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 21; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 139 Rn. 26; Henssler/Strohn GesR/Liebscher, AktG, § 139 Rn. 1; Grigoleit/Herrler, AktG, § 139 Rn. 13; Hölter/Hirschmann, AktG, § 139 Rn. 24; Bürgers/Körber/Holzborn, AktG, § 139 Rn. 9.

<sup>496</sup> Großkomm AktG/G. Bezenberger, AktG, § 139 Rn. 44.

Kapitaleinsatz erhalten.<sup>497</sup> Die Verbindung von Stimmrechtseinfluss und Kapitalbeteiligung hatte bereits die Regierungsbegründung zum Aktiengesetz 1937 im Blick, in welcher der Sinn und Zweck der Regelung damit begründet wurde, zu verhindern, dass „die Stammaktionäre mit dem ihnen allein zustehenden Stimmrecht die Gesellschaft beherrschen, ohne sich an der Aufbringung des Kapitals ausreichend zu beteiligen.“<sup>498</sup> Maßgeblicher Zeitpunkt für die Berechnung dieses Verhältnisses ist die Ausgabe der stimmrechtslosen Vorzugsaktien.<sup>499</sup>

## 2. Geschichtliche Entwicklung der Vorzugsaktie

Vorgänger der heutigen Vorzugsaktien sind die Prioritätsaktien, welche vor allem Mitte des 19. Jahrhunderts zur Finanzierung der Eisenbahngesellschaften emittiert wurden.<sup>500</sup> Die Verwendung des Begriffs „Aktie“ darf hierbei aufgrund der mangelnden Standardisierung nicht zu einer Fehlbewertung dieses Finanzierungsinstruments führen. Denn oftmals handelte es sich nicht um mitgliedschaftliche Beteiligungen an den Aktiengesellschaften, sondern vielmehr zum Teil um Obligationen oder Zwitterformen, welche gerade keine Mitgliedschaftsrechte verkörperten.<sup>501</sup> Die gesetzlichen Vorgaben zu dieser Zeit räumten den Aktiengesellschaften eine weitgehende Gestaltungsfreiheit ein: So waren Regelungen betreffend das Stimmrecht gemäß Art. 224 § 2 ADHGB (1861/1870) satzungsdispositiv.<sup>502</sup> Dies änderte sich durch die Aktienrechtsnovelle 1884, welche zwingend vorschrieb, dass jede Aktie ein Stimmrecht haben musste. Das neue HGB von 1887 lies sodann in § 252 Abs. 1 S. 4 HGB a. F. ein höheres Stimmrecht bei unterschiedlichen Aktiengattungen zu, was vor allem dazu genutzt wurde, Mehrstimmrechtsaktien, z. T. mit Gewinn- und Liquidationsvorzügen, auszugeben.<sup>503</sup> Eine gesetzliche Höchstgrenze für die Höhe des mehrfachen Stimmrechts existierte nicht und es konnte auch auf einzelne Beschlussgegenstände begrenzt werden.<sup>504</sup> Mehrstimmaktien waren sehr weit verbreitet, einer Untersuchung des Statistischen Reichsamtes von 1927 zufolge besaßen fast ein

---

<sup>497</sup> Großkomm AktG/G. *Bezenberger*, AktG, § 139 Rn. 44.

<sup>498</sup> BegrE AktG 1937 Deutscher Reichsanzeiger v. 4.2.1937, Nr. 28, 150.

<sup>499</sup> Hüffer/*Koch*, AktG, § 139 Rn. 18; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 139 Rn. 27; Großkomm AktG/G. *Bezenberger*, AktG, § 139 Rn. 46.

<sup>500</sup> *Siebel*, ZHR 161 (1997), 628 (642).

<sup>501</sup> *Bezenberger*, Vorzugsaktien, S. 5 ff.

<sup>502</sup> *Siebel*, ZHR 161 (1997), 628 (643).

<sup>503</sup> *Siebel*, ZHR 161 (1997), 628 (643).

<sup>504</sup> *Spindler*, Recht und Konzern, S. 59.

Drittel der börsennotierten Aktiengesellschaften Mehrstimmrechtsaktien, die teilweise ein über fünfhundertfaches Stimmrecht vorsahen.<sup>505</sup>

Die gesellschaftsrechtliche Debatte der 1920 Jahre wurde durch die Vorstellung des nicht am Stimmrecht interessierten Aktionärs geprägt.<sup>506</sup> Bereits in dieser frühen Phase wurde das Problem der rationalen Apathie<sup>507</sup> des Kleinaktionärs demnach diskutiert und ernst genommen. Für die Entwicklung des Rechtsinstituts der Vorzugsaktie sind diese Tendenzen im rechtswissenschaftlichen Diskurs insofern von Bedeutung, als die zwangsläufige Ausstattung der Aktie mit dem Stimmrecht vonseiten der Wissenschaft infrage gestellt wurde.

In Folge dieser Diskussion, insbesondere auch auf den Deutschen Juristentagen der 1920 Jahre, wurde in dem am 1. Oktober 1937 in Kraft getretenen Aktiengesetz 1937 in den §§ 115-117 AktG eine Legaldefinition der Vorzugsaktie festgeschrieben: „Für Aktien, die mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind, kann das Stimmrecht ausgeschlossen werden (Vorzugsaktie ohne Stimmrecht)“.<sup>508</sup> Wegbereitend war insoweit auch ein Urteil des Reichsgerichts aus dem Jahr 1923, welches die zuvor sehr umstrittenen Vorzugsaktien für rechtlich zulässig erklärte.<sup>509</sup> Im Rahmen der Diskussion um die Einführung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien wurde vor allem argumentiert, dass den Inhabern von Vorzugsaktien mehr an einer bevorzugten Teilnahme an Gewinn und Gesellschaftsvermögen gelegen sei, als an ihrem Stimmrecht.<sup>510</sup> Zweck der Einführung war es vor allem auch, eine „Überfremdung bei Heranziehung ausländischen Kapitals“ zu verhindern.<sup>511</sup> Die Heranziehung ausländischen Eigenkapitals war jedoch aufgrund der in Deutschland zu dieser Zeit auf Obligationen zu entrichtenden sehr hohen Zinsen dringend erforderlich.<sup>512</sup> Den Aktiengesellschaften sollte neben den Stammaktien und Schuldverschreibungen ein drittes Finanzierungsinstrument zur Verfügung gestellt werden. Der Vorteil liegt gegenüber Schuldverschreibungstiteln darin, dass eine Zahlungspflicht nur besteht, wenn entsprechende

---

<sup>505</sup> Spindler, Recht und Konzern, S. 59.

<sup>506</sup> Ludewig, Hauptproblem der Reform des Aktienrechts, S. 6 ff.; siehe insbesondere zur Diskussion um eine Reform des Aktienrechts in der Weimarer Republik Nörr, ZHR 150 (1986), 155 ff., sowie allgemein Bezenberger, Vorzugsaktien, S. 5-34.

<sup>507</sup> Siehe hierzu unter D.II.5.d)aa).

<sup>508</sup> Siebel, ZHR 161 (1997), 628 (645).

<sup>509</sup> Spindler, Recht und Konzern, S. 60.

<sup>510</sup> Großkomm AktG/G. Bezenberger, AktG, § 139 Rn. 1.

<sup>511</sup> Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 2; Deutscher Reichsanzeiger v. 4.2.1937, Nr. 28, 150.

<sup>512</sup> Bezenberger, Vorzugsaktien, S. 16.

Gewinne vorhanden sind. Der Vorteil gegenüber einer Stammaktie besteht wie dargestellt in der Erhaltung der Stimmverhältnisse. Die §§ 139-141 AktG gehen in ihrer heutigen Fassung auf die §§ 115-117 AktG 1937 zurück.<sup>513</sup> Bemerkenswert ist, dass sich die Voraussetzungen für die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien im Laufe der Jahre kaum geändert haben: So war der Wortlaut des § 139 Abs. 1 AktG bis zur Aktienrechtsnovelle 2016 mit dem Wortlaut des § 115 Abs. 1 AktG 1937 identisch.<sup>514</sup> In der Gesetzesbegründung des Aktiengesetzes 1965 wurden stimmrechtslose Vorzugsaktien als Ausnahmefall der Finanzierung bezeichnet.<sup>515</sup>

Vorzugsaktien erlebten vor allem im Rahmen des *going public* von Familiengesellschaften in den 1980 Jahren einen gewissen Aufschwung.<sup>516</sup> Sie wurden als Finanzierungsinstrument genutzt, welches zum einen den Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichte, jedoch zugleich den Einfluss der Eigentümerfamilie konserviert.<sup>517</sup> In jüngerer Zeit ist allerdings ein zunehmender Rückgang der Verbreitung von Vorzugsaktien zu beobachten.<sup>518</sup> Während 1989 noch 17 Prozent der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften Vorzugsaktien emittierten, traf dies Ende März 2000 nur noch auf 111 von 970 börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften zu.<sup>519</sup> Diese Entwicklung wurde dadurch begünstigt, dass bestimmte Börsen nur jeweils eine Aktiengattung bei der Bildung ihrer Indizes berücksichtigen und die Ausgabe zweier Aktiengattungen folglich das Gewicht der jeweiligen Gesellschaft in diesen Indizes vermindert.<sup>520</sup> Am „Neuen Markt“ waren außerdem nur Stammaktien zur Emission zugelassen.<sup>521</sup> Des Weiteren spielte der verstärkte Kampf um die Kontrolle von Unternehmen eine wichtige Rolle.<sup>522</sup> Aus Sicht der Anleger wurden Vorzugsaktien

---

<sup>513</sup> Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 2.

<sup>514</sup> Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 3.

<sup>515</sup> Kropff, Aktiengesetz 1965, S. 203; bereits früh wurde festgestellt, dass die konstante Erhöhung des zulässigen Gesamtnennbetrags bis zur Hälfte des Grundkapitals zu dieser Aussage in Widerspruch *Bezenberger*, Vorzugsaktien, S. 32.

<sup>516</sup> Anfang der 1980 Jahre emittierten 6 Prozent der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften Vorzugsaktien, 1989 waren es bereits 17 Prozent, vgl. *Krieger*, FS Lutter, 497 (497); siehe hierzu auch *Bezenberger*, Vorzugsaktien, S. 35.

<sup>517</sup> *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, 859 (860).

<sup>518</sup> *Hillebrandt/Schremper*, BB 2001, 533 (533), welche auf den Einzug der Vorzugsaktien bei Deutsche Babcock, FAG Kugelfischer, Fielmann, Gerry Weber, GfK, Grohe, Herlitz, Kölnische Rück, Lufthansa, Metro, MLP, Puma, Sixt und RWE verweisen; *Loges/Distler*, ZIP 2002, 467 (467); *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (66 f.); *Senger/Vogelmann*, AG 2002, 193 (193 f.); *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, 859 (860 ff.); *Binz/Sorg*, BB 1987, 1996 (1997); *Hennerkes/May*, DB 1988, 537 (538 f.); *Reckinger*, AG 1983, 216 (219); kritisch *Kriebel*, AG 1963, 175 (177).

<sup>519</sup> *Krieger*, FS Lutter, 497 (497 f.); *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, 859 (860).

<sup>520</sup> Spindler/Stilz/Bormann, AktG, § 139 Rn. 7; *Hillebrandt/Schremper*, BB 2001, 533 (533); *Senger/Vogelmann*, AG 2002, 193 (193); *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (67); MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 139 Rn. 5.

<sup>521</sup> *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 212; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 139 Rn. 5.

<sup>522</sup> *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, 859 (861).

immer unattraktiver, denn ihnen fehlt das aus einer „Übernahmephantasie“ resultierende Wertsteigerungspotenzial.<sup>523</sup> Derzeit<sup>524</sup> notieren lediglich die Vorzugsaktien der Volkswagen AG und der Henkel AG & Co. KGaA noch im DAX.

Die Berechtigung von Vorzugsaktien als Mittel der Finanzierung ist immer wieder in Zweifel gezogen worden.<sup>525</sup> So wurde teilweise vertreten, dass Vorzugsaktien mit marktwirtschaftlichen Prinzipien nicht vereinbar seien.<sup>526</sup> Aus Sicht der Vorzugsaktionäre wurde angemerkt, dass sie sich in einer vergleichsweise schwachen Position befänden. Ihre Aktionärsrechte (Stimmrecht) seien beschränkt, sie hätten aber zugleich nicht die vollen Gläubigerrechte (insbesondere umfassender Schutz durch *covenants*).<sup>527</sup> Außerdem wurde der Zusammenhang zur Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft kritisch diskutiert.<sup>528</sup> Trotz aller Kritik geht die wohl herrschende Ansicht in der Literatur dahin, dass stimmrechtslose Vorzugsaktien durchaus eine Daseinsberechtigung als Eigenkapitalfinanzierungsinstrument haben.<sup>529</sup> Dieses Ergebnis ist im weiteren Verlauf der Arbeit aus Corporate Governance Perspektive kritisch zu hinterfragen. Die Freiwilligkeit der Investitionsentscheidung, insbesondere unter dem Aspekt der Vermeidung einer unnötigen Anlegerbevormundung, muss selbstverständlich in diesem Zusammenhang im Auge behalten werden.<sup>530</sup>

### 3. Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien

In der Literatur wurde zu unterschiedlichen Zeitpunkten ein Kursunterschied zwischen Stamm- und Vorzugsaktien festgestellt.<sup>531</sup> Dieser unterlag erheblichen Schwankungen. So stellten

---

<sup>523</sup> *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, 859 (861).

<sup>524</sup> Stand: 03.02.2020

<sup>525</sup> So beispielsweise zuletzt im Rahmen der Einführung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v. 27.4.1998, BGBl. I S. 786 ff. (KonTraG), vgl. BT-Drs. 13/9712 S. 12; sehr kritisch auch *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 ff; *Kriebel*, AG 1963, 175 ff.; die Nachteile (höherer Finanzierungskosten, höhere laufende Kosten) aus Sicht des Emittenten betonend *Christians*, AG 1990, 47 (48); vgl. auch Arbeitsgemeinschaft der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Denkschrift zur Reform des Aktienrechts, S. 42: „Die stimmrechtslose Vorzugsaktie ist letzten Endes kein erwünschter Aktientyp, da sie den Aktionär vom Unternehmen löst, statt ihn an das Unternehmen zu binden.“

<sup>526</sup> *Kriebel*, AG 1963, 175 ff.

<sup>527</sup> *Siebel*, ZHR 161 (1997), 628 (637).

<sup>528</sup> *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 ff.; siehe hierzu auch ausführlich unter E.I.7.

<sup>529</sup> *Marsch-Barner/Schäfer/Butzke*, HdB. börsennotierte AG, § 6 Rn. 22; trotz der umfassenden Kritik auch *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (67); vgl. auch *Christians*, AG 1990, 47 (49).

<sup>530</sup> *Spindler/Stilz/Bormann*, AktG, § 139 Rn. 4.

<sup>531</sup> Exemplarisch *Reckinger*, AG 1983, 216 (221); *Jung/Wachtler*, AG 2001, 513 (515); *Hachmeister/Ruthardt*, BB 2014, 427 ff.

*Daske/Ehrhardt* in einer umfangreichen Studie (Zeitraum 1956-1998) einen deutlichen Kursunterschied zwischen Stamm- und Vorzugsaktien von 17,2 Prozent fest.<sup>532</sup> Die Differenz war in den als „Familienunternehmen“ definierten Gesellschaften besonders hoch. Die Begründung hierfür soll nach Ansicht der Autoren in den höheren privaten Kontrollrenten in diesen Gesellschaften liegen. Für den Zeitraum zwischen 1998-2000 setzten *Jung/Wachtler* die Beobachtung fort.<sup>533</sup> Der Kursunterschied in diesem Zeitraum betrug rund 9,5 Prozent. Bemerkenswert ist hierbei der von den Autoren aufgezeigte Zusammenhang zwischen unterschiedlichen Kursnotierungen und der Anteilseignerstruktur: Soweit sich unter 25 Prozent der Aktien im Streubesitz befanden, notierte die Vorzugsaktie rund 1,2 Prozent über den Stammaktien, bei einem Streubesitz über 50 Prozent notierte die Vorzugsaktie rund 27,8 Prozent unter der Stammaktie.<sup>534</sup>

#### 4. Vorzugsaktien in den USA

Der Ursprung der Vorzugsaktien in den USA liegt in der Transportindustrie. Abweichend vom tradierten Grundsatz, dass jede Aktie sowohl das gleiche Stimmgewicht, als auch den gleichen Dividendenanspruch hat, emittierten vor allem Wasserbau- und Eisenbahngesellschaften Vorzugsaktien.<sup>535</sup> Aufgrund des Erfolgs dieser Gesellschaften mit der Finanzierung durch Vorzugsaktien gingen auch Gesellschaften aus anderen Industriebereichen in den 1850 Jahren dazu über, ihren Eigenkapitalbedarf durch die Emission von Vorzugsaktien zu decken.<sup>536</sup> Die *preferred stocks* wurden in vielen Fällen dazu verwendet, dem sich an den jeweiligen Gesellschaften beteiligenden Staat ein Dividendenvorrecht einzuräumen.<sup>537</sup> Erst die Beteiligung des Staates ermöglichte die Realisierung bestimmter Großprojekte. In der Zeit vor 1980 fristeten Vorzugsaktien in den USA ein Schattendasein und waren vor allem Gegenstand wissenschaftlicher Diskussion.<sup>538</sup> Bereits 1912 wurden die sogenannten *preference* oder *preferred shares* an der NYSE eingeführt.<sup>539</sup>

---

<sup>532</sup> *Daske/Ehrhardt*, FMPM 2002, 179 (191 f.).

<sup>533</sup> *Jung/Wachtler*, AG 2001, 513 ff.

<sup>534</sup> *Jung/Wachtler*, AG 2001, 513 (515 ff.).

<sup>535</sup> *Evans*, 19 *The American Economic Review* (1929), 43 (43).

<sup>536</sup> *Evans*, 19 *The American Economic Review* (1929), 43 (43) unter Hinweis auf die sehr dünne Literaturlage aus dieser Zeit.

<sup>537</sup> *Evans*, 19 *The American Economic Review* (1929), 43 (50).

<sup>538</sup> *Herrmann*, Quasi-Eigenkapital, S. 145 ff., 175 ff.

<sup>539</sup> *Siebel*, ZHR 161 (1997), 628 (639).

Bei der Ausgestaltung der Vorzugsaktien nach amerikanischem Recht ist zunächst das Konzept der *dividend preferences* von Bedeutung. Eine solche *dividend preference* kann entweder durch einen Dollar-, oder jedoch durch einen Prozentbetrag ausgedrückt werden.<sup>540</sup> Hierbei kann weiter nach *participating preferred stocks* und *non participating preferred stocks* unterschieden werden. Auf Letztere muss lediglich der fest vereinbarte Betrag gezahlt werden, während Erstere, soweit in den *articles of incorporation* vereinbart, auch an der Ausschüttung der Dividende teilhaben.<sup>541</sup> Weitere Ausgestaltungsoption ist die *liquidation preference*. Eine solche legt fest, dass ein gewisser Teil des Liquidationserlöses zunächst an die Inhaber der Vorzugsaktien gezahlt werden muss, bevor der verbleibende Rest an die Stammaktionäre ausgezahlt werden darf.<sup>542</sup> Zwar nehmen die Vorzugsaktionäre grundsätzlich nachdem die *liquidation preference* gezahlt worden ist nicht an der Verteilung des restlichen Liquidationsüberschusses teil, eine abweichende Vereinbarung in der Satzung der Gesellschaft ist jedoch möglich.<sup>543</sup>

Ein wesentlicher Unterschied zum deutschen Aktienrecht liegt in der grundsätzlichen Stimmberechtigung im Falle wesentlicher Maßnahmen betreffend die Gesellschaftsstruktur. Die Inhaber von Vorzugsaktien nach deutschem Recht sind auch bei Entscheidungen, welche die Struktur der Aktiengesellschaft betreffen, nicht stimmberechtigt. Hingegen sind nach dem Recht der meisten amerikanischen Bundesstaaten stimmrechtslose Aktien stimmberechtigt, wenn über Änderungen der Gesellschaftsstruktur (*mergers, share exchanges* u. ä.) entschieden wird.<sup>544</sup> Diese Regelungen sind in ihrer gedanklichen Struktur mit einer Kompetenzbegründung nach *Holzmüller/Gelatine* Grundsätzen für die Hauptversammlung vergleichbar. Sie gehen davon aus, dass es gewisse Maßnahmen gibt, die für die Mitgliedschaft des einzelnen (Vorzugs-)Aktionärs von solch großer Bedeutung sind, dass diesem ein Mitentscheidungsrecht zukommen muss. Anders gewendet darf die Entscheidung über derartige Maßnahmen nicht durch einen Agenten alleine getroffen werden. Der Unterschied zu einer Zuständigkeitsbegründung auf Grundlage der *Holzmüller/Gelatine*-Grundsätze liegt bei genauer Betrachtung darin, dass das amerikanische Regime den horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikt in den Blick nimmt. Im Fall von

---

<sup>540</sup> Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 253.

<sup>541</sup> § 102(a) 4 Del.Gen.Corp.L.; § 402(a) (5) N.Y.Bus.Corp.L.; § 202(g) (3) Cal.Gen.Corp.L. Vgl auch Zahn v. Transamerica Corp., 162 F.2d 36 (3d Cir.1947).

<sup>542</sup> Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 254.

<sup>543</sup> Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 254; Squires v. Balbach Co., 129 N.W.2d 462 (Neb.1964).

<sup>544</sup> Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 254.

Strukturmaßnahmen begründet es eine Entscheidungskompetenz der Vorzugsaktionäre durch Stimmrechtseinräumung, denn eine alleinige Entscheidung durch die Stammaktionäre als deren Agenten wird als nicht sachgerecht bewertet. Soweit die Mitgliedschaft in ihrer Struktur angetastet und umgestaltet wird, sollen alle davon betroffenen Aktionäre mitentscheiden dürfen.

Eine weitere Abweichung nach amerikanischem Recht im Vergleich zu den deutschen Regelungen der §§ 139 ff. AktG liegt darin, dass in bestimmten Bundesstaaten nur Vorzugsaktien mit einer Einziehungsklausel gegen Entgelt versehen werden dürfen.<sup>545</sup> Außerdem können die Vorzugsaktien der meisten börsennotierten US Gesellschaften in Stammaktien oder in Aktien anderer Gattungen umgewandelt werden (*convertible preferred shares*).<sup>546</sup>

Zusammenfassend können vor allem in der historischen Entwicklung Überschneidungen festgestellt werden. Die Finanzierung von Großprojekten in Verbindung mit dem Bedürfnis nach dem Erhalt des vollen Einflusses war sowohl in Deutschland, als auch in den USA maßgeblicher Treiber der Etablierung des Rechtsinstituts Vorzugsaktie. Divergenzen zwischen den beiden Rechtsordnungen können hingegen vor allem betreffend die Möglichkeiten der Ausgestaltung festgestellt werden. Hier bietet das amerikanische Recht ein höheres Maß an Flexibilität, während das deutsche Aktienrecht der Gestaltungsfreiheit durch den Grundsatz der Satzungsstrenge gemäß § 23 Abs. 5 AktG Grenzen setzt, indem die Vorgaben der §§ 139 ff. AktG zwingend einzuhalten sind.

## 5. Divergenz bei Vorzugsaktien

Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ist im Fall von Vorzugsaktien evident. Anders als bei einem proportional betroffenen Aktionär, welcher von seinen Entscheidungen im Rahmen seiner Stimmrechtsausübung im Umfang seiner Beteiligung finanziell betroffenen ist, trifft dies weder auf die Stamm- noch auf die Vorzugsaktionäre einer Aktiengesellschaft, welche beide Aktiengattung emittiert hat, zu.

Bei den Stammaktionären liegt ein Fall der unterproportionalen Betroffenheit vor<sup>547</sup>, denn diese verfügen über einen im Vergleich zu ihrem Anteil am Grundkapital der Aktiengesellschaft

---

<sup>545</sup> So in Delaware, vgl. *American Hair & Felt Co. Staring*, 2 A2d 249 (Del.S.Ct.1937), affirmed, 191 A. 887 8Del.Ch.1937).

<sup>546</sup> *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 254.

<sup>547</sup> So im Ergebnis auch *Kölner Komm AktG/Tröger*, AktG, § 134 Rn. 23, welcher von einem unterproportionalen Stimmgewicht der Vorzugsaktionäre spricht; ebenso *MüKoAktG/Schröer*, AktG, § 134 Rn. 7; *Großkomm AktG/Grundmann*, AktG, § 133 Rn. 88.

erhöhten Stimmrechtseinfluss. In einer Aktiengesellschaft, welche beispielsweise zu 80 Prozent Stamm- und zu 20 Prozent Vorzugsaktien emittiert hat, wäre bei einem Aktionär, der alle Stammaktien hält, 1/5 seines Stimmrechtseinflusses nicht durch einen entsprechenden Anteil am Grundkapital hinterlegt. Die Divergenz für die Vorzugsaktionäre ist ebenfalls offensichtlich, denn diese haben gerade kein Stimmrecht, sind allerdings von den durch die Vorzugsaktionäre getroffenen Entscheidungen sowohl durch einen hierdurch unter Umständen steigenden oder sinkenden Aktienkurs, als auch in Form einer gegebenenfalls niedrigeren oder höheren Dividende, betroffen. Dieser Fall ist als überproportionale Betroffenheit zu definieren, denn das Stimmrecht bleibt hinter der wirtschaftlichen Betroffenheit zurück.

## **6. Vorteile für die Corporate Governance Struktur durch VZ Aktien – Entspannung des Prinzipal-Agent-Konflikts durch Stimmrechtsbündelung**

Ein Vorteil für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft durch die Emission von Vorzugsaktien könnte in einer verbesserten Kontrolle der Verwaltung durch die Aktionäre liegen. Hierdurch könnten die unter D.I.2.c) dargestellten Probleme im Rahmen der Prinzipal-Agent-Beziehung teilweise gelöst werden. Die verbesserte Kontrolle könnte durch eine Machtkonzentration bei den Stammaktionären erzeugt werden. Insoweit bietet sich ein Vergleich mit der Konzentration von Kontrolle bei Aktionärsstrukturen mit einem Hauptaktionär, welcher eine große Anzahl an Anteilen auf sich vereint („*blockholdings*“), an.<sup>548</sup>

Aus der Sicht eines Aktionärs, der einen entsprechend großen Anteil am Grundkapital der Aktiengesellschaft hält, stehen den *agency costs*, welche für die Überwachung der Verwaltung anfallen, ein entsprechend großer Anteil am *cash flow* der Gesellschaft gegenüber, sodass es aus seiner Sicht rational erscheint, die Überwachungstätigkeit auszuüben.<sup>549</sup> Mehrere Untersuchungen haben gezeigt, dass mit zunehmendem Anteilsbesitz eines Großaktionärs dessen *agency costs* in gleichem Maße anteilig sinken.<sup>550</sup>

---

<sup>548</sup> Siehe allgemein zur Überwachung der Verwaltung der Gesellschaft durch *blockholders*, insbesondere auch unter Einbezug des Wertes der Gesellschaft *Burkart/Gromb/Panunzi*, 112 Q. J. Econ. (1997), 693 ff.

<sup>549</sup> *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (59); *Shleifer/Vishny*, 94 Journal of Political Economy (1986), 461; *dies.*, 52 Journal of Finance (1997), 737 (753 ff.); *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597 (605); *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221 (223 f.); *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen, S. 357 (436 f.); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (708); *Schreyögg/Unglaube*, AG 2013, 97 (97 f.).

<sup>550</sup> *Jensen/Meckling*, 3 Journal of Financial Economics (1976), 305 ff.; *Shleifer/Vishny*, 52 Journal of Finance (1997), 737 ff.

Allerdings werden durch *blockholdings* nicht nur die *agency costs* gesenkt, sondern auch manche der Probleme gelöst, welche dem Stimmrecht in seiner Funktion als Corporate Governance Instrument bereits konzeptionell immanent sind. Die verminderten *agency costs* sind gedanklicher Ausgangspunkt der Problemlösung. Wie unter D.II.5.d)aa) dargestellt ist zentrales Problem des Stimmrechts als Corporate Governance Instrument die rationale Apathie. Insoweit ist festgestellt worden, dass die Aktionäre der Gesellschaft von einer Überwachung der Verwaltung jedenfalls dann Abstand nehmen werden, wenn die Kosten hierfür die sich daraus für sie persönlich ergebenden, wahrscheinlichkeitsgewichteten Vorteile dieser Überwachung übersteigen.<sup>551</sup> Die Erfolgswahrscheinlichkeit wird vor allem durch die Koordinationsprobleme und -kosten zwischen den Aktionären bestimmt.<sup>552</sup> Durch dieses Zusammenspiel wird deutlich, dass die Existenz von *blockholdings* aus mehreren Gesichtspunkten heraus zu einer verbesserten Kontrolle der Verwaltung durch die Aktionäre führt. Zum einen erleichtert das Vorliegen von großen Aktienblöcken die Koordination unter den Aktionären bzw. ermöglicht eine solche erst. Dementsprechend steigt die Erfolgswahrscheinlichkeit einer Überwachungstätigkeit. Dies wirkt sich positiv auf den Faktor der Wahrscheinlichkeitsgewichtung aus. Der Faktor der persönlichen Vorteile ist aufgrund des erhöhten Anteils an durch das Anteilseigentum vermittelten Rechten an *cash flows* der Gesellschaft ohnehin bereits erhöht. Im Zusammenspiel dieser Komponenten wird ein rational apathisches Verhalten weniger wahrscheinlich, da die Kosten die wahrscheinlichkeitsgewichteten Vorteile gerade nicht mehr übersteigen.

Die verhältnismäßig geringeren *agency costs* sind allerdings nicht der einzige Faktor, welcher *blockholdings* als eine Struktur qualifiziert, die zur Überwindung der rationalen Apathie sinnvoll sein kann. Vielmehr wird weiterhin angeführt, dass die Inhaber großer Aktienpakete einen aufgrund des bloßen Wertes der Investition erhöhten Anreiz zur Kontrolle der Verwaltung der Gesellschaft haben.<sup>553</sup> Mit der Höhe der Beteiligung einhergehend ist eine oftmals geringere Diversifikation. Ein weiterer Grund für die erhöhte Kontrollbereitschaft der *blockholders* wird darin gesehen, dass die Realisierung eines *exit* aus der Gesellschaft wesentlich schwieriger ist als für gering beteiligte Aktionäre.<sup>554</sup> Möchte ein *blockholder* sein gesamtes Aktienpaket veräußern,

---

<sup>551</sup> Siehe hierzu unter D.II.5.d)aa).

<sup>552</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 18 (Fn. 54).

<sup>553</sup> Cheffins, Company Law, S. 63; Rozeff, 5 Journal of Financial Research (1982), 249; Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 12.

<sup>554</sup> Holderness/Sheehan, 20 Journal of Financial Economics (1988), 317; Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 12.

kommt es zu einer deutlichen Erhöhung des Angebots auf dem Markt, was zu einem Preisverfall führt. Die Folge sind erhebliche Verluste für den veräußernden *blockholder*. Im Fall vergleichsweise wenig liquider Wertpapiere wird es mit Schwierigkeiten verbunden sein, die Gesamtheit der Anteile zu veräußern.

Wird diese Überlegung vor dem Hintergrund angestellt, dass eine Verbesserung der Corporate Governance der Gesellschaft allen Aktionären gleichermaßen zugutekommt, so wird durch das in Folge der Überwindung der rationalen Apathie auftretende Engagement der *blockholder* eine positive Externalität erzeugt.<sup>555</sup> Die Externalität besteht darin, dass durch die verbesserte Kontrolle der Verwaltung durch die Aktionäre eine Reichtumsverschiebung in Richtung der Verwaltung verhindert wird, wodurch die ausschüttungsfähigen *cash flows* für alle Aktionäre in gleichem Maße steigen.<sup>556</sup> Diese theoretischen Überlegungen werden auch durch empirische Nachweise belegt. So kommen Studien betreffend den amerikanischen Markt zu dem Ergebnis, dass der Aktienkurs von Gesellschaften, die den Einstieg eines *blockholders* bekannt geben, erheblich steigt.<sup>557</sup> Die Studien führen dies auf die Erwartung des Marktes einer verbesserten Performance der betreffenden Gesellschaft zurück.

Andere Studien, welche in einem spezifischeren Zusammenhang zur Überwachungstätigkeit der Aktionäre stehen, stützen die theoretischen Erwägungen ebenfalls. So konnte nachgewiesen werden, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Existenz eines *blockholders* und einer angemessenen Vergütung der Verwaltung der Gesellschaft besteht.<sup>558</sup> Die Vereinbarung einer unangemessenen Vergütung für die Verwaltung stellt einen der eindeutigsten Fälle der Ausnutzung einer Opportunismusooption dar. Diese wird, wie empirisch nachgewiesen, durch die Existenz eines *blockholders* reduziert. Hierin ist ein erheblicher Beitrag zu einer verbesserten Kontrolle zu sehen. Die Vermeidung einer unangemessen hohen Vergütung steigert außerdem die ausschüttungsfähigen Gewinne für die Aktionäre. Weitere empirische Studien kommen zu dem

---

<sup>555</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 24 (Fn. 80); Engert, ZIP 2006, 2105 (2105 f.); Kahan/Rock, 155 U. Pa. L. Rev. (2007), 1021 (1028).

<sup>556</sup> Siehe den Nachweis der positiven Wohlfahrtseffekte, welche auch der Minderheit zukommen bei *Barclay/Holderness*, 35 J.L. & Fin. (1992), 265 ff.; siehe jedoch andererseits *Thomsen/Pedersen/Kvist*, 12 J. Comp. Fin. (2006), 246, welche einen negativen Effekt durch *blockholdings* feststellen und diesen auf *private benefits* zurückführen.

<sup>557</sup> *Brav/Jian/Partnoy/Thomas*, 63 Journal of Finance (2008), 1729; *Klein/Zur*, 64 Journal of Finance (2009), 187; *Boyson/Mooradian*, 14 Rev. Derivatives Research (2011), 169 (186 ff., 193 f.); mit Verweis auf ältere Studien mit vergleichbaren Ergebnissen *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (188 f.).

<sup>558</sup> *Agrawal/Nasser*, Working Paper 2012, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1443431>; *Bebchuk/Grinstein/Peyer*, 65 J. Fin. (2010), 2363 (2365, 2394 f.).

Ergebnis, dass durch den Einstieg eines *blockholders* die Corporate Governance und der Unternehmenswert verbessert werden.<sup>559</sup>

Eine vergleichbare, die Kontrollaktivität potenziell steigernde Wirkung könnte auch von der Emission von Vorzugsaktien ausgehen. Die Ausgabe von Vorzugsaktien steigert die potenzielle Einflussnahmemöglichkeit der Stammaktionäre verglichen mit einer Situation, in welcher eine Gesellschaft nur Stammaktien emittiert hat.<sup>560</sup> Durch den Erwerb einer Aktie erhält ein Aktionär mehr Einfluss als er beim Erwerb einer Aktie an einer Gesellschaft, die keine Vorzugsaktien emittiert hat, erhalten würde (überproportionaler Stimmrechtseinfluss). Betrachtet man diesen Zusammenhang, so ist der Erwerb eines größeren Beteiligungsblocks bei einer Gesellschaft mit Stamm- und Vorzugsaktien attraktiver. *Becht/Böhmer* konnten empirisch nachweisen, dass solche Gesellschaften ein erhöhtes Maß an *blockbuilding* aufweisen.<sup>561</sup> Aus diesem Zusammenhang kann die Annahme gefolgert werden, dass durch die Emission von Vorzugsaktien ein *blockbuilding* in der Aktiengesellschaft gefördert wird, was wiederum zu den beschriebenen Vorteilen der erhöhten Anteilskonzentration führt. Die Minderung der *agency costs* kommt aufgrund der Externalität durch die Steigerung des Unternehmenswertes auch den Vorzugsaktionären zu. Diese profitieren in Form von höheren Dividenden und einem steigenden Aktienkurs.

Eine solche Annahme ist allerdings voreilig. Es besteht ein fundamentaler Unterschied zwischen der Stimmrechtsbündelung durch die Emission von Vorzugsaktien und derjenigen, welche bei einem *blockbuilding* in einer Gesellschaft mit nur stimmberechtigten Stammaktien entsteht. Denn die Stimmrechte werden nicht bei proportional betroffenen Aktionären gebündelt. Vielmehr greift die unter D.III.1 dargelegte, durch die entsprechende wirtschaftliche Betroffenheit hergestellte Incentivierung bei den Stammaktionären nicht voll durch. Ihre unterproportionale Betroffenheit macht sie zu nicht optimalen Stimmrechtsträgern. Die Suboptimalität wird auch durch die im Folgenden darzulegenden Probleme, welche sich aus dem Auseinanderfallen von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ergeben, offensichtlich.

---

<sup>559</sup> *Aggarwal/Erel/Ferreira/Matos*, 100 J. Fin. Econ. (2011), 154 (155 f., 159 ff.); *Becht/Franks/Mayer/Rossi*, 22 Rev. Financ. Stud. (2009), 3093 (3095 ff., 3113 ff., 3125 f.).

<sup>560</sup> In diese Richtung auch *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (60).

<sup>561</sup> *Becht/Böhmer*, Ownership and Voting Power in Germany, ECGN Research Paper 1998, S. 3.

## 7. Probleme durch die disproportionale Betroffenheit

Vorzugsaktien führen aufgrund der sich sowohl bei den Stamm- als auch bei den Vorzugsaktionären ergebenden Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit zu Problemen in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft.

### a) Erhöhte *agency costs* durch Vorzugsaktien

Die unterproportionale Betroffenheit der Stammaktionäre einer Aktiengesellschaft mit Stamm- und Vorzugsaktien könnte zu einer Verschiebung der durch die Stimmrechtsbündelung im Verhältnis Anteilseigner/Verwaltung (vertikale Ebene) eingesparten *agency costs* auf das Verhältnis Stamm-/Vorzugsaktionär (horizontale Ebene) führen. Für das Verständnis dieser Problematik ist ein Problembewusstsein für den sich zwischen Stamm- und Vorzugsaktionären ergebenden Prinzipal-Agent-Konflikt erforderlich.

#### aa) Horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt

Während die anfängliche Debatte um die sich aus einem Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle ergebenden Probleme auf das Verhältnis zwischen den Anteilseigner einer Gesellschaft und deren Verwaltung konzentriert war, wurde das aus dieser Beziehung resultierende Problembewusstsein im Folgenden auch auf das Verhältnis zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären übertragen.<sup>562</sup>

Diese Übertragung erfordert eine genaue Betrachtung der Opportunismusooption der in diesem Verhältnis als Agenten zu qualifizierenden Mehrheitsaktionäre. Eine solche ist nicht auf den ersten Blick ersichtlich, denn grundsätzlich besteht zwischen den Aktionären ein Interessengleichlauf. Alle Aktionäre haben, so die grundsätzliche Annahme, das Ziel den Unternehmenswert zu steigern und die Ausschüttungen zu erhöhen.<sup>563</sup> Allen Aktionären steht der Residualanspruch zu, sodass sie das gemeinsame Ziel verfolgen, den Residualwert der Gesellschaft zu erhöhen. Aus dieser Warte erscheint ein opportunistisches Verhalten der Mehrheits- gegenüber den Minderheitsaktionären fernliegend. Ein Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären würde jedoch einen Interessenkonflikt und eine Opportunismusooption

<sup>562</sup> Siehe hierzu modellhaft *Grossmann/Hart*, 20 JoFE (1988), 175; *Harris/Raviv*, 20 JoFE (1988), 203; *dies.*, 24 JoFE (1989), 255; *Hartmann-Wendels/Von Hinten*, ZfbF 41 (1989), 263 (268 ff.).

<sup>563</sup> Siehe zur Annahme des Gleichlaufs der Aktionärsinteressen bereits unter D.III.1.c).

voraussetzen, welche potenziell zu einer Ausbeutung der Minderheits- durch die Mehrheitsaktionäre führen würde. Ein solcher Interessenkonflikt wird durch die Möglichkeit des Mehrheitsaktionärs, sogenannte *private benefits*<sup>564</sup> zu erlangen, begründet.

*Jensen* hat *private benefits* aus der Sicht eines Eigentümers einer Gesellschaft beschrieben, welcher die Gesellschaft zugleich leitet und diese als “*benefits he derives from pecuniary returns but also the utility generated by various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the office staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, personal relations (“friendship,” “respect,” and so on) with employees, a larger than optimal computer to play with, or purchase of production inputs from friends*”.<sup>565</sup> Eine deutlich breitere Formulierung findet sich bei *Coffee*, welcher unter *private benefits* “*all of the ways in which those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with the other shareholders*” zusammenfasst.<sup>566</sup> Aus dieser Definition kann abgeleitet werden, dass *private benefits* das Innehaben von Kontrolle voraussetzen und zugleich solche Vorteile darstellen, welche nicht mit der Aktionärgesamtheit geteilt werden. Bezogen auf Mehrheitsaktionäre können derartige durch ihre Beteiligung vermittelte *private benefits* beispielsweise<sup>567</sup> in Verpflichtungen aus Lieferungen und Leistungen mit einem durch den Mehrheitsaktionär kontrollierten Unternehmen zu nicht marktgerechten Konditionen bestehen.<sup>568</sup> Während die Vorteile der *private benefits* nur dem Mehrheitsaktionär zugutekommen, ist die Folge der aufgrund des nicht marktgerechten Preises suboptimalen Ressourcenallokation von allen Aktionären, d. h. auch von den Minderheitsaktionären, in gleichem Maße zu tragen.

---

<sup>564</sup> Siehe allgemein zum Konzept der *private benefits* *Grossmann/Hart*, 20 JoFE (1988), 175 ff.; *Zingales*, 7 Review of Financial Studies (1994), 125 ff.; *Ménard/Shirley/Roe*, Handbook of New Institutional Economics, S. 371 (372 ff.); *Rydqvist*, 20 Journal of Banking and Finance (1996), 1407 ff.; *Modigliani/Perotti*, 18 Managerial and Decision Economics (1998), 519 ff. Siehe zur Ambivalenz der Aktivität eines Kontrollaktionärs im Hinblick auf die Problematik der *private benefits* *Gilson/Gordon*, 152 U. Pa. L. Rev. (2003), 785: „The presence of a controlling shareholder reduces the managerial agency problem, but at the cost of the private benefits agency problem. Non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder as long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control.” Hierzu auch *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221 (227).

<sup>565</sup> *Jensen*, Foundations of Organizational Strategy, S. 58.

<sup>566</sup> *Coffee*, 149 University of Pennsylvania Law Review (2001), 2151 ff.

<sup>567</sup> Siehe für weitere Beispiele *Gilson*, 119 Harvard Law Review (2006), 1641 ff.

<sup>568</sup> *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (61).

Die Möglichkeit der Mehrheitsaktionäre auf Kosten der Minderheitsaktionäre *private benefits* zu erlangen stellt die Opportunismusooption dar, welche den Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen den Aktionärsgruppen hervorruft.

#### **bb) Zuspitzung durch die Emission von Vorzugsaktien**

Durch die Emission von Vorzugsaktien spitzt sich der horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen den Aktionärsgruppen weiter zu. Die Gefahr durch die Stammaktionäre in Form von *private benefits* ausgebeutet zu werden ist für Vorzugsaktionäre größer, als für Minderheitsaktionäre, die über Stimmrechte verfügen.<sup>569</sup>

*Shleifer* und *Vishny* haben insoweit argumentiert, dass in Fällen, in welchen das Stimmrecht die anteiligen Rechte am *cash flow* übersteigt, ein besonderer Anreiz besteht, die Minderheitsaktionäre durch die Realisierung von *private benefits* zu benachteiligen.<sup>570</sup> Gestützt werden soll diese Aussage nach Ansicht der Autoren auch durch den Kursunterschied zwischen Stamm- und Vorzugsaktien, in welchem die Möglichkeit, *private benefits* zu realisieren, zum Ausdruck kommen soll.

Eine entsprechende Bewertung kann auch durch eine Übertragung der unter D.I.2.b)cc) dargelegten Einflussgrößen auf ein opportunistisches Verhalten vorgenommen werden. Die Gruppe der Aktionäre ist in höchstem Maße opportunistusinterdependent, denn durch die opportunistische Realisierung von *private benefits* durch bestimmte Aktionäre wird das Vermögen der übrigen unmittelbar gemindert, da der ausschüttungsfähige Gewinn sinkt. Wie unter D.VI.1 dargestellt, ist aus Aktionärssicht primärer Rechtsschutz vor einem opportunistischen Verhalten der Mitaktionäre deren Selbstbetroffenheit durch die Stimmrechtsausübung. Im Fall eines Stammaktionärs in einer Gesellschaft, welche sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat, ist die Rechtsschutzkomponente jedoch aufgrund der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit reduziert, denn ein Stammaktionär in einer solchen Gesellschaft hat mehr Einfluss als anteilige wirtschaftliche Betroffenheit.

Ein sich opportunistisch verhaltender Stammaktionär kann anders gewendet die Berechnung des Erwartungswertes eines opportunistischen Verhaltens abweichend vornehmen. Durch die

---

<sup>569</sup> *Pellens/Hillebrandt*, AG 2001, 57 (61).

<sup>570</sup> *Shleifer/Vishny*, 52 *The Journal of Finance* (1997), 737 (758) unter Verweis auf *Grossman/Hart*, 20 *Journal of Financial Economics* (1988), 175 ff.; *Harris/Raviv*, 20 *Journal of Financial Economics* (1988), 55 ff.

reduzierte Rechtsschutzkomponente wird der Erwartungswert des opportunistischen Verhaltens erhöht. Ein opportunistisches Verhalten, beispielsweise in Form der Realisierung von *private benefits*, wird damit jedenfalls rechnerisch attraktiver und hierdurch wahrscheinlicher. Verdeutlicht werden kann dies am Beispiel einer Abstimmung in der Hauptversammlung betreffend eine *Holz Müller*-Entscheidung. Stimmt hierbei ein Stammaktionär für die Veräußerung eines Unternehmensteils an eine Gesellschaft, an welcher er maßgeblich beteiligt ist, zu einem nicht marktgerechten Verkaufspreis, so trägt nur er die Vorteile seiner (Allein-)Entscheidung. Die Nachteile der Entscheidung kann er hingegen auf alle Aktionäre, d. h. auch auf die nicht stimmberechtigten Vorzugsaktionäre, verteilen.

#### cc) Unterschied zwischen vertikalem und horizontalem Prinzipal-Agent-Konflikt

Die Einordnung der Verschiebung der *agency costs* von der vertikalen auf die horizontale Ebene sollte allerdings nicht vorgenommen werden, ohne die strukturellen Differenzen zwischen den beiden Konfliktebenen in die Bewertung des Problems einzustellen. Der fundamentale Unterschied ist, dass es sich bei *blockholders* um Agenten handelt, die jedenfalls grundsätzlich im Sinne der Minderheitsaktionäre incentiviert sind. Die wirtschaftliche Betroffenheit als Rechtsschutzkomponente reduziert von vornherein die *agency costs* in diesem Verhältnis. *Blockholder* als Agenten können somit letztlich mit einer Verwaltung verglichen werden, deren Entlohnung durch entsprechend variable Komponenten gänzlich an die finanzielle Entwicklung der Gesellschaft angeglichen ist. Vorstellbar wäre beispielsweise eine Vergütung auf Grundlage des Aktienkurses und der Höhe der ausgeschütteten Dividende. Im Vergleich zur Verwaltung der Gesellschaft beschränken sich die einen Prinzipal-Agent-Konflikt begründenden Opportunismusoptionen der *blockholder* daher auf *private benefits* und den nicht durch die eigene wirtschaftliche Betroffenheit hinterlegten Bereich des Stimmrechtseinflusses.

#### dd) Zwischenergebnis

Die Verbindung aus verstärkter Stimmrechtsbündelung und suboptimaler Anreizstruktur durch im Vergleich zur wirtschaftlichen Betroffenheit überproportionalem Stimmrechtseinfluss führt zusammenfassend zu einer Zuspitzung des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts. Zwar führt die Stimmrechtsbündelung zu reduzierten *agency costs* im vertikalen Verhältnis zwischen Anteilseignern und Verwaltung. Erkauft wird dies allerdings durch erhöhte *agency costs* auf

horizontaler Ebene zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter. Aufgrund des reduzierten Rechtsschutzes durch das überproportionale Stimmrechtsgewicht wird dieser Effekt bei einer Gesellschaft, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat, noch einmal verstärkt. Aus Corporate Governance Perspektive sind Vorzugsaktien aufgrund der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit daher kritisch zu beurteilen.

#### **b) Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle**

Die Emission von Vorzugsaktien könnte des Weiteren den Markt für Unternehmenskontrolle behindern. Wie unter D.II.5.e) dargestellt hat dieser eine nicht zu vernachlässigende Kontrollfunktion in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft. Diese Funktion könnte durch die Emission von Vorzugsaktien eingeschränkt werden.

##### **aa) Keine Einschränkung des Aufbaus kontrollvermittelnder Aktienpakete**

Zunächst ist festzuhalten, dass in der Literatur richtigerweise darauf hingewiesen wird, dass die Emission von Vorzugsaktien den Aufbau eines kontrollvermittelnden Aktienpaketes nicht verhindert.<sup>571</sup> Nach den hier dargelegten Grundsätzen ist sogar das Gegenteil der Fall, der Aufbau eines *blockholdings* wird attraktiver. Die Übernahme einer Zielgesellschaft wird durch die Emission von Vorzugsaktien nicht etwa erschwert oder verhindert. Somit ergeben sich *prima facie* keine negativen Implikationen für die herausgearbeitete institutionelle Kontrollfunktion des Stimmrechts. Der Vorstand einer Gesellschaft mit Stamm- und Vorzugsaktien sieht sich in gleichem Maße der Gefahr einer potenziellen Übernahme ausgesetzt. Die Möglichkeit seiner Auswechslung durch den Übernehmer incentiviert ihn im Sinne der Aktionäre der Gesellschaft.

##### **bb) Einschränkung durch *cheap votes***

Eine Einschränkung könnte sich jedoch aufgrund des Konzepts der sogenannten *cheap votes* ergeben. Auch wenn der Aufbau einer kontrollvermittelnden Beteiligung durch die Emission von Vorzugsaktien nicht behindert wird, so könnten Probleme für den Markt für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument daraus resultieren, dass ein weniger geeigneter Bieter in die Lage versetzt wird, ein entsprechend kontrollvermittelndes Paket zu übernehmen.

---

<sup>571</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 23.

**(i) Konzept der *cheap votes***

Das von *Harris/Raviv* beschriebene Konzept sogenannter *cheap votes* ist gedanklicher Ausgangspunkt der negativen Effekte, welche die Emission von Vorzugsaktien auf den Markt für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument hat.

Die Autoren definieren *cheap votes* als Stimmen, die an Wertpapiere gebunden sind, deren *cash flows* nicht vergleichbar sensibel auf das Ergebnis von Kontrollwettbewerben reagieren. Ein Bieter, der grundsätzlich ein vergleichsweise weniger optimaler Aktionär wäre, muss für die Zielgesellschaft den Preis entrichten, der dem Wert entspricht, den die Zielgesellschaft für einen optimaleren Aktionär hätte. Ansonsten würde er den Bieterwettstreit nicht gewinnen. Die geringe Eignung kann sich beispielsweise daraus ergeben, dass der betreffende Bieter *private benefits* aus der Gesellschaft ziehen möchte, oder auch aus einer verminderten Kontrollbereitschaft oder -fähigkeit. Die suboptimale Eignung führt dazu, dass der Wert der Zielgesellschaft nach der Übernahme sinkt. In diesem Verlust erblicken *Harris/Raviv* die Kosten der Übernahme für den Bieter. Kann ein solcher Bieter aber die Kontrolle durch den Erwerb von *cheap votes* erlangen, so fällt der beschriebene Verlust aufgrund der geringen *cash flow*-Sensibilität für den weniger geeigneten Erwerber geringer aus. Der Erwerb solcher Stimmenrechtsanteile ermöglicht es einem weniger geeigneten Bieter anders gewendet, die Kontrolle zu erlangen, ohne die daraus resultierende Minderung des Unternehmenswertes in vollem Umfang zu tragen.<sup>572</sup> Aus Sicht der Autoren ist die Vermeidung von *cheap votes* daher ein probates Mittel, um effizienzmindernde Übernahmen zu verhindern. Hierbei modellieren die Autoren, dass *cheap votes* verhindert werden können, wenn und soweit eine strikte *one share – one vote* Struktur eingehalten wird.<sup>573</sup>

Der Begriff der *cheap votes* ist bei genauerer Betrachtung eine Beschreibung der Disproportionalität zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in der Sondersituation der Übernahme. Die Möglichkeit, die eigenen Einbußen, die sich aufgrund der Diskrepanz zwischen erforderlichem Kaufpreis und Wert der Zielgesellschaft unter eigener Kontrolle ergeben, auszugleichen, ergibt sich nur durch den Erwerb von Anteilen, deren Stimmrechtsmacht im Vergleich zur wirtschaftlichen Betroffenheit in Form des gesunkenen Unternehmenswertes unterproportional ist. Der potenzielle Erwerber kann sich diese Disproportionalität zur

<sup>572</sup> *Harris/Raviv*, Journal of Financial Economics 24 (1989), 255 (256).

<sup>573</sup> *Harris/Raviv*, Journal of Financial Economics 24 (1989), 255 (262 ff.).

Umverteilung seiner Verluste auf alle Anteilseigner zunutze machen, wodurch die Übernahme für ihn finanziell attraktiver wird.

**(ii) Cheap votes durch die Emission von Vorzugsaktien**

Die durch die Emission von Stamm- und Vorzugsaktien entstehende Disproportionalität<sup>574</sup> führt zur Entstehung von *cheap votes*. Zur Verdeutlichung bietet sich ein Vergleich mit einer Gesellschaft an, welche nur Stammaktien emittiert hat, d. h. das Konzept *one share – one vote* konsequent berücksichtigt. Ein Bieter, welcher im hier verstandenen Sinn als suboptimal einzuordnen ist, müsste für den Erwerb einer die Kontrolle vermittelnden Beteiligung einen Kaufpreis zahlen, der in seiner Höhe dem Wert der Gesellschaft unter der Kontrolle eines besser geeigneten Mitbieters entspricht. Nur dann würde er sich gegen diesen durchsetzen. Die Verluste, welche sich nach der Übernahme durch die Suboptimalität des obsiegenden Bieters ergeben, verteilen sich freilich auf alle Aktionäre gleichermaßen in Form geminderter Ausschüttungen in Folge geminderter *cash flows* und einem jedenfalls nach Einpreisung geminderten Börsenkurs. Im Fall einer Zielgesellschaft, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat, verteilt sich der Verlust zwar ebenfalls auf alle Aktionäre gleichermaßen. Allerdings muss der Bieter für die Erlangung der Kontrolle eine geringe Anzahl an Anteilen erwerben. Er muss die in Folge der Übernahme eintretenden Wohlfahrtsverluste nicht in vollem Umfang selbst tragen, denn der Verlust ergibt sich aus einer Multiplikation der Gesamtzahl der Anteile mal der Wertminderung in Form der geminderten *cash flows* und des gesunkenen Börsenkurses. Der überproportionale Stimmrechtseinfluss, den die Stamm- im Vergleich zu den Vorzugsaktien verzeichnen können, führt demnach zur Entstehung von *cheap votes*.

**(iii) Probleme für den Markt für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument**

Auch bei einer Aktiengesellschaft, welche durch die Emission von Stamm- und Vorzugsaktien *cheap votes* erzeugt hat, besteht jedenfalls im gedanklichen Ausgangspunkt eine gewisse Disziplinierungsfunktion durch den Markt für Unternehmenskontrolle. Nicht anders als in anderen Aktiengesellschaften sieht sich die Verwaltung der Gefahr ausgesetzt, dass Aktionäre, die mit der Leistung nicht zufrieden sind, ihre Anteile an einen Bieter verkaufen. Dieser könnte dann die

---

<sup>574</sup> Siehe hierzu oben unter E.I.5.

Leitungsorgane durch eigene ersetzen. Das bisherige Management würde seinen Arbeitsplatz verlieren. Insoweit ergeben sich auf den ersten Blick keine Unterschiede. Vor allem stellen sich nicht die Probleme, welche sich durch Höchststimmrechte für den Markt für Unternehmenskontrolle ergeben. Hat eine Gesellschaft Aktien mit Höchststimmrechten emittiert, ist der Erwerb von ausreichendem Einfluss trotz der Bereitschaft zu entsprechendem Kapitaleinsatz erschwert,<sup>575</sup> was negative Auswirkungen auf die Disziplinierungsfunktion hat.<sup>576</sup> Höchststimmrechte verhindern damit bereits die Möglichkeit einer wohlfahrtssteigernden Übernahme. Die Verwaltung der Gesellschaft wird von den Aktionären isoliert und kann sich vor einem Austausch durch einen potenziellen Erwerber sicher fühlen.

Durch die Emission von Vorzugsaktien entsteht eine derartige Isolation grundsätzlich nicht, denn der Aufbau eines kontrollvermittelnden Aktienpakets wird nicht erschwert. Vielmehr ist ein *blockbuilding* in Gesellschaften mit Stamm- und Vorzugsaktien sogar attraktiver. Hieraus kann geschlossen werden, dass trotz der Emission von Vorzugsaktien die Disziplinierungsfunktion *ex ante* weitgehend erhalten bleibt. Die beschriebene institutionelle Kontrollfunktion des Stimmrechts wird nicht tangiert.

Probleme ergeben sich allerdings, wenn tatsächlich ein Kontrollerwerb erfolgt. Wie dargestellt steigern die *cheap votes* die Attraktivität der Übernahme aus Sicht eines suboptimalen Erwerbers. Dieser wird sich oftmals nicht deshalb in die Zielgesellschaft einkaufen, weil er ein Wertsteigerungspotenzial durch die Auswechslung des Managements realisieren will, sondern um *private benefits* zu vereinnahmen. Anders gewendet wird ein Kontrollerwerb durch einen Aktionär wahrscheinlich, der ein Wertsteigerungspotenzial der Gesellschaft nicht in einem für alle Aktionäre wertsteigernden Austausch einer ineffizienten Verwaltung sieht, sondern eben nur in *private benefits*. Den größten Nachteil tragen außenstehende Aktionäre. Diese profitieren in keiner Weise von einer Übernahme durch den suboptimalen Erwerber. Weder nehmen sie an den *private benefits* teil, noch kommen ihnen andere Vorteile zu.

---

<sup>575</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 21.

<sup>576</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 133 Rn. 21; *Manne*, 73 Journal of Political Economics (1965), 110 (144 ff.); *Easterbrook/Fischel*, 91 Yale Law Review (1981/1982), 698; *Coffee*, 84 Columbia Law Review (1984), 1145; *Grossman/Hart*, 20 Journal of Financial Economics (1988), 175 ff.; *Reul*, Gleichbehandlungsgrundsatz, S. 128 ff.; *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 301 ff.; *Adams*, AG 1990, 63 (76); *Baums*, AG 1990, 221 (225).

**(iv) Zusammenspiel zwischen *cheap votes* und *blockbuilding***

Die Entstehung der *cheap votes* in Verbindung mit der erhöhten Wahrscheinlichkeit und Attraktivität eines *blockbuildings* in Gesellschaften, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert haben, stellt ein äußerst kritisch zu beurteilendes Zusammenspiel dar. *Cheap votes* erhöhen den Anreiz zur Übernahme für einen aus Corporate Governance Sicht wenig geeigneten Übernahmekandidaten. Hierdurch steigen die *agency costs*. Steigt durch die Emission von Vorzugsaktien allerdings auch noch die Wahrscheinlichkeit eines *blockbuildings*, so wird hierdurch der horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt auf zweifache Weise verschärft: Zum einen wird durch die gesteigerte Attraktivität eines *blockbuildings* die Wahrscheinlichkeit der Übernahme eines mit weitreichenden Einflussnahmerechten verbundenen Aktienpakets erhöht. Zum anderen steigern *cheap votes* die Wahrscheinlichkeit einer wohlfahrtsmindernden Kontrolltransaktion. In dieser Gesamtschau haben Vorzugsaktien den Effekt, dass sie für einen weniger geeigneten *blockholder* einen Kontrollerwerb attraktiver machen.

**(v) Abschwächung durch Vollangebotspflicht gemäß § 32 WpÜG**

Die vorgenannte Problematik könnte durch die Vollangebotspflicht gemäß § 32 WpÜG abgeschwächt werden. Insofern gilt es, die besondere Funktionsweise des Übernahmerechts in die Überlegungen einzustellen. Nach dieser Vorschrift kann ein Übernahmeangebot nicht nur für einen Teil der Aktien abgegeben werden. Die Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots gemäß § 35 WpÜG setzt den Erwerb der Kontrolle i. S. v. § 29 Abs. 2 WpÜG voraus. Zu beachten ist, dass es für den übernahmerechtlichen Kontrollbegriff ausschließlich auf die Stimmrechtsquote des Bieters ankommt.<sup>577</sup> Stimmrechtslose Vorzugsaktien sind in diese Berechnung nur dann einzustellen, wenn das Stimmrecht gemäß § 140 Abs. 2 AktG wieder aufgelebt ist.<sup>578</sup> Aufgrund der Vollerwerbspflicht des § 32 WpÜG erstreckt sich die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots auf alle Aktiegattungen der Zielgesellschaft, folglich auch auf stimmrechtslose Vorzugsaktien.<sup>579</sup> Diese Konstellation schwächt die beschriebene Problematik der *cheap votes*

<sup>577</sup> Kölner Komm AktG/Vetter, AktG, § 139 Rn. 324.

<sup>578</sup> Kölner Komm AktG/Vetter, AktG, § 139 Rn. 324; Assmann/Pöttsch/Schneider/Assmann, WpÜG, § 29 Rn. 18; Harbarth, ZIP 2002, 321 (325); Angerer/Geibel/Süßmann/Süßmann, WpÜG, § 29 Rn. 26; Steinmeyer/Häger/Steinmeyer, WpÜG, § 29 Rn. 20.

<sup>579</sup> Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034; FraKommWpÜG/Vogel, § 32 Rn. 12, 22; Kölner Komm AktG/Vetter, AktG, § 139 Rn. 324; Angerer/Geibel/Süßmann/Thun, WpÜG, § 32 Rn. 2.

jedenfalls ab einem Erwerb von 30 Prozent der Stimmrechte ab, denn in einem solchen Fall wäre ein weniger geeigneter Bieter, der die aufgrund der Disproportionalität reduzierte *cash flow*-Sensibilität der Stammaktien ausnutzen möchte, letztlich dazu verpflichtet, alle Aktien zu erwerben. Da sich diese Pflicht auch auf die emittierten stimmrechtslosen Vorzugsaktien erstreckt, besteht für den Bieter die Gefahr, dass er zum Erwerb aller Aktien verpflichtet ist. Bei entsprechendem Erfolg des Pflichtangebots würde er somit alle Aktien erwerben, was den Vorteil der geringeren *cash flow*-Sensibilität der Stammaktien aufgrund der Vereinigung sämtlicher aktienbezogener Zahlungsströme auf den Erwerber letztlich aufheben würde.

In der Folge könnte der weniger geeignete Bieter die aufgrund seiner suboptimalen Eignung eintretenden Wertminderungen, die sich in geminderten Ausschüttungen an die Aktionäre niederschlagen, nicht mehr auf die Gesamtheit der Aktionäre und insbesondere auf die Inhaber von Vorzugsaktien externalisieren. Auf diese Weise schwächt die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots die beschriebenen Probleme jedenfalls ab dem Zeitpunkt des Erwerbs von 30 Prozent der Stimmrechte ab. Zu konstatieren ist jedoch, dass die beschriebenen Probleme, welche die in der Folge der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden *cheap votes* hervorrufen, bei einer Übernahme von weniger als 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft weiterhin bestehen bleiben. Es können demnach durchaus relevante Beteiligungspakete unter Ausnutzung von *cheap votes* aufgebaut werden. Ein Aktionär, der deutlich weniger als 30 Prozent der Anteile an der Zielgesellschaft hält kann bereits einen erheblichen Einfluss haben.<sup>580</sup> Diese Einwirkungsmöglichkeiten werden durch geringe Hauptversammlungspräsenzen weiter begünstigt. Die Schutzmechanismen des Übernahmerechts und insbesondere die Vollerwerbspflicht des § 32 WpÜG entschärfen die dargestellte Problematik, können sie jedoch nicht vollends vermeiden.

#### **(vi) Zwischenergebnis**

Die Emission von Vorzugsaktien behindert die Effektivität des Markts für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument durch die Schaffung von *cheap votes*. Diese entstehen unmittelbar durch die im Fall von Vorzugsaktien bestehende Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch die im Vergleich zum anteiligen Betrag am Grundkapital

---

<sup>580</sup> Siehe in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen zum Problem der aktivistischen Aktionäre unter D.II.6.a)bb)(ii).

überproportionale Stimmrechtsmacht. In Kombination mit der erhöhten Wahrscheinlichkeit eines *blockbuildings* sind Vorzugsaktien aus Corporate Governance Werte kritisch zu sehen.

## 8. Rechtspolitische Bewertung von Vorzugsaktien

Die aufgezeigten Probleme stellen die Daseinsberechtigung von Vorzugsaktien als Finanzierungsinstrument von Aktiengesellschaft infrage. Es gilt daher zu erörtern, ob ein gesetzgeberisches Einschreiten zu begrüßen wäre und *de lege ferenda* eine Abschaffung von Vorzugsaktien angestrebt werden sollte.

In der Literatur wird für die Rechtfertigung der Existenz von Vorzugsaktien insbesondere auf die autonome Interessenwahrung der Vorzugsaktionäre hingewiesen.<sup>581</sup> Das Risiko der Ausbeutung durch die Stammaktionäre könne durch eine entsprechende Einpreisung abgefangen werden. Vorzugsaktien existieren folglich in allen wesentlichen europäischen Verbandsverfassungen.<sup>582</sup> Ihre Legitimität wird nicht infrage gestellt.<sup>583</sup>

Eine Interessenwahrung durch entsprechende Einpreisung ist grundsätzlich begrüßenswert und entspricht dem Bild der eigenverantwortlichen Wahrung der Interessen der Investoren. Entscheiden sie sich dafür, in Vorzugsaktien zu investieren, so kann ihnen auch zugemutet werden, die sich aus dem horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikt ergebenden zusätzlichen *agency costs* einzupreisen. Nicht zu vergessen ist jedoch der Umstand, dass durch die Möglichkeit einer wohlfahrtsminimierenden Übernahme aufgrund des Einfallstors durch *cheap votes* auch die Stammaktionäre ggf. Nachteile durch den Eintritt eines wenig geeigneten *blockholders* erleiden. Auch hier könnte eine entsprechende Einpreisung Abhilfe schaffen, die Sensibilisierung für das Problem erscheint jedoch nicht derart fortgeschritten, als dass eine solche zu erwarten ist. Außerdem besteht die Gefahr, dass durch die Übernahme durch einen weniger geeigneten Kontrollerwerber auch andere *stakeholder* der Gesellschaft Verluste erleiden. Die Folge könnte

---

<sup>581</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 23.

<sup>582</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 133 Rn. 23; *Jaeger*, Europäische Aktiengesellschaft, S. 71 ff.; *Winkler*, Stimmrecht, S. 45 ff., 65 f., 102 f.

<sup>583</sup> Siehe Begründung RegE zum KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 12: „Die Einräumung von Einfluß ohne korrespondierendes Anteilseigentum entspricht nicht den Erwartungen des Kapitalmarkts und schwächt die Eigentümerkontrolle. Dies ist anders zu beurteilen, wenn dem Markt eine eigne Aktiengattung (stimmrechtslose Vorzugsaktien) mit gesetzlich umrissenen Rechten angeboten wird, die er auch entsprechend niedriger bewertet.“; *Spindler/Stilz/Bormann*, AktG, § 139 Rn. 4; *Christians*, AG 1990, 47 (48 f.); *Mittermeier*, Emtv Voting, S. 211 ff.; zu den Bedenken *Hüffer/Koch*, AktG, § 139 Rn. 3; siehe aus verfassungsrechtlicher Warte auch *Mülbert/Leuschner*, ZHR 170 (2006), 615 (642); *Schön*, FS Ulmer, 1359 (1363).

eine Art „Kettenreaktion“ sein. Beginnend mit einer wohlfahrtsminimierenden Übernahme durch einen Erwerber, der die Verwaltung der Gesellschaft nicht hinreichend kontrolliert, könnten beispielsweise die vertraglichen Ansprüche von Arbeitnehmer, Lieferanten und Kreditnehmer nicht oder nicht mehr vollständig befriedigt werden. Letztlich könnte dies sogar zu einer Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung der Gesellschaft und damit zu ihrer Insolvenz führen. *Sub specie* dieser Überlegungen stellen Vorzugsaktien letztlich sogar ein systematisches Risiko dar.

Aus dieser Warte sind Vorzugsaktien jedenfalls ambivalent zu beurteilen. Ein gesetzgeberisches Einschreiten ist deshalb nicht notwendig, da wie gezeigt ein konstanter Bedeutungsverlust des Rechtsinstituts dafür spricht, dass die Bewertung durch den Markt die Problematik langfristig austarieren wird. Vor allem dürfte auch die zunehmende Internationalisierung der Kapitalmärkte Vorzugsaktien weiter zurückdrängen. Bei ausländischen Investoren sind diese weitgehend unbekannt und aufgrund ihrer fehlenden Übernahmefantasie unbeliebt.<sup>584</sup>

## II. Empty Voting

Die Vorzugsaktie stellt den rechtlichen Normalfall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Aktiengesellschaften dar. Diese Diskrepanz vom gesetzlichen Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs als Corporate Governance Akteur ist somit nicht nur von der gesetzgeberischen Intention umfasst, sondern auch exakt geregelt, für Mitaktionäre ersichtlich und trotz der aufgezeigten Probleme weitgehend akzeptiert. All diese Aussagen treffen auf die im Folgenden in den Blick zu nehmende Variante einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit, dem Phänomen des „Empty Voting“, nicht zu. Die aus der Analyse des gesetzlichen Normalfalles destillierten Probleme sollen im Folgenden für die Analyse der wesentlich komplexeren Materie des Empty Voting fruchtbar gemacht werden.

Unter dem Begriff des Empty Voting ist die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien, an welchen der das Stimmrecht ausübende Aktionär nicht das volle wirtschaftliche Risiko trägt, zu

---

<sup>584</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 139 Rn. 3; MüKoAktG/M.Arnold, AktG, § 139 Rn. 5; Hasselbach/Ebbinghaus, DB 2015, 1269 (1272); in diese Richtung auch Loges/Distler, ZIP 2002, 467 (474); siehe weiterhin zu den Gründen der abnehmenden Beliebtheit von Vorzugsaktien auf dem Kapitalmarkt Senger/Vogelmann, AG 2002, 193 ff.; Pellens/Hillebrandt, AG 2001, 57 ff.; Polte, Aktiengattungen, S. 74 ff.; Noack in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. II, 510 (519 f.).

verstehen.<sup>585</sup> Empty Voting bedeutet somit das Entkoppeln (*decoupling*) von Stimmrecht und wirtschaftlichem Interesse (*economic ownership*).<sup>586</sup> Folge dieser Entkopplung ist, dass den diese Technik einsetzenden Aktionären mehr Stimmrechtsmacht zukommt, als ihnen nach den gesetzlichen und wirtschaftlichen Prämissen eigentlich zukommen sollten.<sup>587</sup> Eine Reihe von Fällen, in welchen Empty Voting durch Investoren eingesetzt worden ist, wurde in einer Vielzahl von Publikationen dargestellt.<sup>588</sup> Die Entkopplungstechniken, durch welche der Aktionär *de facto* in die Lage versetzt wird, das seine Mitgliedschaft konstituierende Programm von Rechten und Pflichten individuell und außerverbandlich zurechtzuschneiden, sind vielfältig. Für die vorliegende Untersuchung werden die praktisch wichtigsten Fallgruppen in den Blick genommen. Konkret wird die Erzeugung einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Finanzderivate<sup>589</sup>, Wertpapierdarlehen<sup>590</sup> und Record Date Capture<sup>591</sup> untersucht. Hierbei ist die jeweilige Entkopplungstechnik zunächst in ihren begrifflichen und

---

<sup>585</sup> Zum Begriff des Empty Voting vgl. *Tautges*, Empty Voting, S. 42; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 1; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1507); *Eidenmüller*, DSStR 2007, 2116 (2118); *Wenninger*, Hedge Fonds, S. 63 ff.; *Leyens*, JZ 2007, 1061 (1070); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (742); *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 ff.; *Seibt*, ZGR 2010, 795 (799); *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404 (405); *Zetzsche*, NZG 2009, 692 (696 f.); *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 69; *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 1170 ff.; *Theusinger/Möritz*, NZG 2010, 607 ff.; *Weidemann*, NZG 2016, 605 (605); *Hopt*, ZHR 175 (2011), 444 (497); *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (215 ff.); *KölKoWpHG/Heinrich*, § 25 Rn. 36, 38; aus der internationalen Literatur *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Review (2006), 811 (811); *dies.*, 13 J. Corp. Fin. (2007), 343 (348 ff.); *dies.*, 61 Bus. Law. (2006), 1011 (1022, 1024 ff.); *dies.*, 156 U. Pa. L. Rev. (2008), 625 ff.; *dies.*, 14 Eur. Fin. Mgmt. (2008), 663 ff.; *Martin/Partnoy*, 2005 U. Ill. L. Rev. (2005), 775 (813); *Kahan/Rock*, 155 U. Pa. L. Rev. (2007), 1021 (1075 ff.); *dies.*, 96 Geo. L. J. (2008), 1227 (1267); *Hayden/Bodie*, 30 Cordoza Law Review (2008), 445 (484 ff.); *Briggs*, Iowa J. Corp. L. 2 (2007), 681 (701 ff.); *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (101); *Lee*, 3 Colum. Bus. L. Rev. (2007), 883 ff.; *Katz*, 28 Cardozo L. Rev. (2006), 1483 ff.; *Ringe*, 36 Seattle University Law Review (2013), 1027 (1030); *Clottens*, ECFR 2012, 446 (447); *Rodrigues*, 95 Minnesota Law Review (2011), 1822 (1836); *Brav/Richmond*, 99 J. of Fin. Econ. (2011), 289 ff.; *Cohen*, 45 Harvard J. on Legis (2008), 237 (238); *Barry/Hatfield/Duke*, 99 Virg. L. Rev. (2013), 1103 ff.; das Phänomen als „outsider trading“ beschreibend *Kobayashi/Ribstein*, 40 U.C. Davis L. Rev. (2006), 21 (67); kritisch hingegen *Dent, Jr.*, 35 Del. J Corp. (2010), 97 (112), welcher das Problem (zu Unrecht) für ein rein akademisches hält; siehe zu sehr frühen Ansatz zur Thematik bei *Blair/Golbe/Gerad*, 97 J. Pol. Econ. (1989), 420 (442); *Monga*, 12 Stan. J. L. Bus. & Fin. (2006–2007), 186 (219); *Renn*, Einsatz und Offenlegung, S. 120 ff.; *Frankel*, 33 Seattle Law Review (2010), 931 (940).

<sup>586</sup> Diese Begrifflichkeiten gehen auf *Hu/Black* zurück, vgl. *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Review (2006), 811 (811); *dies.*, 13 J. Corp. Fin. (2007), 343 (348 ff.); *dies.*, 61 Bus. Law. (2006), 1011 (1022, 1024 ff.); *dies.*, 156 U. Pa. L. Rev. (2008), 625 ff.; *dies.*, 14 Eur. Fin. Mgmt. (2008), 663 ff.

<sup>587</sup> *Hu/Black*, 61 Bus. Law. (2006), 1011 (1022, 1024 ff.); *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Review (2006), 811 (815, 825); *Martin/Partnoy*, 2005 U. Ill. L. Rev. (2005), 775 (787 ff.); *Tautges*, Empty Voting, S. 43.

<sup>588</sup> Auf eine ausführliche Darstellung wird verzichtet. Siehe exemplarisch *Tautges*, Empty Voting, S. 72 ff., 108 ff.; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 6 ff.; *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Review (2006), 811 (817); *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (39 ff.); *Seibt*, ZGR 2010, 795 ff.; *Renn*, Einsatz und Offenlegung, S. 120 ff.

<sup>589</sup> Vgl. unter E.II.1.

<sup>590</sup> Vgl. unter E.II.2.

<sup>591</sup> Vgl. unter E.II.3.

historischen Grundzügen darzustellen. Sodann wird hierauf aufsetzend die sich bei den jeweiligen Techniken ergebende Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit dargestellt.

## 1. Finanzderivate

Als erste Fallgruppe einer Entkopplung im Sinne des Empty Voting werden Aktionäre in den Blick genommen, die eine Disproportionalität außerhalb des Verbandes durch den Erwerb von Finanzderivaten erzeugt haben. Durch den Einsatz moderner Finanzderivate ist es möglich, das sich aus dem Anteilsbesitz ergebende wirtschaftliche Risiko zu eliminieren und durch eine risikoentleerte Stimmabgabe an den Abstimmungen in der Hauptversammlung teilzunehmen.

Die notwendige Wissensbasis wird zunächst durch eine knappe Darstellung der Begrifflichkeit und Geschichte von Finanzderivaten gelegt. Im Folgenden ist ein Überblick über verschiedene Finanzderivate zu geben, welche eine Disproportionalität zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugen können. Im weiteren Verlauf werden die sich aus der Disproportionalität ergebenden Probleme für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft herausgearbeitet.

### a) Begrifflichkeit

Der Begriff des Derivats wird in Gesetzgebung<sup>592</sup> und Rechtsprechung nicht einheitlich verwendet.<sup>593</sup> Eine abschließende Definition festzulegen ist aufgrund der sehr hohen Innovationskraft der Finanzbranche, welche zur Einführung von immer neuen Derivaten führt, weder möglich noch zielführend. Die Abgrenzung muss folglich anhand der wesensprägenden Merkmale vorgenommen werden.

---

<sup>592</sup> Vgl. Finanztermingeschäfte (§ 104 Abs. 2 InsO a. F., Überschrift), Finanzleistungen (§ 104 Abs. 2 InsO n. F.), derivative Finanzinstrumente (§§ 285 Nr. 19, Nr. 20, 314 Abs. 1 Nr. 11, Nr. 12 HGB, § 124 Abs. 1 Nr. 5, § 131 Abs. 1 Nr. 2, § 165 Abs. 2 VAG), Termingeschäfte (§ 254 S. 2 HGB, § 15 Abs. 4 S. 3 und § 20 Abs. 2 EStG), derivative Finanzierungsinstrumente (§ 4 Abs. 2 BSchuWG), derivative Finanzgeschäfte (§ 18 Abs. 6 Landeshaushaltsordnung Schleswig-Holstein), Derivate (definiert in § 2 Abs. 2 S. 1 WpHG und § 1 Abs. 11 S. 4 KWG; Auflistung nach Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 2.

<sup>593</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 2; Reiner, Derivate Finanzinstrumente, S. 1 ff.; siehe auch die Legaldefinition in § 2 Abs. 3 WpHG.

Eine Legaldefinition findet sich im deutschen Recht<sup>594</sup> in § 2 Abs. 3 WpHG und in § 1 Abs. 11 S. 3 KWG. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG definiert Termingeschäfte als wichtigste Kategorie von Derivaten.<sup>595</sup>

Die Definition wurde in beide Rechtsnormen durch das am 1. November 2007 in Kraft getretene Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG)<sup>596</sup>, durch welches der deutsche Gesetzgeber die „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID) umgesetzt hat, eingeführt.<sup>597</sup> In dieser weitreichenden Definition sind die beiden für das Vorliegen eines Derivats entscheidenden Merkmale enthalten: zum einen die Abhängigkeit von einem Basiswert, zum anderen der hinausgezögerte Erfüllungszeitpunkt. Weiteres wesentliches Kennzeichen sind die konträren Zukunftserwartungen der Vertragsparteien.

#### aa) Abhängigkeit von einem Basiswert

Erstes gemeinsames Kennzeichen ist die Abhängigkeit von einem Basiswert (*underlying*).<sup>598</sup> Vertragsgegenstand ist nicht der Basiswert selbst, sondern ein auf diesen bezogenes Finanzprodukt.<sup>599</sup> Gegenüber dem unmittelbaren Handel können sich vielfältige Vorteile ergeben. Zu nennen sind ein verstärkter *leverage effect* durch eine vergünstigte Finanzierung, steuerliche Vergünstigungen oder Anonymität.<sup>600</sup> Definitionsversuche allein auf Grundlage dieser Abhängigkeit sind allerdings wenig zielführend. So würden beispielsweise sogar Darlehen unter den Begriff des Derivats fallen.<sup>601</sup>

---

<sup>594</sup> Siehe auf europäischer Ebene beispielsweise die Aufzählung in Anhang I Abschnitt C Nrn. 4 bis 10 der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID).

<sup>595</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 39.

<sup>596</sup> BGBl. I 2007, 1330.

<sup>597</sup> Siehe hierzu eingehend Holzborn/Israel, NJW 2008, 791 ff.; Jordans, WM 2007, 1827 ff.; siehe zu den ersten Vorschlägen Balzer, ZBB 2003, 177 ff.

<sup>598</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 2; Mittermeier, Empty Voting, S. 126; Hudson, Law on Derivatives, S. 13; Habersack/Mülbert/Schlitt/Apfelbacher/Kopp, Unternehmensfinanzierung, § 28 Rn. 4; Assmann/Schneider/Assmann, § 2 Rn. 43, Barry/Hatfield/Kominers, 99 Va. L. Rev. (2013), 1103 (1112); Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 87; Tautges, Empty Voting, S. 47; Schwark/Zimmer/Kumpan, § 2 WpHG Rn. 36; Köhling/Adler, WM 2012, 2125 (2128); Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 28 f.; Clottens, ECFR 2012, 446 (449); Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 1; Haisch/Helios/Haisch, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1 Rn. 3; Köhling/Adler, WM 2012, 2125 (2128); Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 40; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 37 Rn. 16; Schwark/Zimmer/Kumpan, WpHG, § 2 Rn. 36.

<sup>599</sup> Tautges, Empty Voting, S. 47.

<sup>600</sup> Clottens, ECFR 2012, 446 (449).

<sup>601</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 2.

Die genaue Bindung an den Basiswert ist eine Frage der individuellen Ausgestaltung durch die Vertragsparteien.<sup>602</sup> Sie können diese nach ihren Vorstellungen festlegen.<sup>603</sup> Der Parteivereinbarung unterliegt auch die Auswahl des Basiswertes. Denkbar ist die Bindung an Aktien, Währungen, Waren, Energie, sogenannte synthetische Basiswerte wie Aktienindices oder an andere Derivate (Derivat zweiten Grades).<sup>604</sup> Immer mehr Derivate orientieren sich nicht an einem handelbaren Gegenstand, sondern an einer reinen Kennzahl als Basiswert (Wetterindex, Kreditrating etc.).<sup>605</sup> Die Bindung an unterschiedliche Basiswerte führt zu einer Einteilung in verschiedene Derivatklassen.<sup>606</sup> Die relevantesten sind Zinsderivate, Währungsderivate, Wertpapierderivate, Kreditderivate und Rohwaren-Derivate (*commodities*).<sup>607</sup>

Für die vorliegende Abhandlung sind nur solche Derivate von Interesse, die sich auf Aktien als Basiswert beziehen. Allein durch diese kann eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugt werden.

## **bb) Hinausgezögerter Erfüllungszeitpunkt**

Weiteres typisches Kennzeichen von Derivaten ist der hinausgezögerte Erfüllungszeitpunkt. Dieser qualifiziert Derivate als Finanztermingeschäfte<sup>608</sup>, d. h. Geschäfte, bei denen Abschluss und Erfüllungszeitpunkt auseinanderfallen.<sup>609</sup> Rechtlich besteht ein zeitliches Auseinanderfallen zwischen Verpflichtungs- und Erfüllungsgeschäft.<sup>610</sup> Finanztermingeschäfte sind das Gegenstück

---

<sup>602</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 126.

<sup>603</sup> Zur Einordnung von Derivatverträgen als vollkommen zweiseitige Verträge (und damit gegenseitige Verträge gemäß § 320 BGB) Reiner, Derivate Finanzinstrumente, S. 13, 146 f.; von Westphalen, Derivatgeschäfte, S. 32.

<sup>604</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 127; Tautges, Empty Voting, S. 47.

<sup>605</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 4.

<sup>606</sup> Köhling/Adler, WM 2012, 2125 (2128); Tautges, Empty Voting, S. 49; Clouth, Finanzderivate, S. 7 f.; Derleder/Knops/Bamberger/Müller, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 54 Rn. 11; Renn, Einsatz- und Offenlegung, S. 14 f.; von Westphalen, Derivatgeschäfte, S. 32.

<sup>607</sup> Köhling/Adler, WM 2012, 2125 (2128); Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1, S. 36 f.

<sup>608</sup> Der Begriff des Finanztermingeschäfts ist umstritten, vgl. insbesondere Assmann, ZIP 2001, 2061 (2064); Häuser, ZBB 1992, 249 (249 ff.), Kind, Börsen- und Finanztermingeschäfte, S. 35 f.; Krämer, Finanzswaps, S. 245; Melzer, BKR, 2003, 366 (370); Koller, WM 1985, 593 f.; Jordans, WM 2007, 1827 (1830); Derleder/Knops/Bamberger/Müller, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 54 Rn. 19; Assmann/Schneider/Schneider, § 25 Rn. 21; U. H. Schneider/Brouwer, AG 2008, 557 (559); Tautges, Empty Voting, S. 46.

<sup>609</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 39.

<sup>610</sup> Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 1.

zu Geschäften am Kassamarkt, welche sofort<sup>611</sup> erfüllt werden müssen.<sup>612</sup> Einhergehend mit dem hinausgezögerten Erfüllungszeitpunkt ist ein erhebliches Verlustrisiko für die Erwerber von Finanzderivaten, welches sich im Extremfall in einer völligen Entwertung der Investition realisieren kann.<sup>613</sup> Ursache hierfür ist die nicht abschließende Prognostizierbarkeit der Entwicklung des Basiswertes bis zum Erfüllungszeitpunkt.

### cc) Konträre Zukunftserwartungen der Vertragsparteien

In unmittelbarem Zusammenhang mit dem hinausgezögerten Erfüllungszeitpunkt steht das Merkmal der konträren Zukunftserwartungen der Vertragsparteien hinsichtlich der Entwicklung des Basiswertes. Es wird lediglich dann zu einem Vertragsschluss kommen, wenn die eine Vertragspartei von einem sinkenden, die andere von einem steigenden Basiswertpreis ausgeht.<sup>614</sup> Gehandelter Vertragsgegenstand ist somit bei näherer Betrachtung nicht das Finanzprodukt selbst, sondern die diesem innewohnende konträre Erwartung hinsichtlich der Entwicklung des Basiswertes. Bei einem Derivatvertrag wird die Verkäuferseite als „short“, die Käuferseite als „long“ bezeichnet.<sup>615</sup>

### b) Geschichtliche Entwicklung von Finanzderivaten

Häufig wird der Tulpenmarkt in den Niederlanden als historischer Ursprung der Finanzderivate eingeordnet.<sup>616</sup> Aufgrund der großen Beliebtheit von Tulpen in den Niederlanden seit Anfang des 17. Jahrhunderts entwickelte sich sehr schnell ein Markt für Tulpenzwiebeln.<sup>617</sup> Die Ausgestaltung der Abwicklung des Tulpenzwiebelhandels wies gewisse Parallelen zu modernen Finanzderivaten auf. Da nicht nur bereits geerntete Zwiebeln gehandelt wurden, sondern auch solche, die noch in der Erde waren, wurde ein Preis auf einen Zeitpunkt in der Zukunft vereinbart, zu welchem die Zwiebeln bezahlt und geliefert werden mussten.<sup>618</sup> Nach einem Preisanstieg in den Jahren 1634

<sup>611</sup> Auf dem deutschen Aktienmarkt ist es üblich, dass Börsengeschäfte am zweiten Börsentag nach dem Geschäftsabschluss erfüllt werden, vgl. *Tautges*, Empty Voting, S. 47.

<sup>612</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 127; *Bloss/Ernst*, Derivate, S. 2 f.; *Hull*, Optionen, S. 24 ff.

<sup>613</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 48; *Kümpel/Wittig/Oulds*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.148 ff.

<sup>614</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 48.

<sup>615</sup> *Habersack/Mülbert/Schlitt/Apfelbacher/Kopp*, Unternehmensfinanzierung, § 28 Rn. 10; *Reiner*, Derivate Finanzinstrumente, S. 19, Fn. 37; *Tautges*, Empty Voting, S. 49.

<sup>616</sup> Siehe jedoch hinsichtlich des historischen Ursprungs von Derivaten in der Antike *Weber*, A Short History of Derivative Security Markets, S. 4 ff.

<sup>617</sup> *Zerey/Schüwer/Steffen*, Finanzderivate, § 1 Rn. 2.

<sup>618</sup> *Zerey/Schüwer/Steffen*, Finanzderivate, § 1 Rn. 2.

bis 1637 brach der Markt im Februar 1637 zusammen. Strukturelle Parallele zu heutigen Finanzderivaten ist insbesondere, dass Gegenstand des Handels bei ökonomischer Betrachtung nicht die Tulpenzwiebeln gewesen sind, sondern die divergierende Erwartung hinsichtlich deren Preisentwicklung. Nur wenn und soweit diese zwischen den Parteien unterschiedlich war, kam es zu einem Vertragsschluss über die sich noch in der Erde befindenden Zwiebeln.

Weiterer Vorläufer der heutigen Finanzderivate waren die *to arrive*-Verträge in Chicago. Aufgrund der Lage am Lake Michigan war Chicago im 19. Jahrhundert ein wichtiges Zentrum für Getreidehandel in den USA.<sup>619</sup> Um Lagerengpässe zu vermeiden wurde durch die *to arrive*-Verträge die Möglichkeit geschaffen, zukünftige Lieferverpflichtungen bei festgelegten Preisabsprachen zu begründen. Durch eine Standardisierung an der Chicago *board of trade* wurden diese Transaktionen zunehmend beliebt.<sup>620</sup> Auch dieser Fall weist aufgrund des zeitlichen Auseinanderfallens von Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäfts gewisse strukturelle Gemeinsamkeiten mit modernen Finanzderivaten auf.

Seit den 1980er-Jahren hat der Markt für Derivate ein erhebliches Wachstum zu verzeichnen und gehört mittlerweile zu den größten Finanzmärkten weltweit.<sup>621</sup> Bis 2004 erreichte der Markt für außerbörslich<sup>622</sup> gehandelten Derivate ein Volumen von 220,1 Billionen US-Dollar, der Markt für börslich gehandelte Derivate ein Volumen von 49 Billionen US-Dollar.<sup>623</sup> Ein erheblicher Einfluss wird Finanzderivaten auf den Ausbruch der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2007 zugeschrieben. Insbesondere durch den Einsatz von Collateralized Debt Obligations (CDO) bzw. Collateralized Loan Obligations (CLO), in welchen Zahlungsansprüche von Banken gegen ihre Kunden aus Hauskrediten verbrieft wurden und den folgenden Ausfall dieser Forderungen, geriet das weltweite Finanzsystem ins Wanken.<sup>624</sup>

Der erhebliche Bedeutungszuwachs von Finanzderivaten steigert die Relevanz der vorliegenden Abhandlung. Durch den Einsatz von modernen Finanzderivaten kann, wie darzustellen sein wird, eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugt werden. Die

---

<sup>619</sup> Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 3.

<sup>620</sup> Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 3.

<sup>621</sup> Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 1; Mittermeier, Empty Voting, S. 128; Hu, 102 Yale Law Review (1993), 1457 (1459).

<sup>622</sup> Vgl. zum Begriff der OTC Derivate Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 1 ff.

<sup>623</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 128; Hull, Optionen, S. 25 f.

<sup>624</sup> Eingehend Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 48 ff.

Entkopplung wird durch die Zunahme an frei handelbaren Derivaten vereinfacht.<sup>625</sup> Die schnelle Entwicklung des Derivatmarktes bringt erhebliche Regulierungsprobleme mit sich.<sup>626</sup> Insbesondere die sich aus der Divergenz ergebenden Probleme sind wissenschaftlich nicht ausreichend erörtert und positiv rechtlich nicht hinreichend geregelt.

### c) Einsatzmöglichkeiten

Der Einsatz von Finanzderivaten dient unterschiedlichen Zwecken.<sup>627</sup> Die primären Einsatzmöglichkeiten sind Hedging, Spekulation und Arbitrage.

Der Erwerber kann durch den Kauf des Finanzderivats bestimmte Marktrisiken verlagern oder neu verteilen (*hedging*).<sup>628</sup> Früher wurden vor allem die Preisrisiken von in der Produktion benötigten Rohstoffen abgesichert, heute ist eine Absicherung von Risiken unterschiedlichster Art möglich.<sup>629</sup> Durch den Abschluss eines gegenläufigen Geschäfts kann das Risiko aus dem Grundgeschäft, welches in der Regel am Kassamarkt abgeschlossen worden ist, eliminiert werden.<sup>630</sup> Die Beseitigung des Risikos des Geschäfts am Kassamarkt kann vor allem durch die Eingehung einer Short-Position per Termin (Verkauf eines Forward/Future Kontrakts, Kauf einer Verkaufsoption) erreicht werden.<sup>631</sup> Bei einer optimalen Gestaltung bezieht sich das Derivat unmittelbar auf die abzusichernde Position, sodass sich beide genau parallel entwickeln.<sup>632</sup> Soweit dies nicht möglich ist, muss die Preissensitivität des Derivats hinsichtlich des abzusichernden Risikos (*hedge ratio*) bestimmt werden, wodurch die Anzahl an abzuschließenden Derivatkontrakten pro Position auf dem Kassamarkt bestimmt werden kann.<sup>633</sup> Für die vorliegende Abhandlung ist das Hedging von besonderem Interesse, da sich hierdurch das sich aus einer

---

<sup>625</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 128; Hu/Black, 79 Southern California Law Review (2006), 811 (815).

<sup>626</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 128.

<sup>627</sup> Vgl. hierzu Monga, 12 Stan. J.L. Bus. Fin. (2006), 186 (215 f.); Clottens, ECFR 2012, 446 (449).

<sup>628</sup> Clottens, ECFR 2012, 446 (449); Mittermeier, Empty Voting, S. 127; Katz, 28 Cordozo Law Review (2007), 1483 (1497); Tautges, Empty Voting, S. 51; Habersack/Mülbert/Schlitt/Apfelbacher/Kopp, Unternehmensfinanzierung, § 28 Rn. 14; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 86; Casper, Der Optionsvertrag, S. 12; Clouth, Finanzderivate, S. 104 ff.; von Randow, ZGR 1996, 594 (598 ff.); Paus, Börsentermingeschäfte, S. 52; Köhling/Adler, WM 2012, 2125 (2125); Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 40; Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 37 Rn. 19.

<sup>629</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 127; Katz, 28 Cordozo Law Review (2007), 1483 (1497).

<sup>630</sup> Tautges, Empty Voting, S. 52; Feder, Columbia Law Review (2002), 677 (717); Ostler, Stimmrecht, S. 73; Reiner, Derivate Finanzinstrumente, S. 21 ff., 58; Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzinstrumente, S. 30.

<sup>631</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 73; Hull, Optionen, S. 33 f.; Tautges, Empty Voting, S. 52.

<sup>632</sup> Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 12.

<sup>633</sup> Zerey/Schüwer/Steffen, Finanzderivate, § 1 Rn. 12.

Beteiligung ergebende wirtschaftliche Risiko auf außerverbandlicher individualvertraglicher Basis ausräumen lässt. Nach einer Erhebung der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) nutzen 94 Prozent der 500 weltweit größten Gesellschaften Derivate zu Hedging-Zwecken.<sup>634</sup>

Einem völlig anderen Zweck dient hingegen die Spekulation<sup>635</sup> (*trading*) mit Finanzderivaten. Bei dieser wird versucht, allein durch die Preisänderung des *underlyings* einen Gewinn zu erzielen.<sup>636</sup>

Während beim Hedging das Risiko aus dem Grundgeschäft eliminiert wird, wird bei der Spekulation das Preisänderungsrisiko übernommen.<sup>637</sup> Der Erwerb eines Finanzderivats zu Spekulationszwecken bietet verglichen mit dem unmittelbaren Erwerb des Basiswerts am Kassamarkt den Vorteil eines geringeren Kapitaleinsatzes. Folglich bietet sich die Spekulation durch ein Finanzderivat vor allem für Anleger an, die mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz einen möglichst großen Gewinn erzielen möchte.<sup>638</sup> Prämisse ist in Anbetracht des Risikos eines Totalverlustes freilich eine entsprechende Risikobereitschaft.<sup>639</sup>

Weitere wichtige Einsatzmöglichkeit von Finanzderivaten ist die Arbitrage, d. h. die Ausnutzung von Preisunterschieden zwischen unterschiedlichen Märkten, beispielsweise dem Termin- und Kassamarkt.<sup>640</sup> Hierbei werden ungerechtfertigte Preisunterschiede, welche beispielsweise durch eine das Angebot vorübergehend wesentlich übersteigende Nachfrage auf dem einen Markt entstehen, durch den Abschluss eines Finanzderivats ausgenutzt.<sup>641</sup> Differenzen zwischen Kassa-

---

<sup>634</sup> International Swaps and Derivatives Association, *Derivatives Usage Survey*, Research Notes 2/2009, April 2009.

<sup>635</sup> Der Begriff der Spekulation ist weitgehend negativ konotiert (siehe hierzu *Klöhn*, *Spekulation*, S. 21 ff.; *Henssler*, *Risiko als Vertragsgegenstand*, S. 294 f.; *Schwark*, FS Steindorff, 473 (474 ff.); *Casper*, *Der Optionsvertrag*, S. 14; *Paus*, *Börsentermingeschäfte*, S. 44 ff.). Deshalb wird in der Literatur zum Teil auch der englische Begriff „trading“ verwendet (vgl. *Tautges*, *Empty Voting*, S. 53; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Apfelbacher/Kopp*, *Unternehmensfinanzierung*, § 28 Rn. 14; *Rudolph/Schäfer*, *Derivative Finanzinstrumente*, S. 34 f.).

<sup>636</sup> *Tautges*, *Empty Voting*, S. 53; *Casper*, *Der Optionsvertrag*, S. 14; *Ostler*, *Stimmrechte*, S. 73; *Rudolph/Schäfer*, *Derivative Finanzinstrumente*, S. 34; *Zimmermann*, *Das Aktiendarlehen*, S. 41; *Kaldor*, 7 *Rev. Econ. Stud.* (1939), 1; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder*, *Bankrechts-Kommentar*, Kapitel 37 Rn. 20; siehe zur Abgrenzung zum „market making“ und längerfristigen Anlage *Klöhn*, *Spekulation*, S. 23 f.

<sup>637</sup> *Ostler*, *Stimmrecht*, S. 73; *Rudolph/Schäfer*, *Derivative Finanzinstrumente*, S. 31; *Hull*, *Optionen*, S. 35 ff.

<sup>638</sup> *Zerey/Schüwer/Steffen*, *Finanzderivate*, § 1 Rn. 12; *Tautges*, *Empty Voting*, S. 53; *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 128.

<sup>639</sup> Siehe zu den Risiken des Einsatzes von Finanzderivaten *Tautges*, *Empty Voting*, S. 54 f.; *Clouth*, *Finanzderivate*, S. 130; *Kölner KommWpHG/Roth*, § 2 Rn. 79; *Reiner*, *Derivate Finanzinstrumente*, S. 49 f.; *von Westphalen*, *Derivatgeschäfte*, S. 64.

<sup>640</sup> *Tautges*, *Empty Voting*, S. 52; *Rudolph/Schäfer*, *Derivative Finanzinstrumente*, S. 34 f.; *Zerey/Schüwer/Steffen*, *Finanzderivate*, § 1 Rn. 14 (mit Beispiel); *Zimmermann*, *Das Aktiendarlehen*, S. 40 f.; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder*, *Bankrechts-Kommentar*, Kapitel 37 Rn. 21; siehe allgemein zum Begriff der Arbitrage *Engert*, *Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht*, S. 155 ff.

<sup>641</sup> *Tautges*, *Empty Voting*, S. 52; *Hull*, *Optionen*, S. 40; *Paus*, *Börsentermingeschäfte*, S. 51; *Rudolph/Schäfer*, *Derivative Finanzinstrumente*, S. 31 f.; *Ostler*, *Stimmrecht*, S. 74.

und Terminmarkt kann der Arbitrageure durch den Abschluss je eines Geschäfts auf dem jeweiligen Markt ausnutzen.<sup>642</sup>

#### **d) Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Fall von Finanzderivaten**

Durch den Einsatz von Finanzderivaten kann eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf außerverbandlicher Ebene erzeugt werden. Hierdurch kann der einzelne Aktionär durch eigenes Handeln das gesetzlich vorgesehene Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs aufbrechen.

Verglichen mit der Divergenz im Fall von Vorzugsaktien ergeben sich mehrere Unterschiede. Zunächst sind Vorzugsaktien als gesetzlicher Normalfall der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Laufe der Zeit immer wieder Gegenstand wissenschaftlichen Diskurses gewesen, ihre Legitimität ist immer wieder infrage gestellt worden. Die Divergenz im Fall von Vorzugsaktien ist eine bewusste gesetzgeberische Entscheidung, welche trotz der Diskussion weiterhin Bestand hat. Es besteht ein gewisser wissenschaftlicher Rückhalt für Vorzugsaktien. Folge der gesetzlichen Normierung von Vorzugsaktien ist die Standardisierung der durch sie entstehenden Divergenz. Vor allem die zulässige Höchstgrenze gemäß § 139 Abs. 2 AktG limitiert das Auseinanderfallen von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Das strikte Regime des Aktienrechts begrenzt die Divergenz und damit auch die mit dieser einhergehenden Probleme. Im Fall einer durch Finanzderivate erzeugten Divergenz sind der Gestaltungsfreiheit hingegen keine Grenzen gesetzt. Wie im Folgenden zu zeigen sein wird, kann ein Aktionär durch den Abschluss eines Derivatkontrakts die mit der Mitgliedschaft verbundenen Risiken in beliebiger Weise modifizieren. Hierdurch kann er den Grad der Divergenz selbst modellieren und damit die von den wirtschaftlichen Risiken ausgehende Anreizstruktur in Extremfällen sogar konträr zu seinen Mitaktionären ausgestalten.

Weiterer wesentlicher Unterschied ist die grundsätzliche Verborgtheit der Divergenz im Fall des Einsatzes von Finanzderivaten. Während bei Vorzugsaktien eine solche bereits aus der Satzung ersichtlich ist, ist für (potenzielle) Mitaktionäre nicht ersichtlich, dass ein Aktionär durch eine außerhalb des Verbandes liegende Handlung eine solche Divergenz selbst erzeugt hat. Folglich

---

<sup>642</sup> Habersack/Mülberr/Schlitt/*Apfelbacher/Koch*, Unternehmensfinanzierung, § 28 Rn. 15; *Kleinschmitt*, Das Informationsmodell, S. 21 f.; *von Westphalen*, Derivatgeschäfte, S. 60; *Tautges*, Empty Voting S. 53.

besteht für die Mitaktionäre grundsätzlich nicht die Möglichkeit, die aus der Divergenz entstehenden und zu Wohlfahrtsverlusten führenden Kosten einzupreisen, oder durch einen Verkauf ihrer Anteile hierauf zu reagieren.

Diese Unterschiede sind den weiteren Überlegungen zugrunde zu legen. Sie sollten insbesondere bei der Evaluation der durch Finanzderivate entstehenden Divergenz berücksichtigt werden. Im Folgenden werden zunächst diejenigen Finanzderivate in ihren Grundzügen vorgestellt, durch welche ein Aktionär eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugen kann. Ein besonderer Fokus liegt hierbei auf der genauen Beschreibung der Abweichung vom gesetzlichen Optimalbild, dem proportional betroffenen Aktionär. Die Darstellung des rechtlichen Regelungsrahmens dient der besseren Einordnung der einzelnen Derivate aus juristischer Perspektive. Im weiteren Verlauf sind die sich aus der Divergenz ergebenden Probleme für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft herauszuarbeiten. Hier muss geklärt werden, ob der dargestellte rechtliche Regelungsrahmen zur Lösung dieser Probleme ausreichend ist.

**e) Zur Erzeugung einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit geeignete Derivate**

Nicht alle unter den Begriff des Finanzderivats fallende Produkte sind für die vorliegende Abhandlung von Bedeutung. Im Folgenden sind diejenigen Derivate in ihrer Grundstruktur darzustellen, durch welche eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit und damit eine Abweichung vom aktienrechtlichen Proportionalitätsprinzip erzeugt werden können.

**aa) Forwards/Futures**

Bei einem Forward handelt es sich um einen außerbörslichen Derivatkontrakt zwischen zwei Parteien, welcher zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Guts zu einem vereinbarten Preis in der Zukunft verpflichtet.<sup>643</sup>

---

<sup>643</sup> Boos/Fischer/Schulte-Mattler/*Schulte-Mattler*, VO (EU) 575/2013, Art. 328 Rn. 3; Paschos/Fleischer/*Kiesewetter*, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 213 f.; KölKoWpHG/*Heinrich*, § 25a Rn. 44; Assmann/Schütze/*Sagasser*, § 27 Rn. 732; in der Pflicht zur Abnahme liegt gerade der wesentliche Unterschied zu Optionen, vgl. BMF Schreiben v. 27.11.2001 – IV C 3 – S 2256 – 265/01, BStBl. I 2001, 986, Tz. 31.

Futures unterscheiden sich von Forwards dadurch, dass sie an einer Terminbörse mit Clearing System gehandelt werden.<sup>644</sup> Während in Deutschland zunächst insbesondere Futures, welche sich auf Indizes, Zinsen und Devisen bezogen, gehandelt wurden, ist es seit einiger Zeit auch möglich, sogenannte *single stock futures* zu kaufen, die sich auf eine einzelne Aktie beziehen.<sup>645</sup> Folge des Handels an der Börse ist eine Standardisierung hinsichtlich des Liefertermins und der sonstigen Vertragsbedingungen, wobei der Grad der Standardisierung oftmals derart hoch ist, dass lediglich der zu zahlende Kaufpreis zwischen den Parteien ausgehandelt wird.<sup>646</sup> Hieraus folgt, dass Forwards den Vertragsparteien ein höheres Maß an Flexibilität bieten.<sup>647</sup> Sowohl Forwards, als auch Futures können entweder mit einer Verpflichtung zur tatsächlichen Lieferung des Basiswertes (*physical settlement*) oder zur Barabwicklung (*cash settlement*) ausgestaltet werden.<sup>648</sup> Wird ein *physical settlement* vereinbart, ist der Verkäufer (*short position*) verpflichtet dem Käufer (*long position*) den Basiswert bei Fälligkeit zum vereinbarten Preis zu liefern, spiegelbildlich trifft den Käufer die Pflicht zur Abnahme.<sup>649</sup> Ein Forward oder Future-Vertrag mit der Vereinbarung eines *physical settlements* kann zivilrechtlich als Kaufvertrag qualifiziert werden, soweit ein *cash settlement* vereinbart worden ist, ist die Vereinbarung als Vertrag *sui generis* zu bewerten.<sup>650</sup> Hauptzweck des Abschlusses eines Futures ist die Absicherung gegen Zins- und Wechselkursrisiken aus anderen Geschäften.<sup>651</sup> Forwards/Futures können als die wichtigste

---

<sup>644</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 139; Hull, Optionen, S. 26, 29; Ostler, Stimmrecht, S. 94; Assmann/Schütze/Schäfer, Hdb KapAnlR, § 19 Rn. 21; Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schulte-Mattler, VO (EU) 575/2013, Art. 328 Rn. 6; Peter, FR 1998, 545 (547); Schwark/Zimmer/Kumpan, WpHG, § 2 Rn. 37; Lehmann, Finanzinstrumente, S. 100 ff.; Haisch/Helios/Haisch, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1 Rn. 43; Ringe, 36 Seattle U. L. Rev. (2013), 1027 (1035).

<sup>645</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 94.

<sup>646</sup> Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schulte-Mattler, VO (EU) 575/2013, Art. 328 Rn. 6; Ostler, Stimmrecht, S. 94; Hull, Optionen, S. 68; Mittermeier, Empty Voting, S. 139; Tautges, Empty Voting, S. 57; Franken, Das Recht des Terminhandels, S. 26.

<sup>647</sup> Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 214; Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 37 Rn. 22.

<sup>648</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 94.

<sup>649</sup> Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 213; Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 37 Rn. 22; Rieger, Optionen, S. 43 f.; MüKoHGB/Ekkenga, Effektengeschäfte, Rn. 49.

<sup>650</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 94; Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 37 Rn. 23; Keßler, Strukturrisiko, S. 45; Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reiner, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 141; zum Rechtscharakter als Vertrag *sui generis* im Fall des *cash settlements* Clouth, Finanzderivate, S. 16; Derleder/Knops/Bamberger/Müller, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 54 Rn. 22 f.; Haisch/Helios/Haisch, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1 Rn. 42; Kümpel, WM 1989, 1319; Menninger, WM 1994, 970.

<sup>651</sup> Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 37 Rn. 22; MüKoHGB/Ekkenga, Effektengeschäfte, Rn. 49; Fuchs/Jung, WpHG, Vor §§ 37e und 37g Rn. 36.

Grundform eines unbedingten Termingeschäfts (Festgeschäft) eingeordnet werden.<sup>652</sup> Für die vorliegende Abhandlung sind nur solche Forwards/Futures von Interesse, die sich auf eine einzelne Aktie als Basiswert beziehen (*Single Stock Futures/Forwards*).

## **bb) Rechtlicher Regelungsrahmen von Forwards/Futures**

### **(i) Meldepflicht nach WpHG**

Forwards/Futures sind typischer Anwendungsfall des § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG<sup>653</sup>, wenn sie für den Erwerber eine unbedingte Erwerbspflicht in Form eines *physical settlements* vorsehen. Hierbei muss der Käufer (*long position*) bereits ab dem Zeitpunkt des Vertragsschlusses die Aktie zu seinem Aktienbestand hinzurechnen. Bei einer entsprechenden Überschreitung der Meldeschwellen gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG<sup>654</sup> muss er dies gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 i. V. m. § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG dem Emittenten der betreffenden Wertpapiere und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) melden. Die Addition zum Wertpapierbestand und die sich hieraus ergebende Mitteilungspflicht sind von der späteren tatsächlichen Lieferung der Aktien, beispielsweise aufgrund der Fähigkeit des Verkäufers des Futures/Forwards, unabhängig. Dementsprechend nennt § 38 Abs. 2 Nr. 3 WpHG ausdrücklich auch Terminkontrakte, zu welchen Forwards/Futures gezählt werden<sup>655</sup>, als Regelbeispiel („insbesondere“) für ein Finanzinstrument gemäß § 38 Abs. 1 WpHG.

Fraglich ist, ob auch im Fall der Vereinbarung eines Barausgleichs (*cash settlement*) eine Meldepflicht besteht. Eine Meldepflicht gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG scheidet in diesem Fall mangels Lieferverpflichtung der als *underlying* dienenden Aktie offensichtlich aus. Eine Meldepflicht könnte sich folglich nur dann ergeben, wenn eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung wie bei Instrumenten gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG besteht, vgl. § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG. Die fehlende Pflicht zum *physical settlement* ist im vorliegenden Zusammenhang, wie § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG ausdrücklich klarstellt<sup>656</sup>, für die

<sup>652</sup> Haisch/Helios/*Haisch*, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1 Rn. 40.

<sup>653</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden Konsultation 12/2018, S. 45.

<sup>654</sup> Mit Ausnahme der 3 Prozent Meldeschwelle, vgl. § 38 Abs. 1 S. 1 WpHG.

<sup>655</sup> Langenbucher/Bliesener/Spindler/*Binder*, Bankrechtskommentar, Kapitel 37 Rn. 22.

<sup>656</sup> Vgl. den Wortlaut des § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG: „[...] unabhängig davon, ob sie einen Anspruch auf physische Lieferung einräumen oder nicht.“.

melderechtliche Beurteilung unerheblich, sodass es nur auf die Frage ankommt, ob tatsächlich eine „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“ im Sinne der Vorschrift besteht.

Ob eine solche bei einem Forward/Future vorliegt, ist nach dem Telos der Transparenzvorschrift des § 38 WpHG zu beurteilen. Dieser liegt darin, sicherzustellen, „dass der Emittent und die Anleger darüber informiert werden, dass der Inhaber von Finanzinstrumenten die Möglichkeit hat, mit diesen Finanzinstrumenten Aktien zu erwerben und aus diesen Aktien resultierende Stimmrechte auszuüben“. <sup>657</sup> § 38 WpHG setzt diesem Schutzzweck entsprechend ein hypothetisches Über- oder Unterschreiten der entsprechenden Meldeschwellen durch den Meldepflichtigen voraus. <sup>658</sup> Hierunter ist zu verstehen, dass dem Halter des Instruments entweder Rechte zum Erwerb der zugrunde liegenden Aktien zustehen oder ihm durch das Instrument ein Ermessen im Bezug auf den Erwerb eingeräumt wird. <sup>659</sup>

Eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung liegt nach europarechtlicher Vorgabe vor, wenn die Instrumente „eine dem Halten der Aktie vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben“<sup>660</sup>. Nach Ansicht der BaFin entspricht dies der früheren Regelung des § 25a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG a. F.<sup>661</sup> Nach dieser Vorschrift war für das Vorliegen einer Meldepflicht erforderlich, dass ein „Ermöglichen“ des Erwerbs durch das Finanzinstrument gegeben war. Dies sollte dann gegeben sein, wenn die Gegenseite des Inhabers die sich aus dem Instrument ergebenden Risiken durch das Halten des *underlyings* eliminieren konnte.<sup>662</sup> Der Grund für diese Auslegung war, dass in diesen Fällen davon ausgegangen werden konnte, dass sich aus dem Instrument eine wirtschaftliche Logik ergäbe, nach welcher die Gegenseite dem Inhaber des Instruments selbst den Basiswert anbieten würde.<sup>663</sup> Diese Wertung ist auch auf die vergleichbare wirtschaftliche Wirkung gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG zu übertragen.<sup>664</sup> Unter den Tatbestand des § 25a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG a. F. fielen vor allem auch Forwards/Futures.<sup>665</sup> Die Beurteilung ist zutreffend. Erwirbt der

---

<sup>657</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 16/2498, 37; siehe hierzu auch Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 11

<sup>658</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 12.

<sup>659</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 12.

<sup>660</sup> Erwägungsgrund 9 RL 2013/50/EU.

<sup>661</sup> BaFin, FAQ vom 26.11.2016, Frage 39.

<sup>662</sup> Dietrich, WM 2016, 1577 (1582).

<sup>663</sup> Dietrich, WM 2016, 1577 (1582).

<sup>664</sup> Dietrich, WM 2016, 1577 (1582); Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 35; BaFin, FAQ vom 26.11.2016, Frage 39 und 40.

<sup>665</sup> Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 25a WpHG Rn. 9; Emittentleitfaden der BaFin 2013, VIII.2.9.1.1; Cascante/Bingel, NZG 2011, 1086 (1089 ff.); Renz/Rippel, BKR 2011, 235 (237).

Verkäufer des Forward/Futures den Basiswert (Aktie) im Zeitpunkt des Vertragsschlusses, kann er sich dadurch vollständig gegen die Risiken aus dem Derivat absichern. Steigt der Kurs und ist der Verkäufer demnach gegenüber dem Käufer im Erfüllungszeitpunkt zur Ausgleichszahlung verpflichtet, kann er die finanziellen Einbußen durch eine Veräußerung des Basiswertes ausgleichen. Sein Profit besteht dann zwar lediglich im Verkaufspreis des Derivats, dieser Profit ist allerdings risikofrei. Die Veräußerung des Basiswertes im Erfüllungszeitpunkt des Derivats gerade an den Derivatkäufer ist sinnvoll, da ein Verkauf an der Börse zu einem erhöhten Angebot und in der Folge zu fallenden Preisen führen würde.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass für den Erwerber eines Forwards/Futures eine Meldepflicht gemäß § 38 WpHG besteht. Im Fall eines *physical settlements* löst der Abschluss eine Meldepflicht gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG aus, im Fall eines *cash settlements* eine Meldepflicht gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG.

## **(ii) Übernahmerechtliche Beurteilung**

Auch im Rahmen einer Übernahme nach dem WpÜG können Futures/Forwards bestimmte rechtliche Pflichten auslösen. Zu beachten ist, dass der Kaufpreis, welcher in den Forwards/Futures vereinbart wird, für die Bemessung der Höhe und Art der Gegenleistung bei einem etwaigen Übernahme- oder Pflichtangebot von Relevanz sein kann.<sup>666</sup> Dies ist jedenfalls dann der Fall, wenn die Terminkontrakte innerhalb des Vorerwerbszeitraums von sechs Monaten vor Veröffentlichung der Annahmefrist geschlossen werden, denn Forwards/Futures stellen Vereinbarungen dar, aufgrund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann (§ 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG).<sup>667</sup> Der in § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG verwendete Erwerbsbegriff ist eng im Sinne von einer Erlangung des Eigentums zu verstehen.<sup>668</sup>

## **cc) Divergenz im Fall von Forwards/Futures**

Fraglich ist, inwiefern durch den Abschluss eines Forwards/Futures eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehen kann.

---

<sup>666</sup> Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 216.

<sup>667</sup> Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 216.

<sup>668</sup> Kölner KommWpÜG/Kremer/Osterhaus, § 31 Rn. 97.

In den Blick zu nehmen ist hierbei der Verkäufer eines Forward/Future-Kontrakts, welcher sich als *underlying* auf eine Aktie einer Aktiengesellschaft bezieht, in welcher der Verkäufer zugleich Aktionär ist. Verkauft dieser den betreffenden Forward/Future zu einem bestimmten Zeitpunkt ( $Z_1$  = Zeitpunkt des Vertragsschlusses) zu einem bestimmten Preis auf einen in der Zukunft liegenden Erfüllungszeitpunkt ( $Z_2$  = Zeitpunkt der Erfüllung des Forward/Future-Kontrakts), so wird das Risiko eines unter den Verkaufspreis des Forward/Futures sinkenden Aktienkurses durch den Käufer getragen. Die Kursverluste durch die Aktie werden durch die Position am Terminmarkt ausgeglichen. Ebenso wenig berühren Kursgewinne das wirtschaftliche Interesse eines solchen Aktionärs, denn diese gehen zulasten seiner Short-Position betreffend den Forward/Futures-Kontrakt.

Die wirtschaftliche Betroffenheit eines solchen Aktionärs ist im Vergleich zu seinen Mitaktionären somit modifiziert, denn diese sind durch den sinkenden bzw. steigenden Kurs unmittelbar betroffen, der den Forward/Future verkaufende Aktionär jedoch nicht. Der Aktionär hat einen Teil seiner wirtschaftlichen Betroffenheit in Form des Risikos eines sinkenden Kurses auf den Käufer des Forwards/Futures ausgelagert. Gleichermäßen hat er jedoch auch kein Interesse mehr an einem steigenden Aktienkurs, denn durch einen solchen erleidet er einen mittelbaren Verlust in seiner Short-Position.

Einen Einfluss auf die Stimmrechtsmacht des betreffenden Aktionärs hat der Abschluss des Forward/Future-Kontrakts nicht. Da er weiterhin Inhaber der Aktie ist, auf welche sich der Forward/Future als *underlying* bezieht, kann er sich bis zum Record Date<sup>669</sup> für die Hauptversammlung der betreffenden Aktiengesellschaft anmelden und sein Stimmrecht in vollem Umfang ausüben.

Die Kombination aus modifizierter wirtschaftlicher Betroffenheit beim gleichbleibendem vollen Stimmrechtseinfluss führt verglichen mit dem gesetzlichen Normalfall zu einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Da eine im Vergleich zu den Mitaktionären reduzierte wirtschaftliche Betroffenheit aufgrund des auf den Käufer des Forwards/Futures verlagerten Risikos eines sinkenden Aktienkurses vorliegt, ist der Verkäufer des Forwards/Futures im Verhältnis zu seiner Stimmrechtsmacht unterproportional betroffen. Sein

---

<sup>669</sup> Vgl. hierzu auch noch unter E.II.3.a).

Stimmrechtseinfluss übersteigt im Vergleich zum gesetzlichen Normalfall unter Geltung des Proportionalitätsprinzips seine wirtschaftliche Betroffenheit.

#### dd) Put-Optionen

Put-Optionen sind als ein weiteres derivatives Finanzinstrument zu nennen, durch welches eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit außerverbandlich auf schuldrechtlicher Basis erzeugt werden kann.

Eine Option räumt dem Optionsinhaber das Recht ein, den im Vertrag definierten Basiswert zu einem vertraglich festgelegten Zeitpunkt (europäische Option) bzw. während eines vertraglich festgelegten Zeitraums (amerikanische Option) zu einem vertraglich festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen.<sup>670</sup> Unterschieden werden kann hierbei zwischen Verkaufsoptionen (*put options*) und Kaufoptionen (*call options*). Bei einer Kaufoption erwirbt der Käufer (*long position*) das Recht, eine zuvor definierte Menge des Basiswertes zu einem zuvor definierten Preis zu erwerben.<sup>671</sup> Der Verkäufer der Kaufoption (*short position*) hingegen ist verpflichtet, bei fristgerechter Ausübung des Optionsrechts durch den Käufer den Basiswert zum vereinbarten Preis zu liefern.<sup>672</sup> Bei einer Verkaufsoption (*put option*) erwirbt der Käufer (*long position*) das Recht, eine bestimmte Menge des Basiswertes zum vertraglich vereinbarten Preis abzugeben.<sup>673</sup> In dieser Konstruktion wird der zur Abnahme Verpflichtete als Stillhalter bezeichnet, denn er ist verpflichtet, den Erwerbspreis jederzeit bereitzuhalten.<sup>674</sup>

Aus dieser vertraglichen Gestaltung wird deutlich, dass auch im Fall eines Optionsvertrags zentrales Element und Prämisse für das Zustandekommen des Vertrages die konträren Zukunftserwartungen der Vertragsparteien hinsichtlich der Entwicklung des Preises des Basiswertes ist. Der Käufer erwartet bei Abschluss des Vertrages, dass der Marktpreis für den Basiswert über den vertraglich vereinbarten Preis steigt, um bei Ausübung der Option den

<sup>670</sup> Hull, Optionen, S. 29 f.; Mittermeier, Empty Voting, S. 130; Ostler, Stimmrecht, S. 101.

<sup>671</sup> Tautges, Empty Voting, S. 60; Cascante/Topf, AG 2009, 53 (60); Hull, Optionen, S. 31; Mick, DB 1999, 1201 (1201); Renn, Einsatz und Offenlegung, S. 60; Kleinschmitt, Das Informationsmodell, S. 22.

<sup>672</sup> Tautges, Empty Voting, S. 60; von Westphalen, Derivatgeschäfte, S. 36.

<sup>673</sup> Cascante/Bingel, NZG 2011, 1086 (1088); Hull, Optionen, S. 31; Mittermeier, Empty Voting, S. 130; Derleder/Knops/Bamberger/Klingner-Schmidt, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 55 Rn. 28; Schwark/Zimmer/Kumpan, WpHG, § 2 Rn. 37.

<sup>674</sup> KölKoWpHG/Heinrich, § 25a Rn. 45.

Basiswert möglichst günstig erwerben zu können (*physical settlement*) bzw. die entsprechende Differenz zu verlangen (*cash settlement*).<sup>675</sup>

Im Fall einer Put-Option spekuliert der Käufer der Option hingegen auf einen fallenden Aktienkurs.<sup>676</sup> Treten seine Zukunftserwartungen ein, so kann er den Basiswert zu einem zu hohen Preis veräußern, welcher nicht mehr der Bewertung durch den Markt entspricht.<sup>677</sup> Hierbei kann ein Gewinn erzielt werden, wenn der Börsenkurs so weit fällt, dass durch das entsprechende Delta auch die Optionsprämie, welche der Optionskäufer zu entrichten hatte, abgedeckt ist.<sup>678</sup>

## ee) Rechtlicher Regelungsrahmen von Put-Optionen

### (i) Melderechtliche Beurteilung

Sowohl den Inhaber der Option, als auch den Stillhalter könnte eine Meldepflicht treffen.

Für den Stillhalter einer Put-Option kommt zunächst eine Meldepflicht gemäß § 33 WpHG aufgrund einer Zurechnung von Stimmrechten gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG in Betracht. Nach dieser Regelung stehen für die Mitteilungspflicht nach § 33 Abs. 1 und 2 WpHG den Stimmrechten des Meldepflichtigen Stimmrechte aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, gleich, die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden. Die Zurechnungsregelungen der § 34 Abs. 1 und 2 WpHG dienen dem Umgehungsschutz.<sup>679</sup> Ein außerverbandlich, auf schuldrechtlicher Ebene konstruiertes Auseinanderfallen von rechtlicher und wirtschaftlicher Zuordnung einer stimmberechtigten Aktie soll die durch das Melderegime des WpHG intendierte Transparenz nicht unterlaufen können.<sup>680</sup> Dieses Auseinanderfallen der rechtlichen und wirtschaftlichen Zuordnung eines Gutes kommt in der Verwendung des Begriffs „für Rechnung“ zum Ausdruck. Ein Halten für Rechnung liegt vor, wenn den Meldepflichtigen die vermögensmäßigen Chancen und Risiken

<sup>675</sup> *Allmendinger/Tilp*, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 147; *Kleinschmitt*, Das Informationsmodell, S. 22; *Tautges*, Empty Voting, S. 60.

<sup>676</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 62; *Grunewald/Schlitt*, Kapitalmarktrecht, § 7 II 2 b, S. 140; *Kleinschmitt*, Das Informationsmodell, S. 22.

<sup>677</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 62; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 130; *Allmendinger/Tilp*, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 149.

<sup>678</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 62.

<sup>679</sup> So auch die Gesetzesbegründung (Begr. RegE, BT-Drs. 122/6679, S. 54) zu § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG a.F. (jetzt: § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG); *KöIKoWpHG/von Bülow*, § 22 Rn. 75; *Emmerich/Habersack/Schürnbrand*, Aktien-/GmbH-KonzernR WpHG, § 22 Rn. 1.

<sup>680</sup> *KöIKoWpHG/von Bülow*, § 22 Rn. 75; OLG München AG 2009, 793 (794); *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1502); in diese Richtung auch *Fuchs/Zimmermann*, WpHG, § 22 Rn. 48; VG Frankfurt a.M., BKR 2007, 40 (43).

aus den Aktien jedenfalls überwiegend treffen.<sup>681</sup> Während zu den Chancen die Möglichkeit von einem ansteigenden des Börsenkurses der Aktie (Kurschance) sowie die Möglichkeit von Dividendenzahlungen und Bezugsrechten zu profitieren gehören, sind hinsichtlich der Risiken insbesondere das Risiko des Wertverfalls der Aktie (Kursrisiko) zu zählen.<sup>682</sup> Allerdings kann eine solche rein wirtschaftliche Betrachtung nicht abschließend sein, denn sie würde den Zweck des § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG verfehlen.<sup>683</sup> Die Vorschrift soll Fälle der mittelbaren Stimmrechtsherrschaft erfassen.<sup>684</sup> Dementsprechend ist erforderlich, dass der Meldepflichtige einen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte aus den Aktien nehmen kann.<sup>685</sup> Umstritten ist, ob sich diese Einflussnahmemöglichkeit aus dem zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten bestehenden Rechtsverhältnis, welches das Auseinanderfallen von rechtlicher und wirtschaftlicher Zuordnung der Aktie herbeiführt, ergeben muss<sup>686</sup>, oder ob eine rein faktisch bestehende oder nur nahe liegende Einflussnahmemöglichkeit ausreicht.<sup>687</sup>

Die erste Ansicht zugrunde gelegt kommt eine Zurechnung der Stimmrechte gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG an den Stillhalter der Put-Option nicht in Betracht.<sup>688</sup> In den Optionsverträgen wird in der Regel keine Regelung hinsichtlich der Stimmrechtsausübung getroffen.<sup>689</sup> Da der Optionsvertrag in vorliegendem Zusammenhang das Rechtsverhältnis darstellt, welches zum Auseinanderfallen zwischen rechtlicher und wirtschaftlicher Zuordnung der Aktie führt, müsste aber nach erster Ansicht in diesem eine Regelung hinsichtlich der Stimmrechtsausübung getroffen werden. Nach der zweiten Ansicht käme es darauf an, ob der Stillhalter einen Einfluss auf den verkaufsberechtigten Inhaber der Put-Option (d. h. den Aktionär) hat.

---

<sup>681</sup> Spindler/Stilz/Petersen, AktG, § 22 Anh. Rn. 46; Assmann/Schneider/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 59; kritisch Nietsch, WM 2012, 2217 (2219).

<sup>682</sup> KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 79; Burgard, BB 1995, 2069 (2072); Assmann/Schneider/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 55.

<sup>683</sup> Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 22 Rn. 49; Starke, Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 199 ff.

<sup>684</sup> KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 80.

<sup>685</sup> KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 80; BGHZ 190, 291, 298; LG Köln AG 2005, 696 (699); Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (628); von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373 (1374); Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501 (1502 f.); Noack/Zetsche, FS Schwark, 569 (575 ff.).

<sup>686</sup> BGHZ 180, 154 (169) Rn. 34; Götze, BKR 2013, 265 (267); Schimansky/Bunte/Lwowski/Kienle, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 41; Schiessl, Der Konzern 2009, 291 (295).

<sup>687</sup> VG Frankfurt a.M., BKR 2007, 40 (43); Nietsch, WM 2012, 2218 (2219); Brellochs, ZIP 2011, 2225 (2227); Fuchs/Dellinger, WpHG, § 22 Rn. 49.

<sup>688</sup> KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 110; Schäfer/Opitz, WpHG, § 22 Rn. 30.

<sup>689</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 132.

Weiterhin käme eine Meldepflicht gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG aufgrund einer Zurechnung der Stimmrechte zum Stillhalter gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG in Betracht. Erforderlich wäre, dass der Stillhalter die der Put-Option als *underlying* zugrunde liegenden Aktien durch eine Willenserklärung erwerben kann. § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG nimmt innerhalb der einzelnen Zurechnungsnormen des § 34 Abs. 1 S. 1 WpHG eine Sonderstellung ein. Während bei allen anderen Zurechnungstatbeständen eine gewisse Vermutung des Stimmrechtseinflusses desjenigen, dem die Stimmrechte zuzurechnen sind, zugrunde gelegt werden kann, ist dies bei § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG nicht der Fall.<sup>690</sup> Früher war hierbei umstritten, ob die Zurechnung nur durch ein dingliches Erwerbsrecht begründet werden konnte, oder ob hierfür auch eine schuldrechtliche Vereinbarung ausreichend ist. Diese Streitfrage ist im Zuge der Reform des § 22 WpHG a. F. durch das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen<sup>691</sup> erledigt worden.<sup>692</sup> Aus der Gesetzesbegründung zu dieser Vorschrift geht eindeutig hervor, dass unter einem „Erwerb“ lediglich ein dingliches Erwerbsrecht zu verstehen ist.<sup>693</sup> Eine rein schuldrechtliche Vereinbarung reicht nicht aus.

Aus diesen Erwägungen ergibt sich, dass eine Put-Option nicht zu einer Zurechnung der Stimmrechte zum Stillhalter gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG führt, da es sich zum einen nur um eine schuldrechtliche Vereinbarung handelt, zum anderen der Erwerb nicht vom Willen des Stillhalters, sondern demjenigen des Optionsinhabers abhängt.<sup>694</sup> Hinzu kommt, dass bei einer Put-Option in vielen Fällen kein *physical settlement* vereinbart wird, sondern eine Differenzzahlung (*cash settlement*).<sup>695</sup>

Nach Ansicht der BaFin<sup>696</sup> und der herrschenden Meinung<sup>697</sup> in der Literatur kam für den Stillhalter der Put-Option jedoch eine Meldepflicht nach § 25a WpHG a. F. in Betracht. Es sollte keinen Unterschied machen, ob ein *physical settlement* oder ein Barausgleich vereinbart war. Diese Ansicht wurde teilweise kritisiert, denn ein Erwerb der durch den Optionsinhaber zu

---

<sup>690</sup> KöIKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 135; Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 22 Rn. 64.

<sup>691</sup> BGBl. I, S. 3822.

<sup>692</sup> KöIKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 138.

<sup>693</sup> Begr. RegE zu § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5, BT-Drucks. 14/7034, S. 54, 70.

<sup>694</sup> KöIKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 150; Fuchs/Zimmerman, WpHG, § 22 Rn. 68; Steuer/Baur, WM 1996, 1477 (1481); Mittermeier, Empty Voting, S. 135; Tautges, Empty Voting, S. 322.

<sup>695</sup> Allgemein zu Derivaten Tautges, Empty Voting, S. 322; Renz/Rippel, BKR 2009, 265 (269); Brandt, BKR 2008, 441 (445); Göres, Der Konzern 2007, 15 (18); Schlitt/Schäfer, AG 2007, 227 (233).

<sup>696</sup> Emittentenleitfaden 2013, VIII.2.9.1.1.

<sup>697</sup> Assmann/Schneider/Assmann, WpHG, § 25a Rn. 45 f.; Cascante/Topf, AG 2009, 53 (54); Krämer/Kiesewetter, BB 2012, 1679 (1683); Renz/Rippel, BKR 2011, 235 (237); KöIKoWpHG/Heinrich, § 25a Rn. 45.

Sicherungszwecken erworbenen Aktie durch den Stillhalter „entspricht nicht der wirtschaftlichen Logik“. <sup>698</sup> Durch das Transparenz-Richtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz <sup>699</sup> gingen aufgrund der vollharmonisierenden Wirkung der Richtlinie zur Änderung der Transparenzrichtlinie <sup>700</sup> §§ 25 und 25a WpHG a. F. im neuen § 25 WpHG a. F. auf <sup>701</sup> und wurden dann durch das Zweite Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz) <sup>702</sup> in § 38 WpHG überführt. Aus der Zusammenlegung des § 25 und § 25a WpHG sollten sich nach Ansicht der BaFin <sup>703</sup> und des Gesetzgebers <sup>704</sup> keine inhaltlichen Änderungen hinsichtlich der erfassten Instrumente ergeben. <sup>705</sup> Konsequenz dieser Ansichten ist, dass nach aktueller Rechtslage Put-Optionen für den Stillhalter eine Meldepflicht nach § 38 WpHG auslösen. Die Annahme einer Meldepflicht ist allerdings keinesfalls zwingend. Wie bereits zur alten Rechtslage vertreten erschließt sich nicht, welchen strategischen Hintergrund ein Beteiligungsaufbau durch die Einnahme einer Position als Stillhalter einer Put-Option haben sollte. Übt der Optionsberechtigte diese aus, ist der Stillhalter vertraglich verpflichtet, die Aktie zu einem über dem Marktwert liegenden Preis zu erwerben. <sup>706</sup> Insbesondere zur Förderung des Zwecks der immer weiteren Ausweitung des Melderegimes, einen verborgenen Beteiligungsaufbau zu verhindern <sup>707</sup>, ist eine Meldepflicht des Stillhalters nicht förderlich. Eine Meldepflicht des Inhabers der Option besteht unter diesen Vorzeichen nicht.

---

<sup>698</sup> Zutreffend *KölnKoWpHG/Heinrich*, § 25a Rn. 45.

<sup>699</sup> Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015, BGBl. I 2015, S. 2029.

<sup>700</sup> Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294/13.

<sup>701</sup> Siehe zu dieser Entwicklung *Tautges*, WM 2017, 512 (512).

<sup>702</sup> BGBl. I, S. 1693.

<sup>703</sup> BaFin, FAQ zu den Transparenzpflichten des WpHG in den Abschnitten 5 (§§ 21 ff) und 5a (§§ 30 ff), Stand: 28.11.2016. abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl\\_faq\\_transparenzpflichten\\_WpHG\\_Abschnitte\\_5\\_5a.pdf;jsessionid=FE15FEF81A1144A7153E99B40476BD1A.1\\_cid290?\\_\\_blob=publicationFile&v=7](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_transparenzpflichten_WpHG_Abschnitte_5_5a.pdf;jsessionid=FE15FEF81A1144A7153E99B40476BD1A.1_cid290?__blob=publicationFile&v=7), FAQ Nr. 39 und 40, (zuletzt abgerufen am **TBD**).

<sup>704</sup> Begründung RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46.

<sup>705</sup> So auch *Söhner*, ZIP 2015, 2454 (2455 f.); auf inhaltliche Änderungen hinweisend *Tautges*, WM 2017, 512 (512); *Brellocks*, AG 2016, 157 (165 f.); siehe zu einzelnen Elementen auch *Weidemann*, NZG 2016, 605 (608 ff.).

<sup>706</sup> So schon zur Rechtslage vor dem Erlass des Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz *KölnKoWpHG/Heinrich*, § 25a Rn. 45; *Paschos/Fleischer/Kiesewetter*, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 176.

<sup>707</sup> Siehe zu § 25a WpHG in der Fassung des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, BT-Drs. 17/3628, S. 17.

Die vorstehenden Überlegungen zeigen allerdings die Problematik des WpHG-Melderegimes *sub specie* der vorliegenden Forschungsfrage. Wie in den folgenden Ausführungen dargestellt wird<sup>708</sup>, tritt die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit beim Optionsberechtigten ein, welcher zugleich die als *underlying* dienende Aktie des betreffenden Emittenten zu Sicherungszwecken erwirbt. In dessen Person ergibt sich folglich eine Abweichung vom gesetzlich vorgesehenen Normalfall. Ein Informationsbedürfnis würde aus Perspektive des Kapitalmarktes und der Mitaktionäre folglich insbesondere hinsichtlich der Optionsberechtigung bestehen. Eine solche Offenlegungspflicht könnte den anderen Marktteilnehmern und Mitaktionären die Möglichkeit geben, die sich aus der Divergenz ergebenden Probleme in einem ersten Schritt überhaupt zu erkennen und sodann in einem zweiten Schritt einzupreisen, die entsprechende Aktie zu verkaufen oder gar nicht erst zu kaufen. Ob und inwieweit eine entsprechende Offenlegungspflicht den durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Problemen entgegenwirken kann, soll im weiteren Verlauf der vorliegenden Abhandlung geklärt werden.

## **(ii) Übernahmerechtliche Beurteilung**

Während Call-Optionen zur Verhinderung einer Umgehung der übernahmerechtlichen Mindestpreisbestimmungen unter § 31 Abs. 6 WpÜG fallen<sup>709</sup>, können Put-Optionen grundsätzlich nicht unter diesen Tatbestand subsumiert werden, denn sie berechtigen den Inhaber nicht, eine Übereignung der Aktien zu verlangen.<sup>710</sup>

Umstritten ist, wie mit Put-Optionen umzugehen ist, die einem anderen das Recht einräumen, dem Bieter Wertpapiere der Zielgesellschaft anzudienen. Teilweise wird vertreten, dass dieser Fall von § 31 Abs. 6 WpÜG erfasst ist, denn der andere könne dann verlangen, dem Bieter Wertpapiere der Zielgesellschaft zu übereignen.<sup>711</sup> Die hierfür vorgetragene Argumentation orientiert sich insbesondere am Wortlaut des § 31 Abs. 6 WpÜG, welcher nicht darauf abstelle, ob *der Bieter* die

<sup>708</sup> Siehe hierzu unten unter E.II.1.e)ff).

<sup>709</sup> Nach dieser Vorschrift werden dem Erwerb Vereinbarungen gleichgestellt, aufgrund welcher die Übereignung von Aktien verlangt werden kann, vgl. zu den Einzelheiten Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 182; MüKoAktG/Wackerbarth, WpÜG, § 31 Rn. 84c.

<sup>710</sup> Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 183; Schwark/Zimmer/Noack, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 31 Rn. 94; MüKoAktG/Wackerbarth, WpÜG, § 31 Rn. 85; Angerer/Geibel/Süßmann/Süßmann, WpÜG, § 31 Rn. 65; siehe auch BT-Drucks. 14/7034, 57: „die zum Bezug der Aktien berechtigten“.

<sup>711</sup> MüKoAktG/Wackerbarth, WpÜG, § 31 Rn. 85.

Übereignung verlangen kann.<sup>712</sup> Nach der vorzugswürdigen Gegenansicht kann eine Put-Option, welche im Zeitpunkt ihrer Begründung deutlich „im Geld“ ist, einen Kaufvertrag verdecken und insoweit unter Umgehungsgesichtspunkt preibestimmend wirken.<sup>713</sup>

#### **ff) Divergenz im Fall von Put-Optionen**

Der Aktionär einer Aktiengesellschaft kann durch den Abschluss einer außerverbandlichen schuldrechtlichen Put-Option seine wirtschaftliche Betroffenheit in Abweichung zum gesetzlichen Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs modifizieren. Die Festlegung des Kaufpreises im Voraus verlagert das Risiko eines sinkenden Aktienkurses vom Inhaber der Option auf den Stillhalter.<sup>714</sup> Die wirtschaftliche Betroffenheit ist in Abweichung vom gesetzlichen Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs reduziert. Das Stimmrecht besteht hingegen weiterhin in vollem Umfang. Regelungen zur Stimmrechtsausübung, welche eine schuldrechtliche Limitierung der Stimmrechtsmacht des betreffenden Aktionärs darstellen würden, finden sich in den Put-Optionsverträgen in der Regel nicht.<sup>715</sup> Folglich besteht insoweit keine Abweichung vom gesetzlichen Optimalbild. In der Gesamtschau ist eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Sinne einer unterproportionalen Betroffenheit des Optionsberechtigten anzunehmen. Dieser trägt aufgrund der Verlagerung des Risikos eines sinkenden Aktienkurses ein geringeres wirtschaftliches Risiko als seine Mitaktionäre.

Weiterhin ergibt sich auch eine Anreizverzerrung des betreffenden Aktionärs hinsichtlich der kurz- bzw. langfristigen Zielsetzung der Aktiengesellschaft. Anders als der proportional betroffene Aktionär ist es für den Verkäufer der Put-Option, bevor diese fällig wird, sinnvoll, gegen bestimmte Maßnahmen zu stimmen, die eine potenzielle Steigerung des Aktienkurses zur Folge hätten.<sup>716</sup> Ein vor Fälligkeit der Put-Option steigender Aktienkurs würde zu einer Entwertung der Put-Option führen. Hieraus folgt im Fall des Abschlusses einer Put-Option eine Modifikation der wirtschaftlichen Betroffenheit in zeitlicher Dimension.

---

<sup>712</sup> MüKoAktG/Wackerbarth, WpÜG, § 31 Rn. 85.

<sup>713</sup> Schwark/Zimmer/Noack, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 31 Rn. 93; Kölner Komm WpÜG/Kremer/Oesterhaus, § 31 Rn. 100; Assmann/Pöttsch/Schneider/Krause, WpÜG, § 31 Rn. 157.

<sup>714</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 130; Martin/Partnoy, 2005 U. Ill. L. Rev. 775 (789); KölKo/WpHG/von Bülow, § 22 Rn. 109.

<sup>715</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 132.

<sup>716</sup> Martin/Partnoy, 2005 U. Ill. L. Rev. 775 (790).

## gg) Equity Swaps

Eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit kann auf schuldrechtlicher Basis auch durch Equity Swaps erzeugt werden.

Der Terminus „Swap“ ist ein Überbegriff für eine der erfolgreichsten Finanzinnovationen der 80er- und 90er-Jahre.<sup>717</sup> Die deutsche Übersetzung „tauschen“ beschreibt den Kern der Struktur dieser Finanzprodukte: Auf Basis eines durch die Parteien festgelegten Nominalbetrags werden zukünftige, wechselseitige Zahlungen ausgetauscht.<sup>718</sup> Ein börslich geregelter Handel mit Swaps existiert aufgrund des hohen Bedürfnisses nach Individualisierung nicht, Swaps werden immer OTC gehandelt.<sup>719</sup> Hierbei werden in der Regel Rahmenverträge verwendet, durch welche die Eckpunkte der Vereinbarung zwischen den Parteien festgelegt werden, während die Besonderheiten der jeweiligen Transaktion in sogenannten *term sheets* festgehalten werden.<sup>720</sup> Die Verwendung dieser Rahmenverträge reduziert vor allem die Transaktions- und Informationskosten zwischen den Parteien.

Ein Equity-Linked Swap bezieht sich auf Aktien als *underlying* und hat die aus diesen resultierenden Zahlungsströme zum Gegenstand.<sup>721</sup> Weiter unterteilt werden können Equity-Linked Swaps in Index Swaps und Equity Swaps. Während sich ein Index Swap auf einen Aktienindex als Basiswert bezieht, leitet sich der Wert eines Equity Swaps von einer einzelnen Aktie ab.<sup>722</sup> Vor allem durch Index-Swaps können Transaktionskosten, welche sich im Fall eines Handels mit den Einzelwerten ergeben würden, reduziert werden.<sup>723</sup> Zwar wäre bei einem Equity Swap grundsätzlich auch der tatsächliche Austausch der zugrunde liegenden Aktie (*physical*

<sup>717</sup> Tautges, Empty Voting, S. 62; zur Entwicklung des Swap-Marktes auch Ostler, Stimmrecht, S. 107; Niemann, WM 1993, 777 ff.; Erne, Swapgeschäfte, S. 9 ff.; Krämer, Finanzswaps, S. 9 ff.

<sup>718</sup> Bosch, WM 1995, 365 (370); Feder, Colum. Bus. L. Rev. (2002), 677 (701 f.); Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501 (1503); Tautges, Empty Voting, S. 62; Derleder/Knops/Bamberger/Klingner-Schmidt, Deutsches und europäisches Kapitalmarktrecht, § 55 Rn. 5; Hull, Optionen, S. 192; Mittermeier, Empty Voting, S. 142; Mick, DB 1999, 1201 (1202); Ostler, Stimmrecht, S. 107.

<sup>719</sup> Tautges, Empty Voting, S. 63; Feder, Colum. Bus. L. Rev. (2002), 677 (704); Ostler, Stimmrecht, S. 111; Petrachi, Aktienderivate im OTC-Markt in der Schweiz, S. 145 ff.; Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 2.

<sup>720</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 111 unter Hinweis auf die gängigsten Rahmenverträge für Equity Swaps; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (457).

<sup>721</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 142; Hudson, Law on Derivatives, S. 73; Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reimer, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 9.

<sup>722</sup> Tautges, Empty Voting, S. 63; Mittermeier, Empty Voting, S. 143; Hudson, Law on Derivates, S. 73; Hull, Optionen, S. 220; Ostler, Stimmrecht, S. 107; Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reimer, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 9; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (457).

<sup>723</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 108; Henderson, Derivatives, S. 86; Mittermeier, Empty Voting, S. 143.

*settlement*) möglich, tatsächlich wird in der Praxis in der Regel nur der Austausch von Zahlungsströmen vereinbart, wobei die wechselseitig geschuldeten Zahlungen verrechnet werden (*netting*).<sup>724</sup> So wird bei Total Return Equity Swaps das Ergebnis eines unmittelbaren Investments in eine Aktie wirtschaftlich nachgebildet<sup>725</sup>, indem der Erwerber von der Gegenpartei die auf die zugrunde liegende Aktie entfallenden Dividenden sowie dem in der Zwischenzeit eintretenden Wertzuwachs entsprechende Zahlungen erhält.<sup>726</sup> Synallagmatisch ist der Erwerber verpflichtet, etwaige Wertverluste auszugleichen, sowie einen Zinssatz an die Gegenpartei zu entrichten.<sup>727</sup> Ziel eines Swapvertrags mit *cash settlement* ist folglich die Parteien so zu stellen, als ob eine rechtliche Übertragung der beschriebenen Verbindlichkeiten und Ansprüche tatsächlich stattgefunden hätte.<sup>728</sup>

Die Bestimmung der Rechtsnatur eines Equity Swaps mit *cash settlement* ist nicht leicht vorzunehmen. Nach herrschender Meinung handelt es sich jedenfalls nicht um einen Tauschvertrag i. S. v. § 480 BGB, denn es findet kein Austausch von vertraglich bestimmten Vermögenswerten statt, sondern nur die gegenseitige Übernahme von Zahlungsverpflichtungen.<sup>729</sup> Da auch nicht die Voraussetzungen einer Erfüllungs- oder Schuldübernahmevereinbarung erfüllt sind<sup>730</sup>, sind Equity Swaps mit *cash settlement* als gegenseitiger Vertrag *sui generis* zu qualifizieren.<sup>731</sup>

---

<sup>724</sup> Kölner KommWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 104; Mick, DB 1999, 1201 (1202), Ostler, Stimmrecht, S. 108; Schiessel, Der Konzern 2009, 291 (293 f.); C. Weber/Meckbach, BB 2008, 2022 (2022); Tautges, Empty Voting, S. 64; Brandt, BKR 2008, 441 (445); Schneider/Brouwer, AG 2008, 557 (562); Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 187.

<sup>725</sup> Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (457 ff.); Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501 (1503 f.); Holfter, Öffentliche Übernahmen, S. 159 ff.; Schiessel, Der Konzern, 291 (291); Kölner KommWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 104.

<sup>726</sup> Cascante/Bingel, NZG 2011, 1086 (1089 f.); Langenbacher/Bliesener/Spindler/Binder, Bankrechts-Kommentar, 37. Kapitel Rn. 49; Kölner KommWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 104; Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reimer, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 9; Tautges, Empty Voting, S. 64; Habersack/Mülbert/Schlitt/Apfelbacher/Kopp, Unternehmensfinanzierung, § 28 Rn. 78; Schneider/Brouwer, AG 2008, 557 (562); Schiessel, Der Konzern 2009, 291 (293 f.); Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 187; Schanz, DB 2008, 1899 (1901).

<sup>727</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Jahn/Reimer, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 9; Bertaccini, 31 Cordoza Law Review (2009), 267 (275); Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681 (681); Schanz, DB 2008, 1899 (1901); C. Weber/Meckenbach, BB 2008, 2022 (2023); Tautges, Empty Voting, S. 64.

<sup>728</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 110; Kümpel, WM 1986, 661 (668); Pohl, AG 1992, 425 (426).

<sup>729</sup> Schäfer, ZIP 1986, 1304 (1305); Ostler, Stimmrecht, S. 110; Erne, Swapgeschäfte, S. 45 f.; Krämer, Finanzswaps, S. 147; a.A. Fülbier, ZIP 1990, 544 (545 f.).

<sup>730</sup> Siehe hierzu detailliert Ostler, Stimmrecht, S. 110; Schäfer, ZIP 1986, 1304 (1305).

<sup>731</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 110; Decker, WM 1990, 1001 (1004); Henssler, Risiko als Vertragsgegenstand, S. 622.

## hh) Rechtlicher Regelungsrahmen von Equity Swaps

### (i) Melderechtliche Beurteilung

Zu klären ist, ob der Abschluss eines Equity Swap Vertrags eine Meldepflicht für eine der beteiligten Vertragsparteien auslöst. Die durch eine solche Meldung entstehende Transparenz könnte die im weiteren Verlauf der Arbeit zu erörternden Probleme, welche sich aus der durch den Einsatz von Equity Swaps entstehenden Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ergeben, abschwächen.

Die melderechtliche Beurteilung von Equity Swaps kann nicht ohne einen kurzen Blick auf die Entstehungsgeschichte der heutigen WpHG-Meldepflichten erfolgen. Die durch Equity Swaps bestehende Möglichkeit eines „versteckten Beteiligungsaufbaus“ war einer der wesentlichen Gründe, der den Gesetzgeber im Rahmen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes<sup>732</sup> dazu bewegte, § 25 und § 25a WpHG a. F. einzuführen.<sup>733</sup> Durch den Erwerb von Equity Swaps bestand zuvor die Möglichkeit des heimlichen Aufbaus von „Stimmrechtspositionen“, ohne dass eine WpHG-Meldepflicht entstand.<sup>734</sup> Ein solcher versteckter Beteiligungsaufbau ermöglicht eine Übernahme ohne einen Kursanstieg im Vorfeld. Etwaige Minderheitsaktionäre der Gesellschaft profitieren in diesen Fällen nicht von einem mit einer Übernahme im Regelfall einhergehenden Anstieg des Aktienkurses, sondern sehen sich vielmehr dem Risiko ausgesetzt, aus der Gesellschaft gedrängt zu werden.<sup>735</sup> Gegen vermehrte Kritik aus der Wissenschaft<sup>736</sup> entschied sich der Gesetzgeber unter dem Eindruck dieser Kapitalmarktentwicklungen für eine Ausweitung der WpHG-Meldepflicht und schob diesen Taktiken durch die Einführung der § 25 und § 25 a WpHG einen Riegel vor. Die Umgestaltung durch das Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz, durch welches § 25 und

<sup>732</sup> BGBl. 2011, 538.

<sup>733</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 2; siehe hierzu bereits oben unter E.II.1.e)ee)(i).

<sup>734</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 2; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (457); teilweise wurde jedoch in der Literatur bereits vor der Einführung des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes eine WpHG-Meldepflicht für Equity Swaps angenommen, vgl. die Ansichten bei Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501 (1504 ff.); C. Weber/Meckbach, BB 2008, 2022 ff.; Schanz, DB 2008, 1899 ff.; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 569 (572 ff.); Brandt, BKR 2008, 441 (445 ff.).

<sup>735</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbart/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 2; Bebchuck, 12 Delaware Journal of Corporate Law (1987), 911 ff.

<sup>736</sup> Beispielhaft Schiessl, Der Konzern 2009, 291 (297); Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501 (1509); Noack/Zetzsche, FS Schwark, 569 (584); für eine Ausweitung jedoch Wackerbarth, ZIP 2010, 1527 ff.; Hitzer/Düchting, ZIP 2011, 1084 ff.; U. H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1 ff.

§ 25a WpHG a. F. in einen neuen § 25 WpHG a. F. (jetzt § 38 WpHG) zusammengefasst wurden, sollte an den inhaltlichen Vorgaben nichts ändern.<sup>737</sup>

Equity Swaps fallen nach herrschender Meinung in den Anwendungsbereich des § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG, da sie sich auf Aktien im Sinne von Nummer 1 beziehen und eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben.<sup>738</sup> Das nationale Recht befindet sich an dieser Stelle in einem gewissen Widerspruch zur europarechtlichen Vorgabe, denn Erwägungsgrund 9 RL 2013/50/EU spricht davon, dass die Instrumente „eine dem Halten von Aktien vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“ haben müssen. Die Umsetzung ins deutsche Recht stellt hinsichtlich der Vergleichbarkeit der wirtschaftlichen Wirkung jedoch nicht auf das Halten von Aktien des Emittenten ab, sondern auf die Wirkung der in § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG genannten Instrumente. Entsprechend der Vorgängerregelung des § 25a WpHG a. F. ist eine weite Interpretation des Anwendungsbereichs zur Erfüllung des Normzwecks erforderlich.<sup>739</sup> Das Merkmal der „vergleichbaren wirtschaftlichen Wirkung“ ersetzt nach Ansicht der BaFin das Tatbestandsmerkmal „Möglichkeit zum Erwerb bereits ausgegebener und mit Stimmrechten verbundener Aktien“.<sup>740</sup> Dieses „Ermöglichen“ war nach alter Rechtslage erfüllt, wenn zwar kein Recht zum Erwerb vorlag, jedoch mehr als eine beliebige Chance.<sup>741</sup> Während zwar keine vertragliche Vereinbarung eines Erwerbsrechts erforderlich war, sollte es ausreichen, dass der Vertragspartner ein eigenes wirtschaftliches Interesse daran hatte, dem (potenziell) Meldepflichtigen die Aktien anzudienen.<sup>742</sup> Dies trifft vor allem auf solche Instrumente zu, bei welchen die Gegenseite ihr vertragliches Risiko durch den Erwerb der betreffenden Aktie *hedgen* kann.<sup>743</sup> Im Fall des Abschlusses eines Equity Swaps wird der Ersteller die zur Absicherung

<sup>737</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46.

<sup>738</sup> Siehe zum wortlautgleichen § 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG i. d. F. des Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetzes Paschos/Fleischer/Kiesewetter, Handbuch Übernahmerecht, § 8 Rn. 187; BT-Drs. 18/5010, S. 46; BaFin FAQ zum Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetzes, 22.1.2016, Nr. 39, 40; ESMA, Indicative list of financial instruments that are subject to notification requirements according to Article 13 (1b) of the revised Transparency Directive, ESMA-Document 2014/1187 v. 22.10.2015.

<sup>739</sup> Dietrich, WM 2016, 1577 (1579); BaFin, FAQ vom 26.11.2016, Frage 39.

<sup>740</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 35; BaFin, FAQ vom 26.11.2016, Frage 39 und 40.

<sup>741</sup> U. H. Schneider, AG 2011, 645, 648; Brandt, WM 2014, 543 (546); MüKoAktG/Bayer, WpHG, § 25a Rn. 7.

<sup>742</sup> MüKoAktG/Bayer, WpHG, § 25a Rn. 7; Begr. RegE BT-Drs. 17/3628, S. 20.

<sup>743</sup> MüKoAktG/Bayer, WpHG, § 25a Rn. 12; K. Schmidt/Lutter/Veil, AktG, § 22 Anh. § 25 WpHG Rn. 22; Teichmann/Epe, WM 2012, 1213 (1217 f.); Cascante/Bingel, NZG 2011, 1086 (1088); Krause, AG 2011, 469 (477); Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 683 f.; BaFin, Emittentenleitfaden 2013, VIII.2.9.1.1.

erworbene Aktie dem Investor in der Regel andienen.<sup>744</sup> Folgerichtig nennt auch § 38 Abs. 2 Nr. 4 Swaps als beispielhaftes Instrument im Sinne des Absatzes 1.

Die Meldepflicht trifft allerdings nur den Inhaber des Equity Swaps, d. h. den Erwerber. Dies geht bereits aus dem Wortlaut des § 38 Abs. 1 S. 1 WpHG hervor, dessen Normadressat nur der Inhaber der Instrumente ist. Für den Veräußerer des Equity Swaps ergibt sich keine Meldepflicht.

## ii) Divergenz im Fall von Equity Swaps

Durch den Abschluss eines Equity Swaps kann auf schuldrechtlicher Basis eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit eines Aktionärs erzeugt werden. Aus Sicht des Aktionärs einer Aktiengesellschaft besteht der Charme des Abschlusses in der Möglichkeit, unter Beibehaltung seiner mitgliedschaftlichen Rechte (insbesondere des Stimmrechts) die aus der Mitgliedschaft resultierenden finanziellen Folgen auf die Gegenpartei zu verlagern. Während der Aktionär hierdurch das Stimmrecht behält, verlagert er die sich aus der wirtschaftlichen Betroffenheit ergebenden Risiken auf einen verbandsfremden Dritten. Diese Risiken, welche einer der sicheren Planung zugänglichen Prognose nicht offen stehen, kann der Aktionär durch den Abschluss des Equity Swaps gegen ein in seiner Entwicklung prognostizierbares festverzinsliches Instrument eintauschen.<sup>745</sup> Anders gewendet sichert sich der betreffende Aktionär gegen das Volatilitätsrisiko ab.<sup>746</sup>

Equity Swaps können allerdings nicht nur von einem (Alt-)Aktionär zur Auslagerung der wirtschaftlichen Betroffenheit auf einen verbandsfremden Dritten verwendet werden. Insbesondere Banken, welche Equity Swaps erstellen, werden um die sich aus diesen ergebenden Risiken abzusichern die den Equity Swap Verträgen zugrunde liegenden Aktien erwerben. Wie dargestellt profitieren die Banken bei einem sinkenden Aktienkurs aufgrund der Zahlungspflichten des Investors aus dem Swap, während sie bei einem steigenden Aktienkurs Verluste hinnehmen müssen. Um dem entgegenzuwirken, werden die Banken die entsprechenden Aktien als

<sup>744</sup> Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (459).

<sup>745</sup> Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (459); Mick, DB 1999, 1201 (1202); Mittermeier, Empty Voting, S. 142; Tautges, Empty Voting, S. 65.

<sup>746</sup> Tautges, Empty Voting, S. 65; Habersack/Schlitt/Apfelbacher/Kopp Unternehmensfinanzierung, § 28 Rn. 79; Mittermeier, Empty Voting, S. 143.

Absicherung erwerben (*natural hedge*).<sup>747</sup> Die Wirkung einer derartigen Hedging-Maßnahme besteht darin, dass der Verlust der Bank aus dem Equity Swap bei einem Anstieg des Aktienkurses durch einen Gewinn aus der Aktie kompensiert wird. Bei einem sinkenden Aktienkurs vernichten die hierdurch eingetretenen Verluste allerdings die Gewinne.<sup>748</sup> Folge ist, dass die Bank keinerlei wirtschaftliches Risiko (wirtschaftliche Betroffenheit) trägt, jedoch ihren vollen Stimmrechtseinfluss behält. Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entsteht in diesem Fall aufgrund des Erwerbs der Beteiligung zur Absicherung.

Der Aktionär, der einen Equity Swap neben seiner Aktie hält, steht verglichen mit dem gesetzlich definierten Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs der Entwicklung seiner wirtschaftlichen Betroffenheit zusammenfassend neutral gegenüber. Steigt der Aktienkurs, so partizipiert er an den hierdurch entstehenden ökonomischen Vorteilen nicht, da er aufgrund seiner Verpflichtungen aus dem Equity Swap zur Zahlung eines dem Kursgewinn entsprechenden Betrags verpflichtet ist. Gleiches gilt für den Anspruch des Aktionärs auf Dividende. Auf diese Art neutralisiert er seine wirtschaftliche Betroffenheit und strukturiert die Ausgestaltung seiner Mitgliedschaft neu.<sup>749</sup> Aus der Warte des Swap-Käufers wird in dieser Situation häufig von einem „synthetischen Aktienerwerb“ gesprochen.<sup>750</sup>

Eine die Stimmrechtsmacht beschränkende Vereinbarung wird in den Equity Swap Verträgen nicht getroffen.<sup>751</sup> Insoweit ergibt sich keine Abweichung vom gesetzlichen Normalfall. Das Stimmrecht besteht in vollem Umfang. Die Kombination aus reduzierter da neutraler wirtschaftlicher Betroffenheit und uneingeschränkt bestehendem Stimmrecht führt zu einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit.

---

<sup>747</sup> Tautges, Empty Voting, S. 119; Baums/Sauter ZHR 173 (2009), 454 (458 ff.); Habersack, AG 2008, 817 (818); Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501 (1503); Schouten, 15 Stan. J. L. Bus. & Fin. (2009), 127 (160); Renn, Einsatz- und Offenlegung, S. 297; C. Weber/Meckenbach, BB 2008, 2022 (2023).

<sup>748</sup> Siehe hierzu auch Tautges, Empty Voting, S. 119 f.

<sup>749</sup> Siehe zur beliebigen Ausgestaltung der Mitgliedschaft durch Derivate auch Osterloh-Konrad, ZGR 2012, 35 (36); Ringe, 36 Seattle U. L. Review (2013), 1027, 1035 f.

<sup>750</sup> Krämer, Finanzswaps, S. 20; Tautges, Empty Voting, S. 65; Mick, DB 1999, 1201 (1202); C. Weber/Meckenbach, BB 2008, 2022 (2023).

<sup>751</sup> Siehe jedoch zur in der Literatur teilweise abweichend vorgenommenen Beurteilung vor allem in Übernahmesituationen, in welchen der Ersteller des Swaps i. d. R. auf Grundlage eines „gentlemen’s agreement“ im Sinne des Investors abstimmen wird Habersack, AG 2008, 817 (819) unter Hinweis auf die Entscheidung des U.S. District Court for the Southern District of New York v. 11. 6. 2008 in Sachen CSX Corporation vs. The Children’s Investment Fund Management LL.P. et al.; Court of Appeal, New Zealand, in re Perry Corporation vs. Ithaca (Custodian) Ltd. v. 1. 11. 2003, abrufbar unter [http://ipsofactoj.com/international/2005/Part04/int2005\(04\)-011.htm](http://ipsofactoj.com/international/2005/Part04/int2005(04)-011.htm); siehe jedoch auch den Hinweis auf eine „non-voting policy“ Baums/Sauter ZHR 173 (2009), 454 (458 ff.); FSA, Disclosure of Contracts for Difference, Consultation Paper 07/20, 2007, Annex 4, S. 20–25, Questions 26–30.

## **jj) Offenlegungspflicht für Derivate nach der EU-Leerverkaufsverordnung**

### **(i) Grundlagen der Melde- und Offenlegungspflicht nach der EU-Leerverkaufsverordnung**

Eine Meldepflicht für die vorliegend untersuchten Finanzderivate könnte sich weiterhin aus der EU-Leerverkaufsverordnung (VO NR. 236/2012)<sup>752</sup> ergeben. Konkret könnte Art. 5 VO NR. 236/2012 einschlägig sein, welcher die Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien an die zuständigen Behörden regelt, oder Art. 6 VO NR. 236/2012, nach welchem eine Offenlegung gegenüber der Öffentlichkeit vorgeschrieben ist.

Gemäß Art. 5 Abs. 1 VO NR. 236/2012 ist eine natürliche oder juristische Person, die eine Netto-Leerverkaufsposition im ausgegebenen Aktienkapital eines Unternehmens, dessen Aktien zum Handel an einem Handelsplatz zugelassen sind, hält, zur Meldung gegenüber der zuständigen Behörde verpflichtet. Die maßgebliche Meldeschwelle liegt gemäß Art. 5 Abs. 2 VO NR. 236/2012 bei 0,2 Prozent und danach jeweils in Intervallen von 0,1 Prozent des ausgegebenen Aktienkapitals des betreffenden Unternehmens. Erforderlich wäre folglich, dass durch den Abschluss eines der untersuchten Derivatkontrakte eine Netto-Leerverkaufsposition entsteht. Eine Netto-Leerverkaufsposition im ausgegebenen Aktienkapital im Sinne der LVVO ist gemäß Art. 3 Abs. 4 VO NR. 236/2012 die Position, die gehalten wird, nachdem von den Short-Positionen, die eine natürliche oder juristische Person im ausgegebenen Aktienkapital des betreffenden Unternehmens hält, jegliche Long-Positionen, die die betreffende natürliche oder juristische Person in diesem Kapital hält, abgezogen wurden. Zu Ermittlung der Netto-Leerverkaufsposition ist folglich eine Saldierung aller Short-Positionen mit allen gehaltenen Long-Positionen erforderlich.<sup>753</sup> Die zur Berechnung maßgebliche Formel lautet somit (Short-Position – Long-Position) ./ Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien.<sup>754</sup>

Zu den in diese Rechnung einzustellenden Long-Positionen gehören alle von einer natürlichen oder juristischen Person gehaltenen Aktien (Art. 3 Abs. 2 lit. a) VO NR. 236/2012), sowie solche Finanzinstrumente, bei welchen durch einen fallenden Aktienkurs profitiert wird (Art. 3 Abs. 2 lit. b) VO NR. 236/2012).

---

<sup>752</sup> EU-Verordnung Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

<sup>753</sup> Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Wertpapierhandelsrecht, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 6.

<sup>754</sup> Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Wertpapierhandelsrecht, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 18.

Neben dem Abschluss eines Leerverkaufs (Art. 3 Abs. 1 lit. a) VO NR. 236/2012) liegt nach Art. 3 Abs. 1 lit. b) VO NR. 236/2012 eine Short-Position bei einem Eintritt in eine Transaktion vor, die keinen Leerverkauf nach lit. a) darstellt und deren Wirkung darin besteht, dass ein finanzieller Vorteil im Fall einer Kurs- oder Wertminderung der referenzierten Aktie bzw. des Schuldinstruments erzielt wird. Hierzu gehören alle nach Art. 2 Abs. 1 lit. a) VO NR. 236/2012 erfassten Finanzinstrumente, d. h. ein Instrument, das in Anhang I Abschnitt C RL 2004/39/EG (MiFID I) aufgeführt ist. Maßgeblich ist gemäß Art. 94 UAbs. 2 i. V. m. Anhang IV RL 2014/65/EU (MiFID II)<sup>755</sup> nunmehr Anhang I Abschnitt C MiFID II.<sup>756</sup> Einzubeziehen sind hiernach alle Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, wie beispielsweise Optionen, Terminkontrakte, Swaps oder Zinsausgleichvereinbarungen.

Bei der Berechnung der Netto-Leerverkaufsposition in Aktien nach Art. 3 Abs. 4 VO NR. 236/2012 ist das deltabereinigte Modell für Aktien gemäß Art. 10 Abs. 1 DelVO Nr. 918/2012 zugrunde zu legen. Die einzubeziehenden Finanzinstrumente müssen nach ihrem Delta-Wert gewichtet werden, sodass das wahre ökonomische Gesamtinteresse (*economic exposure*) eingestellt werden kann.<sup>757</sup> Unter dem Delta-Wert ist die Preissensitivität des betreffenden Finanzinstruments in Bezug auf die referenzierte Aktie zu verstehen.<sup>758</sup>

## **(ii) Anwendung auf die vorliegend untersuchten Derivate**

Alle untersuchten Derivatkontrakte sind somit jedenfalls *per definitionem* in die für die Offenlegungspflicht maßgebliche Berechnung einer Netto-Leerverkaufsposition einzustellen. Erforderlich wäre weiterhin, dass durch diese eine Short-Position i. S. v. Art. 3 Abs. 1 lit. b) VO NR. 236/2012 begründet werden kann. Dies ist der Fall, wenn durch die untersuchten Derivate von einem sinkenden Aktienkurs profitiert werden kann. Wird bei einem Forward/Future für den Kauf bzw. Verkauf in der Zukunft ein unter dem aktuellen Börsenwert liegender oder diesem entsprechender Kaufpreis vereinbart, profitiert der Verkäufer des Forward/Futures von einem sinkenden Börsenkurs, da der Käufer im Fall eines *cash settlements* dazu verpflichtet ist, dem Verkäufer die Differenz zwischen dem tatsächlichen Börsenkurs im Erfüllungszeitpunkt und dem

<sup>755</sup> Nach dieser Vorschrift ist der Verweis auf die MiFID I jetzt als Verweis auf die MiFID II zu lesen.

<sup>756</sup> Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Wertpapierhandelsrecht, Art. 2 VO Nr. 236/2012 Rn. 4.

<sup>757</sup> Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Wertpapierhandelsrecht, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 19.

<sup>758</sup> Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Wertpapierhandelsrecht, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 19; siehe auch Hull, Optionen, S. 311 ff.

vereinbarten Wert zu erstatten. Bei einer solchen Strukturierung erzielt der Verkäufer des Forwards/Futures einen finanziellen Vorteil durch einen fallenden Aktienkurs i. S. v. Art. 3 Abs. 1 lit. b) VO 236/2012, sodass dieser in die Berechnung der Netto-Leerverkaufsposition einzustellen ist. Wie bereits festgestellt profitiert der Veräußerer einer Put-Option von einem fallenden Aktienkurs der als *underlying* dienenden Aktie, da er diese zu einem über den Bewertungen durch den Markt liegenden Preis veräußern kann. Gleiches gilt für den Verkauf eines Equity-Swaps, da der Verkäufer hierbei Ausgleichszahlungen vom Käufer im Fall eines sinkenden Aktienkurses erhält. Für alle drei Konstellationen ist gemäß Art. 7 lit. b) DeIVO Nr. 918/2012 unerheblich, ob ein Barausgleich oder eine effektive Lieferung der Basiswerte vereinbart worden ist. Folglich können bei entsprechender Strukturierung alle drei Finanzderivate in die Berechnung der Netto-Leerverkaufsposition einzustellen sein.

Eine Melde- bzw. Offenlegungspflicht gem. Art. 5, 6 VO 236/2012 ergibt sich, wenn nach der Subtraktion der Long-Positionen von den Short-Positionen (absolute Netto-Leerverkaufsposition) in Relation zu den gesamten ausgegebenen Positionen des Emittenten (relative Netto-Leerverkaufsposition) gesetzt eine Überschreitung der maßgeblichen Schwellen von 0,2 Prozent bzw. 0,5 Prozent ergibt. Dies ist der Fall, wenn das delta-adjustierte ökonomische Interesse aus dem jeweils in Rede stehenden Finanzinstrument an einem fallenden Aktienkurs das wirtschaftliche Interesse an einem steigenden Aktienkurs übersteigt, der potenziell Meldepflichtige also in Summe von einem fallenden Aktienkurs profitiert und die so summierte negative wirtschaftliche Betroffenheit im Verhältnis zur Gesamtheit der ausgegebenen Positionen die maßgeblichen Schwellenwerte übersteigt.

## 2. Wertpapierdarlehen

Ein Auseinanderfallen von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit kann auch durch den Einsatz von Wertpapierdarlehen erzeugt werden. Um das Rechtsinstitut des Wertpapierdarlehens besser einzuordnen, wird zunächst der Begriff definiert.<sup>759</sup> Im Folgenden soll ein kurzer Überblick über die geschichtliche Entwicklung gegeben werden.<sup>760</sup> Die Darstellung der Einsatzmöglichkeiten<sup>761</sup> stellt das Rechtsinstitut in einen breiteren Kontext und bereitet somit eine

---

<sup>759</sup> Siehe unter E.II.2.a).

<sup>760</sup> Siehe unter E.II.2.b).

<sup>761</sup> Siehe unter E.II.2.c).

Wissensbasis für die Darstellung der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit.<sup>762</sup>

### a) Begrifflichkeit

Der in der Praxis häufig verwendete Begriff der Wertpapierleihe (*securities lending*) ist aus juristischer Sicht unpräzise. Es handelt sich nicht um ein Leihgeschäft gemäß § 598 BGB, sondern um ein Sachdarlehen gemäß § 607 BGB,<sup>763</sup> dessen Hauptanwendungsfall das Wertpapierdarlehen darstellt.<sup>764</sup> Die rechtliche Einordnung ist aufgrund der in der Praxis zur konkreten Ausgestaltung verwendeten allgemeinen Geschäftsbedingungen und standardisierten Rahmenverträgen<sup>765</sup> allerdings nicht von entscheidender Bedeutung, die legislative Entwicklung wird aus diesem Grund teilweise für überflüssig gehalten.<sup>766</sup> Hauptinhalt der Rahmenverträge ist, dass der Darlehensgeber dem Darlehensnehmer gegen ein zu entrichtendes Entgelt darlehensweise Wertpapiere überlässt und der Darlehensnehmer dazu verpflichtet ist, Wertpapiere gleicher Güte, Art und Menge zurück zugewähren.<sup>767</sup>

---

<sup>762</sup> Siehe unter E.II.2.e).

<sup>763</sup> So die h.M. BGHZ 180, 154; BGH WM 1963, 315 (316), BGH WM 2009, 896; BFH NJW 2016, 671 Rn. 20; Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 6; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (600); Jauernig/Mansel, BGB, § 607 Rn. 3; Schimansky/Bunte/Lwowski/Teubner, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 4; Emittentenleitfaden der BaFin, 4. Aufl. 2013, S. 116; MüKoBGB/Berger, § 607 Rn. 6; Gericke, BKR 2009, 438; Kort, WM 2006, 2149 (2149); Kümpel/Peters, AG 1994, 525; Kumpan/Mittermeier, ZIP 2009, 405; Merkner/Sustmann, NZG 2010, 1170 (1171); Oechsler, AG 2010, 526 (530); Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, S. 20 ff.; Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 37 ff.; Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 101 ff.; Sieger/Hasselbach, WM 2004, 1370 f.; Dörge, AG 1997, 396 ff.; Ostler, Stimmrecht, S. 79; Mittermeier, Empty Voting, S. 100; Schmid/Mühlhäuser, BB 2001, 2609 ff.; Paus, Börsentermingeschäfte, S. 267; Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 2. Teil, V (7) 7 Kap., Rn. T/1; Mühlhäuser/Stoll, DStR 2002, 1597 (1597); Theusinger/Möriz, NZG 2010, 607 (607); Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 34 Rn. 72; KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 100; Spindler/Stilz/Petersen, WpHG, § 30 Rn. 46; Teichmann/Epe, WM 2012, 1213 (1216); Krause, AG 2010, 469 (475); siehe zur internationalen Einordnung auch Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 36.

<sup>764</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Teubner, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 4.

<sup>765</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (602 f.); Gillor, Der Rahmenvertrag, S. 49 ff.; KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 101.

<sup>766</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Teubner, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 5; Köndgen, WM 2001, 1637 (1641); ähnlich mit Hinweis auf den Vorrang des hypothetischen Parteiwillen Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (601); siehe jedoch Kort, WM 2006, 2149 (2149) mit dem Hinweis, dass die Einordnung für die sachenrechtliche Ebene von Bedeutung sein kann.

<sup>767</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (604); Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 34 Rn. 73; KölKoWpHG/von Bülow, § 22 Rn. 99; Kort, WM 2006, 2149 (2149); Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 37; vgl. auch den Wortlaut des § 607 Abs. 1 BGB. Bei Aktien bedeutet „gleicher Art, Menge und Güte“, dass Emittent und Gattung der zurückgewährten Aktien identisch sein müssen, vgl. hierzu BMF v. 11.3.2002 – IV A 6-S 2134 -18/02, nv. Der Börsenkurs kann nicht unter das Kriterium der gleichen Güte gefasst werden.

Die kautelarjuristischen Standards sehen in der Regel vor, dass der Darlehensnehmer Eigentümer der als Darlehen erhaltenen Wertpapiere wird.<sup>768</sup> Hieraus folgt, dass aufgrund der Erlangung des vollen Eigentums auch die volle Verfügungsbefugnis erlangt wird.<sup>769</sup> Diese ermöglicht es dem Darlehensnehmer, die Wertpapiere am Markt weiterzuveräußern, darlehensweise einem Dritten zu überlassen oder auch dinglich zu belasten, denn ein „Aktieneigentum zweiter Klasse“ gibt es nicht.<sup>770</sup> Wesentlicher Vorteil für den Darlehensgeber ist, dass er ein Entgelt für die darlehensweise vergebenen Wertpapiere erhält und zugleich Depotgebühren spart.<sup>771</sup>

Aus gesellschaftsrechtlicher Warte von besonderem Interesse ist die Frage, wie die Aktionärsrechte durch den Abschluss des Darlehensvertrags verteilt werden. Die oben dargelegte Einordnung als Sachdarlehen gemäß § 607 BGB und der damit einhergehende Übergang des Volleigentums auf den Darlehensnehmer lässt in der Zusammenschau mit dem Abspaltungsverbot gemäß § 8 Abs. 5 AktG nur einen Schluss zu: Die Aktionärsrechte müssen, jedenfalls im Außenverhältnis, auf den Darlehensnehmer übergehen.<sup>772</sup> Hinsichtlich des zwischen den Parteien bestehenden Innenverhältnisses muss differenziert werden: Vermögensrechte werden zumeist dem Darlehensgeber zugewiesen, indem der Darlehensnehmer verpflichtet ist, Zinsen, Dividenden und Bezugsrechte in Form von Kompensationszahlungen an den Darlehensgeber weiterzuleiten.<sup>773</sup> Für die Ausübung der Verwaltungsrechte und hierbei insbesondere des vorliegend besonders interessierenden Stimmrechts ist in den Rahmenverträgen regelmäßig keine Vereinbarung vorgesehen. Dementsprechend ist in der Literatur umstritten, ob das Stimmrecht aus den Aktien,

---

<sup>768</sup> *Baums*, WM 2001, 1843 (1846); *Kort*, WM 2006, 2149 (2149); *Tautges*, Empty Voting, S. 79; *Burgard*, BB 1995, 2069 (2073); *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221 (222); *Ostler*, Stimmrecht, S. 79; *Renn*, Einsatz und Offenlegung, S. 336; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 99; *Mühlhäuser/Stoll*, DStR 2002, 1597 (1597); siehe auch 3. (2) des „Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen“ des Bundesverband deutscher Banken.

<sup>769</sup> *Kort*, WM 2006, 2149 (2149); *Strunk/Haase*, AG 2006, 793 (793); *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404 (405); *Ostler*, Stimmrecht, S. 79.

<sup>770</sup> *Schimansky/Bunte/Lwowski/Teubner*, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 7; BGH WM 2009, 896 (897); *Kort*, AG 2006, 557 (563); kritisch jedoch *Gessner*, VuR 2010, 43 (45); *Dörge*, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 32; *Ostler*, Stimmrecht, S. 79.

<sup>771</sup> *MüKoBGB/Berger*, § 607 Rn. 6; siehe zu den Vorteilen im Detail *Dörge*, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 30 ff.; *Gesell*, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, S. 10 ff.; *Bertschinger*, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 13.

<sup>772</sup> *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (606); *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 188, 267; *Bertschinger*, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 25.

<sup>773</sup> BGH WM 2009, 896 (899); *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (606); *Schimansky/Bunte/Lwowski/Teuber*, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 9; *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (856); *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221 (223); *Tautges*, Empty Voting, S. 85; *Sieger/Hasselbach*, WM 2004, 1370 (1371); *Baumbach/Hopt*, Handelsgesetzbuch, 2. Teil, V (7) 7 Kap., Rn. T/1; BFH, DStR 2016, 168 (169), Rn. 14; *Mühlhäuser/Stoll*, DStR 2002, 1597 (1597); siehe hierzu auch die Entscheidungen OLG München, ZIP 2006, 2370; BGHZ 180, 154 – Lindner, deren Sachverhalt eine ebensolche Ausgestaltung zugrunde lag.

die Gegenstand des Darlehensvertrages sind, dem Darlehensnehmer oder dem Darlehensgeber zusteht.<sup>774</sup> Eine Stimmrechtsbindung durch Parteivereinbarung im Innenverhältnis ist freilich möglich.<sup>775</sup>

## b) Geschichtliche Entwicklung des Wertpapierdarlehens

Seit der Einführung der deutschen Terminbörse hat das Wertpapierdarlehen stetig an Bedeutung gewonnen.<sup>776</sup> Aus der heutigen Bankenpraxis ist das Rechtsinstitut nicht mehr wegzudenken.<sup>777</sup> Dieser in jüngerer Zeit zu beobachtende Bedeutungszuwachs darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Wertpapierdarlehen in seiner rechtlichen Struktur bereits seit über 100 Jahren bekannt ist.<sup>778</sup> Von ihrem wirtschaftlichen Effekt ähnliche Produkte gehen sogar noch deutlich weiter zurück, so wurden bereits im 17. Jahrhundert an der Börse von Amsterdam Rechtsgeschäfte abgeschlossen, welche gekennzeichnet durch Verkäufe mit Rückkaufverpflichtung Parallelen zu den heutigen Wertpapierpensionsgeschäften aufwiesen.<sup>779</sup> Die Entstehung des Wertpapierdarlehens ist untrennbar mit der Entwicklung des Terminhandels verbunden, denn der Terminhandel erfordert Prolongationsmöglichkeiten, welche erst durch Wertpapierdarlehen ermöglicht werden.<sup>780</sup> Ein funktionierender Terminmarkt derivativer Finanzprodukte ist aufgrund des entsprechenden Liquiditätsbedarfs auf das Wertpapierdarlehen angewiesen.<sup>781</sup>

Zu mehreren Zeitpunkten in der deutschen Geschichte wurde der Terminhandel als unerwünscht angesehen. Exemplarisch zu nennen ist das gänzliche Verbot der Terminspekulation in den wichtigsten Wertpapieren durch das Börsengesetz von 1896<sup>782</sup>, in welchem jedoch bestimmten

<sup>774</sup> Siehe hierzu ausführlich unten unter E.II.2.e)aa).

<sup>775</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 269, 311; Schimansky/Bunte/Lwowski/Teuber, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 8.

<sup>776</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 80; Tautges, Empty Voting, S. 80; Dörge, AG 1997, 396 ff.; Gillor, Der Rahmenvertrag, S. 45; Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 6.

<sup>777</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (597).

<sup>778</sup> Tautges, Empty Voting, S. 80; Gillor, Der Rahmenvertrag, S. 45; Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 52 ff.; ders., AG 1997, 396.

<sup>779</sup> Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 52.

<sup>780</sup> Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 57.

<sup>781</sup> Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 6; Kümpel, WM 1989, 1313 (1320 f.); Tautges, Empty Voting, S. 80 mit dem Hinweis, dass der entsprechende Handel heute an der EUREX stattfindet.

<sup>782</sup> RGBl. 1896, 157.

Personen durch die Eintragung in ein Börsenregister weiterhin der rechtswirksame Abschluss von Termingeschäften ermöglicht wurde.<sup>783</sup>

Die Einführung der deutschen Terminbörse steigerte den Bedarf nach Wertpapierdarlehen, denn die auf dieser angebotenen Futures und Optionen sahen aufgrund ihrer vertraglichen Ausgestaltung ein *cash settlement* vor. Aus diesem Grund wurden Wertpapierdarlehen benötigt, um einen Lieferverzug bei der Erfüllung der entsprechenden Verbindlichkeiten zu vermeiden.<sup>784</sup>

### c) Einsatzmöglichkeiten

Das Wertpapierdarlehen dient in der Praxis unterschiedlichen Einsatzmöglichkeiten. Zu unterscheiden ist zwischen solchen des Darlehensnehmers und des Darlehensgebers.

#### aa) Einsatzmöglichkeiten des Darlehensgebers

Der Darlehensgeber kann die Rendite aus den durch ihn gehaltenen Aktien durch den Abschluss eines Wertpapierdarlehens verbessern, denn neben den sich aus der Aktie ergebenden wirtschaftlichen Vorteilen, beispielsweise in Form von Dividenden, erhält der Darlehensgeber vom Darlehensnehmer eine gesondert zu entrichtende Gebühr, welche gemäß § 607 Abs. 1 S. 2 BGB als Darlehensentgelt bezeichnet wird.<sup>785</sup> Die Rendite wird außerdem dadurch weiter gesteigert, dass der Darlehensgeber die Depotgebühr für die Wertpapiere spart.<sup>786</sup> Beide Einnahmequellen unterliegen keinem Risiko. Im Jahr 2016 wurden nach Erhebungen des Datenanalysten IHS Markit durch die Verleihung von Wertpapieren weltweit 8.06 Milliarden US-Dollar eingenommen.<sup>787</sup>

---

<sup>783</sup> Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 54.

<sup>784</sup> Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 6.

<sup>785</sup> Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 7; Sieger/Hasselbach, WM 2004, 1370 (1370); Ostler, Stimmrecht, S. 81; Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 30 f.; Tautges, Empty Voting, S. 92; Bertschinger, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 12; Cahn/Ostler, AG 2008, 221 (223); Mittermeier, Empty Voting, S. 100; Kümpel, WM 1990, 909 (909); Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 46; Acker, Die Wertpapierleihe, S. 9 ff.; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (598); Ostler, Stimmrecht, S. 81; Weissmann, Die Wertpapierleihe, S. 17 f.; Gillor, Der Rahmenvertrag, S. 33; Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 7.

<sup>786</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (598); Dörge, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, S. 31; Sieger/Hasselbach, WM 2004, 1370 (1370); Mittermeier, Empty Voting, S. 100; Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement, S. 13; Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 46; Acker, Die Wertpapierleihe, S. 15; Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 7.

<sup>787</sup> Schwintowski/Lange, Bankrecht, Kap. 21 Rn. 9.

Eine weitere Einsatzmöglichkeit für den Darlehensgeber ist die Steueroptimierung bei einer zeitweiligen Veräußerung von Wertpapieren.<sup>788</sup> Verglichen mit einem möglichen Kauf mit Rückkaufoption stellt ein Wertpapierdarlehen eine steuerlich wesentlich günstigere Alternative dar, denn durch ein solches kommt es nicht zu einer Gewinnrealisierung aufgrund stiller Reserven im Sinne des Steuerrechts, sondern lediglich zu einem Aktivtausch.<sup>789</sup> Diese Wertung folgt aus dem bloßen Nutzungsüberlassungscharakter des Wertpapierdarlehens.<sup>790</sup>

Der Darlehensgeber kann das Wertpapierdarlehen weiterhin dazu einsetzen, einen Kontrollerwerb gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG und ein darauf folgendes Pflichtangebot gemäß § 35 WpÜG zu verhindern, bzw. um Meldeschwellen nach dem WpHG zu umgehen.<sup>791</sup> Diese Einsatzmöglichkeit ist für den Darlehensgeber besonders im Vorfeld von Unternehmensübernahmen attraktiv, denn eine frühzeitige Offenlegung des Beteiligungsaufbaus würde zu einem Kursanstieg der Aktien der Zielgesellschaft führen, was einen erhöhten Erwerbspreis zur Folge hätte.<sup>792</sup>

## **bb) Einsatzmöglichkeiten des Darlehensnehmers**

Aus Sicht des Darlehensnehmers ergibt sich eine Vielzahl von Einsatzmöglichkeiten.

### **(i) Finanzierung von Leerverkäufen**

Die Finanzierung von (gedeckten<sup>793</sup>) Leerverkäufen ist die aus Sicht des Darlehensnehmers praktisch wichtigste Einsatzmöglichkeit von Wertpapierdarlehen.<sup>794</sup> Leerverkäufe ermöglichen es

---

<sup>788</sup> Siehe jedoch die erheblichen Einschränkungen dieser Einsatzmöglichkeit durch die Einführung des § 8b Abs. 10 KStG Häuselmann, DStR 2007, 1379.

<sup>789</sup> *Sieger/Hasselbach*, WM 2004, 1370 (1370); BMF, Schr. V. 3.4.1990, IVB2-S. 2134-2/90, DB 1990, 863; *Kort*, WM 2006, 2149 (2150); *Häuselmann*, DB 2000, 495 (496); *Mühlhäuser/Stoll*, DStR 2002, 1597 (1597).

<sup>790</sup> *Mühlhäuser/Stoll*, DStR 2002, 1597 (1597); BMF v. 3.4.1990, IV B 2 - S2134 - 2/90, DB 1990, 863 (863); OFD Frankfurt a. M. v. 15.3.1995, S 2134 A - 15 - St II 20, BB 1995, 1081 (1081); *Häuselmann*, DB 2000, 495 (495).

<sup>791</sup> *Sieger/Hasselbach*, WM 2004, 1370 (1370); *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 47; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596, 599 f.

<sup>792</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 47.

<sup>793</sup> Siehe zur Abgrenzung zwischen gedecktem und ungedecktem Leerverkauf *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder*, Bankrechtskommentar, Kapitel 37 Rn. 22; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485 ff.; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139 ff.; *Tyrolt/Binger*, BB 2010, 1419 (1420); *Assmann/Schütze/Schäfer*, Handbuch Kapitalanlagerecht, § 21 Rn. 1 ff.; *Schwintowski/Lange*, Bankrecht, Kap. 21 Rn. 55.

<sup>794</sup> *Zerey/Storck*, Finanzderivate, § 12 Rn. 8; *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 36, 38; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (598); *Grimm*, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 9; *Tautges*, Empty Voting, S. 94; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 100; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485 (486); *Mittermeier*, ZBB 2010, 139 (140 f.); *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 37; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder*, Bankrechtskommentar, Kapitel 37 Rn. 33; *Schwintowski/Lange*, Bankrecht, Kap. 21 Rn. 55; *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 36; *KölKoWpHG/von Bülow*, § 22 Rn. 99.

dem Darlehensnehmer, auf fallende Kurse zu spekulieren,<sup>795</sup> indem er Wertpapiere am Kassamarkt zum aktuellen Kurs verkauft.<sup>796</sup> Diese verkauften Wertpapiere besorgt sich der Verkäufer im Wege des Wertpapierdarlehens. Hat sich der Verkäufer eines Leerverkaufs die entsprechenden Aktien vorher im Wege eines Wertpapierdarlehens gesichert, spricht man von einem gedeckten Leerverkauf oder *covered short sale*.<sup>797</sup> Die Rückerstattungspflicht aus dem Wertpapierdarlehen gemäß § 607 Abs. 1 S. 2 AktG erfüllt der Darlehensnehmer, indem er eine entsprechende Menge an Wertpapieren am Kassamarkt zum niedrigeren Kurs kauft.<sup>798</sup>

## (ii) Überbrückung von Lieferengpässen

Der Darlehensnehmer kann sich des Rechtsinstituts des Wertpapierdarlehens auch dazu bedienen, bestehende Lieferengpässe, welche beispielsweise aufgrund von Lieferverzögerungen seines eigenen Vertragspartners (*settlement fails*) eintreten, zu überbrücken.<sup>799</sup> Das Wertpapierdarlehen dient in diesem Fall der Erfüllung der eigenen Lieferverpflichtung des Darlehensnehmers aus § 433 Abs. 1 BGB.<sup>800</sup> Durch eine rechtzeitige Erfüllung werden Verzugszinsen und ein eventueller Reputationsverlust vermieden.<sup>801</sup> Lieferschwierigkeiten können durch hintereinander geschaltete Kaufverträge (*back to back trades*) oder bei grenzüberschreitendem Handel entstehen, insbesondere wenn auf den ausländischen Kapitalmärkten abweichende Lieferfristen einzuhalten sind.<sup>802</sup>

<sup>795</sup> Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 8; Cahn/Ostler, AG 2008, 221 (223); Tyrolt/Bingel, BB 2010, 1419 (1419); Zimmer/Beisken, WM 2010, 485 (486); Ostler, Stimmrecht, S. 78, 81; Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement, S. 8; Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 41; Acker, Die Wertpapierleihe, S. 25 f.; Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 9; Weissmann, Die Wertpapierleihe in der Bundesrepublik Deutschland, S. 17; Schwintowski/Lange, Bankrecht, Kap. 21 Rn. 55; Fleischer, ZGR 2008, 185, (220 f.); Kumpan/Mittermeier, ZIP 2009, 404 (405).

<sup>796</sup> Tautges, Empty Voting, S. 94; Assmann/Schütze/F. Schäfer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 21 Rn. 1; siehe auch die Definition des EU-Rechts in VO (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. L 86, S. 1 vom 24.3.2012.

<sup>797</sup> Assmann/Schütze/F. Schäfer, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 21 Rn. 1.

<sup>798</sup> Tautges, Empty Voting, S. 95; Hu/Black, 13 J. Corp. Fin. (2007), 343 (350); Trüg, NJW 2009, 3202 (3203).

<sup>799</sup> Tautges, Empty Voting, S. 93; Ostler, Stimmrecht, S. 80; Teichmann/Epe, WM 2012, 1213 ff.

<sup>800</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (598); Cahn/Ostler, AG 2008, 221 (223); Mittermeier, Empty Voting, S. 99.

<sup>801</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 37; Acker, Die Wertpapierleihe, S. 15 f.; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (598); Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement, S. 6; Kümpel, WM 1990, 909 (909); Ostler, Stimmrecht, S. 80; Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 8.

<sup>802</sup> Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement, S. 6; Ostler, Stimmrecht, S. 80; Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 37; Bertschinger, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 5 f.; Gillor, Der Rahmenvertrag, S. 30 f.; Schwintowski/Lange, Bankrecht, Kap. 21 Rn. 55; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (598).

### (iii) Arbitrage

Der Darlehensnehmer kann das Wertpapierdarlehen weiterhin dazu einsetzen, gezielt bestehende Preisunterschiede zwischen Kassa- und Terminmarkt auszunutzen.<sup>803</sup> Hierfür erwirbt der Darlehensnehmer auf dem Terminmarkt einen im Verhältnis zur Aktie günstigen Future und veräußert die entsprechende Aktie zeitgleich auf dem Kassamarkt.<sup>804</sup> Die Erfüllung der Verpflichtung aus § 433 Abs. 1 BGB gegenüber dem Käufer des Wertpapiers wird sodann durch Aktien erfüllt, welche der Verkäufer durch den Abschluss eines Wertpapierdarlehens erhält.<sup>805</sup> Letztendlich wird der Future bei Beendigung des Wertpapierdarlehens geltend gemacht.<sup>806</sup> Als Gewinn verbleibt der Preisunterschied zwischen dem Kaufpreis des Futures und dem Verkaufspreis der Aktie am Kassamarkt, abzüglich des Darlehensentgelts.<sup>807</sup>

### (iv) Hedging

Wertpapierdarlehen können wie Derivate zur Absicherung des Risikos aus Termingeschäften verwendet werden.<sup>808</sup> Hat der Darlehensnehmer als Terminkäufer zu einem bestimmten Zeitpunkt Wertpapiere zu einem festgelegten Preis abzunehmen und erwartet er, dass der Marktpreis der Wertpapiere unter den vereinbarten Preis fällt, so kann er sich durch einen Verkauf der Wertpapiere am Kassamarkt noch vor Fälligkeit des Termingeschäfts gegen dieses Verlustrisiko absichern.<sup>809</sup> Um die zeitliche Divergenz zwischen dem Verkauf am Kassamarkt und der Andienung zu überbrücken, kann er das Rechtsinstitut des Wertpapierdarlehens einsetzen. Die Pflicht zur Rückerstattung aus dem Wertpapierdarlehen gemäß § 607 Abs. 1 S. 2 BGB kann er sodann durch die Wertpapiere erfüllen, die er durch den Terminkauf erhält.

---

<sup>803</sup> Tautges, Empty Voting, S. 94; Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 9.

<sup>804</sup> Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 9.

<sup>805</sup> Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 9.

<sup>806</sup> Zerey/Storck, Finanzderivate, § 12 Rn. 9.

<sup>807</sup> Tautges, Empty Voting, S. 93; Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement, S. 9; Grimm, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 94; Kümpel, WM 1990, 909 (909).

<sup>808</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (598); Tautges, Empty Voting, S. 93; Bertschinger, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 8 f.; Kümpel/Peters, AG 1994, 525, 527, Kümpel, WM 1990, 909.

<sup>809</sup> Tautges, Empty Voting, S. 93; Mittermeier, Empty Voting, S. 99 f.; Ostler, Stimmrecht, S. 81; Gesell, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement, S. 7 ff.

#### (v) Strategischer Einsatz im Rahmen eines Squeeze-outs

Das Wertpapierdarlehen kann durch den Darlehensnehmer zu strategischen Zwecken eingesetzt werden, insbesondere zur Erreichung des erforderlichen Quorums im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze-outs gemäß § 327a Abs. 1 AktG. Diese Konstellation wurde vor allem durch das *Lindner-Urteil*<sup>810</sup> des BGH bekannt. Während im Verfahrenszug sowohl das LG<sup>811</sup>, als auch das OLG<sup>812</sup> die Verwendung der Wertpapierleihe zur Erreichung des gemäß § 327a AktG erforderlichen Quorums als rechtsmissbräuchlich einstufte, schloss sich der BGH dieser Ansicht nicht an.<sup>813</sup> Die Instanzgerichte hatten die Rechtsmissbräuchlichkeit im Wesentlichen damit begründet, dass Gewinn und Bezugsrechte der gewöhnlichen Struktur entsprechend vom Darlehensnehmer herauszugeben waren, sodass das wirtschaftliche Eigentum beim Darlehensgeber verblieb.<sup>814</sup> Das Schrifttum stellte sich gegen diese Ansicht und wies darauf hin, dass es im Rahmen des § 327a AktG nicht auf eine wirtschaftliche, sondern auf eine formale Betrachtung der Eigentümerstellung ankäme.<sup>815</sup> Vollkommen zu Recht hat der BGH das wirtschaftliche Eigentum nicht zum ausschlaggebenden Entscheidungskriterium erhoben, denn dieser Begriff ist zwar durchaus im Steuer- und Wirtschaftsrecht anerkannt, aber keine gesellschaftsrechtliche Kategorie.<sup>816</sup>

#### d) Publizitätspflicht bei Wertpapierdarlehen

Eine spezielle gesetzliche Publizitätspflicht für Wertpapierdarlehen findet sich im deutschen Recht nicht.<sup>817</sup> Da der Darlehensnehmer nach herrschender Meinung in Ermangelung einer ausdrücklichen vertraglichen Regelung mit der zivilrechtlichen Eigentümerstellung auch das Stimmrecht erlangt<sup>818</sup>, ergibt sich eine Meldepflicht des Darlehensnehmers gemäß § 33 WpHG.<sup>819</sup>

<sup>810</sup> BGHZ 180, 154 = NZG 2009, 585 – Lindner.

<sup>811</sup> LG Landshut NZG 2006, 400 = AG 2006, 513.

<sup>812</sup> OLG München NZG 2007, 192 = ZIP 2006, 2370.

<sup>813</sup> *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (622 f.); zustimmend *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404 (405); *Schäfer/Dette*, NZG 2009, 1 ff.; *Pluskat*, DB 2009, 1224 (1227); *dies.*, NZG 2007, 725 (728 f.); *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 ff.; a.A. *Baums*, WM 2001, 1843 (1845); *ders.*, Ausschluss von Minderheitsaktionären, S. 145.

<sup>814</sup> *Hölters/Müller-Michaels*, AktG, § 327a Rn. 24.

<sup>815</sup> *Pluskat*, NZG 2007, 725 (729); *Kort*, WM 2006, 2149 (2151 f.); *Schäfer/Dette*, NZG 2009, 1 (5); *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (623).

<sup>816</sup> So auch *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (623).

<sup>817</sup> *Assmann/U.H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider*, Wertpapierhandelsrecht, § 34 Rn. 78.

<sup>818</sup> Siehe hierzu unter E.II.2.e)aa) zum Streitstand hinsichtlich der Zuordnung des Stimmrechts bei der Wertpapierleihe.

<sup>819</sup> Zu § 21 WpHG *KöIKoWpHG/von Bülow*, § 22 Rn. 100; *Fuchs/Zimmermann*, WpHG, § 22 Rn. 40; *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 236; *Burgard*, BB 1995, 2069 (2073); *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404 (406); *Ostler*,

Für den Darlehensgeber könnte sich eine Meldepflicht aufgrund einer Zurechnung der Stimmrechte gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG ergeben. Dies setzt voraus, dass der Darlehensnehmer die darlehensweise übertragenen Aktien „für Rechnung“ des Darlehensgebers hält und ihm diese gehören. Ein Gehören liegt vor, wenn ein Dritter (hier der Darlehensnehmer) Eigentümer der Aktien ist.<sup>820</sup> Ein Halten „für Rechnung“ ist gegeben, wenn den potenziell Meldepflichtigen die vermögensmäßigen Chancen und Risiken aus den betreffenden Aktien jedenfalls überwiegend treffen.<sup>821</sup> Als weitere Voraussetzung wird allerdings überwiegend angenommen, dass der potenziell Meldepflichtige sich einen Stimmrechtseinfluss auf die in Rede stehenden Anteile gesichert hat.<sup>822</sup> Eine solche Auslegung ist teleologisch zwingend erforderlich, denn Zweck des § 34 WpHG ist es, Fälle mittelbaren Stimmrechtseinflusses zu erfassen.<sup>823</sup> Folglich hält der Darlehensnehmer die Aktien nur dann „für Rechnung“ des Darlehensgebers, wenn er sich ausnahmsweise einen Stimmrechtseinfluss vorbehalten hat.<sup>824</sup> Nach der üblichen Ausgestaltung ist dies nicht der Fall.<sup>825</sup> Der herrschenden Meinung folgend besteht für den Darlehensgeber keine Meldepflicht nach § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG.<sup>826</sup>

Eine Meldepflicht des Darlehensgebers ergibt sich allerdings aus § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG. Hiernach besteht eine Meldepflicht für den Inhaber von Instrumenten, die ihm bei Fälligkeit ein

---

Stimmrecht, S. 243; *Steuer/Baur*, WM 1996, 1477 (1483); *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (625); *MüKoAktG/Bayer*, WpHG, § 22 Rn. 24; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Teubner*, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 40.

<sup>820</sup> BaFin Emittentenleitfaden 2013, S. 115; *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (859); Schäfer/Hamann/Opitz, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rn. 28; *KöIKoWpHG/v. Bülow*, § 22 Rn. 77; vgl. BegrRegE BT-Drucks 14/7034 S. 53; *Spindler/Stilz/Petersen*, WpHG, § 30 Rn. 46.

<sup>821</sup> BGH NZG 2014, 985 (990); OLG Köln AG 2013, 391 (392 f.); OLG München NZG 2009, 1386 (1388); OLG Köln AG 2013, 391 (393); LG Köln ZIP 2012, 229 (230); *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (858); *KöIKoWpHG/v. Bülow*, § 22 Rn. 79; kritisch jedoch *Nietsch*, WM 2012, 2217 (2219).

<sup>822</sup> BGHZ 180, 154 (169) = NZG 2009, 585 (589); OLG Frankfurt BeckRS 2013, 19282 Rn. 86; *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (858 f.); *v. Bülow/Petersen*, NZG 2009, 1373 (1375); *KöIKoWpHG/v. Bülow*, § 22 Rn. 80; *Schiessl*, Der Konzern 2009, 291 (295); BGH NZG 2014, 985 (991 f.); OLG Köln AG 2013, 391 (393); LG Köln ZIP 2012, 229 (230 f.); *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221 (234 f.); *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 1170 (1171); *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340 (348); *Sieger/Hasselbach*, WM 2004, 1370 (1376 ff.); *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 243; *Noack/Zetzsche*, FS Schwark, 567 (575 ff.); *Starke*, Beteiligungstransparenz, S. 199 ff.

<sup>823</sup> Siehe zu § 22 WpHG a. F. *KöIKoWpHG/v. Bülow*, § 22 Rn. 80; *Emmerich/Habersack/Schürnbrand*, Aktien-/GmbH-KonzernR, WpHG, § 22 Rn. 1; *MüKoAktG/Bayer*, WpHG, § 22 Rn. 1; insbesondere kommt es auf eine „Möglichkeit“ der Einlussnahme an, vgl. hierzu BGHZ 180, 154 Rn. 34 = NZG 2009, 585; BGHZ 190, 291 Rn. 32 = NZG 2011, 1147.

<sup>824</sup> BGHZ 180, 154 (169) = NZG 2009, 585 (589); OLG München BeckRS 2009, 87515; *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (859); *Fuchs/Zimmermann*, WpHG, § 22 Rn. 55b *KöIKoWpHG/v. Bülow*, § 22 Rn. 102; BaFin Emittentenleitfaden, 2013, S. 116.

<sup>825</sup> Siehe hierzu noch unter E.II.2.e).

<sup>826</sup> A.A. *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 257, welcher eine Zurechnung aufgrund einer Pflicht des Darlehensnehmers annimmt, das Stimmrecht nur im Interesse des Darlehensgebers auszuüben.

unbedingtes Recht auf Erwerb von Wertpapieren verleihen. Nach früherer Rechtslage wurde der Rückübertragungsanspruch des Darlehensgebers gegenüber dem Darlehensnehmer als „sonstiges Instrument“ gemäß § 25 WpHG a. F. eingeordnet.<sup>827</sup> § 38 WpHG spricht hingegen nicht mehr differenzierend von „Finanzinstrumenten“ und „sonstigen Instrumenten“, sondern nur noch von „Instrumenten“.<sup>828</sup> Mit dieser rein begrifflichen Änderung der Vorschrift ist keine Änderung der Rechtslage verbunden, entscheidend ist weniger auf die Begrifflichkeiten abzustellen, sondern auf das Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen.<sup>829</sup> Ein „sonstiges Instrument“ nach alter Rechtslage sollte ausweislich der Gesetzesbegründung eine Vereinbarung „die ein Recht auf den Erwerb von mit Stimmrechten verbundenen Aktien gewähren, ohne unter den Finanzinstrumentbegriff des § 2 Absatz 2b WpHG zu fallen“<sup>830</sup> sein.<sup>831</sup> Da der Rückgewähranspruch des Darlehensgebers diese Voraussetzungen erfüllt, unterfällt er somit nach aktueller Rechtslage § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG.

#### e) **Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Fall von Wertpapierdarlehen**

Aufgrund der oben dargestellten vertraglichen Ausgestaltung des Innenverhältnisses, nach welcher der Darlehensnehmer während der Laufzeit des Wertpapierdarlehens anfallende Zinsen, Dividenden und Bezugsrechte in Form von Zahlungen an den Darlehensgeber weiterzureichend hat, trägt der Darlehensgeber weiterhin die Chancen und Risiken, welche sich aus der Beteiligung ergeben.<sup>832</sup> Außerdem trägt der Darlehensgeber auch das Risiko der Kursverschlechterung, da er nach dem Ende der Darlehenslaufzeit die Aktien wieder zurückbekommt. Soweit sich der Kurs in dieser Zeit verschlechtert, trägt er die entsprechenden Verluste.<sup>833</sup> Dies entspricht auch der allgemeinen Struktur des Sachdarlehens gemäß § 607 BGB. Während der Sachdarlehensnehmer

<sup>827</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 252; BT-Drs. 17/3628, S. 19.

<sup>828</sup> Assmann/U.H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 15.

<sup>829</sup> Assmann/U.H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, § 38 Rn. 15; Begr. RegE Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 18/5010, 46.

<sup>830</sup> BT-Drs. 17/3628, S. 19.

<sup>831</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 252.

<sup>832</sup> Hu/Black, 13 J. Corp. Fin. (2007), 343 (350); Schmid/Mühlhäuser, BB 2001, 2609 (2611, 2613); Burgard, BB 1995, 2069 (2073); Kümpels/Peters, AG 1994, 525 (530); Mittermeier, Empty Voting, S. 103 f.; Tautges, Empty Voting, S. 85; Bertschinger, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 42.

<sup>833</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 196.

das Beschaffungsrisiko trägt, trifft den Sachdarlehensgeber die Entwertungs- und Kursgefahr.<sup>834</sup> Diese Risikoallokation ist Folge des Rückerstattungsanspruchs, welcher gerade nur nach Art, Güte und Menge konkretisiert ist.<sup>835</sup> In die vorliegend verwendete Nomenklatur übersetzt trifft den Darlehensgeber folglich weiterhin die wirtschaftliche Betroffenheit in vollem Umfang.<sup>836</sup> Eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit würde sich indes nur ergeben, wenn das Stimmrecht dem Darlehensnehmer zuzuordnen wäre. Wäre dies der Fall, so würde es zu einem Auseinanderfallen der beiden im Normalfall in der Person des Aktionärs vereinigten Elemente kommen, denn während die wirtschaftliche Betroffenheit beim Darlehensgeber verbliebe, könnte der Darlehensnehmer das Stimmrecht ausüben. Allerdings besteht Uneinigkeit, wem das Stimmrecht im Fall des Aktiendarlehens zuzuordnen ist. Der knappen Regelung des Sachdarlehens in § 607 BGB lässt sich hierzu keine Wertung entnehmen, folglich verwundert es nicht, dass unterschiedliche Ansichten vertreten werden.<sup>837</sup>

#### aa) Streitstand

Nach teilweise vertretener Ansicht ist zwar der Darlehensnehmer zur Ausübung des Stimmrechts berechtigt, allerdings soll sich aus dem Darlehensvertrag eine Nebenpflicht ergeben, das Stimmrecht jedenfalls nicht ohne Ermächtigung des Darlehensgebers auszuüben.<sup>838</sup> Hintergrund der von *Kümpel* vertretenen Auffassung ist, dass der Darlehensnehmer durch die Stimmrechtsausübung die wirtschaftliche Position des Darlehensgebers beeinträchtigen kann.<sup>839</sup> Als Beispiele für eine solche Beeinträchtigung führt *Kümpel* die Eingliederung gemäß §§ 319 ff. AktG und den Abschluss von Unternehmensverträgen gemäß § 291 ff. AktG an.<sup>840</sup> Im Fall der Zustimmung durch die Hauptversammlung zu einem Unternehmensvertrag gemäß § 293 Abs. 1 AktG kann eine Beeinträchtigung des Eigentums darin gesehen werden, dass trotz den die

---

<sup>834</sup> MüKoBGB/K. P. Berger, BGB, § 607 Rn. 29; Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 196; Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 37.

<sup>835</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 196; Sieger/Hasselbach, WM 2004, 1370 (1374).

<sup>836</sup> Dies entspricht der Einordnung der herrschenden Literatur des Darlehensgebers als „wirtschaftlicher Eigentümer“, welche bei genauer rechtlicher Betrachtung allerdings nicht zielführend ist. „Wirtschaftliches Eigentum“ ist keine rechtliche Kategorie. Folglich wird hier auf den im Rahmen der Arbeit bereits definierten Begriff der wirtschaftlichen Betroffenheit zurückgegriffen.

<sup>837</sup> Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 191.

<sup>838</sup> *Kümpel/Peters*, AG 1994, 525 (529 f.); *Grimm*, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, S. 107 f.; unentschieden hingegen *Gesell*, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, S. 192.

<sup>839</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.50 ff.

<sup>840</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.62 ff.

außenstehenden Aktionäre schützenden §§ 304, 305 AktG die Gefahr einer vermögensmäßigen Beeinträchtigung, beispielsweise durch die Unangemessenheit des Ausgleichs, besteht.<sup>841</sup> Neben diesen von *Kümpel* angeführten Fällen der Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Position des Darlehensgebers durch den Darlehensnehmer durch die Ausübung des Stimmrechts im Rahmen der Hauptversammlung sind noch eine Reihe weiterer Hauptversammlungskompetenzen mit Gefährdungspotenzial denkbar. Exemplarisch wird auf Maßnahmen nach dem UmwG, Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss, etwaige Satzungsänderungen oder auch Beschlüsse nach den Holzmüller- bzw. Gelatine-Grundsätzen hingewiesen.<sup>842</sup>

Sowohl aufgrund des Zwecks des Aktiendarlehens, als auch aufgrund der berechtigten Interessen des Darlehensgebers, sei eine Stimmrechtsausübung ohne entsprechende Ermächtigung als vertragswidrig anzusehen.<sup>843</sup> Der Zweck des Darlehensvertrags sei regelmäßig nur darauf gerichtet, dem Darlehensnehmer die Erfüllung seiner Verbindlichkeit zu ermöglichen. Aus diesem eingeschränkten Zweck ergebe sich die Leistungstreupflicht, die Stimmrechte nicht auszuüben, um die Rechtsstellung des Darlehensgebers nicht zu beeinträchtigen. *Kümpel* folgert hieraus, dass der Darlehensnehmer einer gesonderten Ermächtigung des Darlehensgebers bedarf, um das Stimmrecht auszuüben.<sup>844</sup> *De lege ferenda* soll letztlich sogar ein Stimmrechtsausschluss angedacht werden, denn durch das Wertpapierdarlehen sei es sehr leicht möglich, Aktien zur unzulässigen Stimmrechtsausübung zu erhalten.<sup>845</sup> Ergänzend wird vorgebracht, dass die Stimmrechtsausübung durch den Darlehensnehmer aufgrund eines Verstoßes gegen § 405 Abs. 3 Nr. 2 AktG gemäß § 134 BGB nichtig sei.<sup>846</sup>

Nach dieser Ansicht läge im Fall von Wertpapierdarlehen keine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in der Person des Darlehensnehmers vor, denn dieser könnte das Stimmrecht entweder gar nicht, oder jedenfalls nicht ohne vorherige gesonderte Ermächtigung des Darlehensgebers ausüben.

Die in der Literatur und Rechtsprechung vorherrschende Ansicht geht davon aus, dass der Darlehensnehmer aufgrund seiner Eigentümerstellung das Stimmrecht nach eigenem Ermessen

---

<sup>841</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.65 ff.

<sup>842</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 190.

<sup>843</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.52; *ders./Peters*, AG 1994, 525 (530).

<sup>844</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.52 ff.

<sup>845</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.69 f.; so auch *Dörge*, AG 1997, 396 (401).

<sup>846</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.53 f.; *ders./Peters*, AG 1994, 525 (529 f.); *Gesell*, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, S. 129; *Steuer/Baur*, WM 1996, 1477 (1483).

ausüben kann.<sup>847</sup> Insbesondere aus dem schuldrechtlichen Darlehensvertrag ergeben sich keine Nebenpflichten des Darlehensnehmers gegenüber dem Darlehensgeber, das Stimmrecht nicht oder lediglich nach einer gesonderten Ermächtigung durch den Darlehensgeber auszuüben, denn eine Einordnung des Darlehensgebers als wirtschaftlicher Eigentümer wäre nur dann sachgerecht, wenn dieser auf die Stimmrechtsausübung einwirken könne.<sup>848</sup> Aus dieser Warte ist die Argumentation von *Kümpel* zirkulär. Weiterhin wird im Sinne einer sehr formalen Betrachtungsweise vorgebracht, dass sich ein aus der Auslegung des Darlehensvertrags gewonnener Einfluss auf die Stimmrechtsausübung nicht mit dessen Charakter als „schlichtem Austauschvertrag“ verträge.<sup>849</sup>

#### bb) Zutreffende Ansicht der herrschenden Meinung

Die herrschende Meinung verdient Zustimmung. Gegen die Ansicht von *Kümpel* spricht vor allem, dass dieser den Zweck des Aktiendarlehens darauf beschränkt, dem Darlehensnehmer die Erfüllung einer Verbindlichkeit zu ermöglichen. Wie dargestellt<sup>850</sup> beschränken sich die Motive für ein Aktiendarlehen aber nicht auf diesen Zweck.<sup>851</sup> Insbesondere ergeben sich auch für den Darlehensgeber erhebliche Vorteile aus der Vereinbarung.

Fraglich erscheint jedoch, ob mit der oben darlegten abweichenden Auffassung ein Verstoß gegen § 405 Abs. 3 Nr. 2 AktG angenommen werden kann. Nach dieser Vorschrift handelt ordnungswidrig, wer zur Ausübung von Rechten in der Hauptversammlung oder in einer gesonderten Versammlung Aktien eines anderen benutzt, die er sich zu diesem Zweck durch

---

<sup>847</sup> BGHZ 180, 154 Rn. 54; OLG München ZIP 2006, 2370 (2373); sehr ausführlich *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 189 ff., 268 ff.; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (606) m. w. N.; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Teuber*, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rn. 7; *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221 (240); *Kort*, DB 2006, 1546 (1546); *ders.*, WM 2006, 2149 (2149); *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (856); *Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider*, Wertpapierhandelsrecht, § 34 Rn. 78; *Gillor*, Der Rahmenvertrag, S. 127 f., welcher jedoch in „Ausnahmefällen“ Abweichungen zulassen möchte; *Tautges*, Empty Voting, S. 86; *Burgard*, BB 1995, 2069 (2073); *Mittermeier*, Empty Voting, S. 104, 108 ff.; *Ostler*, Stimmrecht, S. 90 ff.; *Sieger/Hasselbach*, WM 2004, 1370 (1371); *KölKoWpHG/von Bülow*, § 22 Rn. 100; BaFin, FAQ vom 28.11.2016, Frage 47a; *Schwintowski/Lange*, Bankrecht, Kap. 21 Rn. 55; *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (38); siehe aus dem internationalen Schrifttum *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 37; *Santella/Baffi/Drago/Lattuca*, 23 European Business Law Review (2012), 257 (285); *Kahan/Rock*, 96 Georgetown Law Journal (2008), 1227 (1257); *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Review (2006), 811 (816); *Frankel*, 33 Seattle University Law Review (2010), 931 (940).

<sup>848</sup> *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (607).

<sup>849</sup> *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (607).

<sup>850</sup> Vgl oben unter E.II.2.c).

<sup>851</sup> So ausdrücklich *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 194; *Ostler*, Stimmrecht, S. 93; *Bertschinger*, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, S. 29.

Gewähren oder Versprechen besonderer Vorteile verschafft hat. Gegen eine Subsumption des Aktiendarlehens unter diese Vorschrift spricht bereits, dass der Darlehensnehmer, soweit er von seinem Stimmrecht in der Hauptversammlung Gebrauch macht, nicht die Aktien „eines anderen“ benutzt. Denn die Erfüllung des Tatbestandsmerkmals „eines anderen“ richtet sich nach bürgerlichem Recht.<sup>852</sup> Demnach ist für die Anwendbarkeit der Vorschrift ausschlaggebend, wer formaler Eigentümer der Aktien ist, während eine etwaige „wirtschaftliche Eigentümerstellung“ nicht von Bedeutung ist.<sup>853</sup> Maßgeblich für eine solche enge, zivilrechtliche Auslegung der Vorschrift spricht auch das Analogieverbot des Art. 103 Abs. 2 GG.<sup>854</sup>

Die von Kümpel vertretene Ansicht führt außerdem zu dem Ergebnis, dass durch die Auslegung der schuldrechtlichen und damit außerverbandlichen Darlehensabrede zwischen Darlehensgeber und Darlehensnehmer Erkenntnisse für die Zulässigkeit der Teilnahme an der verbandsinternen Willensbildung gewonnen werden. Hierdurch werden die verbandsrechtliche und die schuldrechtliche Ebene ohne Notwendigkeit vermischt. § 8 Abs. 5 AktG ist die eindeutige Wertung zu entnehmen, dass eine getrennte Übertragung von Stimmrechten nicht möglich ist. Hieraus kann jedoch zugleich abgeleitet werden, dass auch ein Verbleiben eines Stimmrechtseinflusses durch eine schuldrechtliche Vereinbarung beim Darlehensgeber nicht zulässig ist. Der Darlehensnehmer kann das Stimmrecht vielmehr immer ausüben, denn er ist Aktionär.<sup>855</sup> Diese verbandsrechtliche Aktionärsstellung kann, so die Wertung des § 8 Abs. 5 AktG, nicht aufgrund einer schuldrechtlichen Vereinbarung mit dem Darlehensgeber in ihre einzelnen Bestandteile zerlegt werden. Eine hiervon zu unterscheidende Frage ist, ob sich der Darlehensnehmer durch die Stimmrechtsausübung gegenüber dem Darlehensgeber schadensersatzpflichtig macht.<sup>856</sup> Da es für die vorliegende Frage nach einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit aber nicht auf etwaige faktische Beschränkungen der Mitgliedschaft durch Schadensersatzansprüche ankommt, sondern nur auf den Umfang der

---

<sup>852</sup> MüKoAktG/Schaal, AktG, § 405 Rn. 78; Tautges, Empty Voting, S. 87; Kölner KommAktG/Altenchain, § 405 Rn. 44.

<sup>853</sup> Kort, DB 2006, 1546 (1546); Dörge, AG 1997, 396 (400); Tautges, Empty Voting, S. 87.

<sup>854</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 111; Kumpan/Mittermeier, ZIP 2009, 404 (408); Tautges, Empty Voting, S. 87; siehe zum Analogieverbot auch BVerfGE 14, 185 = NJW 1962, 1339 f.; 25, 285 = NJW 1969, 1060; 73, 234 = NJW 1987, 44; 75, 341 = NJW 1987, 3175; 126, 170, 197 = NJW 2010, 3209; 130, 1, 43 = NJW 2012, 907; BVerfG NJW 2013, 365.

<sup>855</sup> U. H. Schneider/Brouwer, FS K. Schmidt, 1411 (1416).

<sup>856</sup> U. H. Schneider/Brouwer, FS K. Schmidt, 1411 (1416).

Stimmrechtsmacht in der Person des Darlehensnehmers, ist die Frage der Schadensersatzpflicht im vorliegenden Zusammenhang unerheblich.

Auch aus einer Schutzbedürftigkeit des Darlehensgebers kann kein Anspruch auf Schutz hergeleitet werden. Ein solcher müsste vielmehr ausdrücklich im Wertpapierdarlehensvertrag vereinbart werden. Die Implementierung des Schutzes des Darlehensgebers durch ein Verbot der Stimmrechtsausübung oder die Erforderlichkeit einer vorherigen Einwilligung zur Stimmrechtsausübung durch den Darlehensgeber ist auch nicht erforderlich. Dieser ist bereits ausreichend durch die in den Aktiendarlehensverträgen regelmäßig enthaltenen Kündigungsrechte geschützt.<sup>857</sup> Ein Schutzbedürfnis besteht nur aus Sicht der Gesellschaft und der Mitaktionäre des Darlehensnehmers. Ein solcher Schutz muss aber durch das entsprechende Instrumentarium des Gesellschaftsrechts implementiert werden und nicht durch eine systemfremde Auslegung des Darlehensvertrags.

Schließlich wird auch im Ausland überwiegend die Ansicht vertreten, dass im Fall eines Wertpapierdarlehens der Darlehensnehmer zur Ausübung des Stimmrechts berechtigt ist.<sup>858</sup>

### **cc) Ergebnis**

Der Darlehensnehmer ist mit der herrschenden Meinung in seiner Stimmrechtsausübung nicht beschränkt. Weder besteht eine vertragliche Nebenpflicht gegenüber dem Darlehensgeber, das Stimmrecht gar nicht auszuüben, noch ist der Darlehensnehmer in seiner freien Stimmrechtsausübung dadurch limitiert, dass er hierbei den Interessen des Darlehensgebers Rechnung tragen muss. Die Auslegung des schuldrechtlichen Darlehensvertrags kann nicht auf das korporationsrechtliche Rechtsverhältnis durchschlagen.

Folglich besteht im Fall des Wertpapierdarlehens eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit, denn der Darlehensnehmer erhält als formaler Eigentümer die volle Stimmkraft aus den aufgrund des Darlehensvertrags übertragenen Aktien, allerdings treffen ihn aufgrund der vertraglichen Ausgestaltung die sich aus diesen ergebenden Chancen und Risiken nicht.

---

<sup>857</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 89; *Ostler*, Stimmrecht, S. 93.

<sup>858</sup> *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (832 f.); *dies.*, 13 J. Corp. Fin. (2007), 343 (350); *Kahan/Rock*, 96 Geo. L. J. (2008), 1227 (1256); *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 37; *Santella/Baffi/Drago/Lattuca*, 23 European Business Law Review (2012), 257 (285).

### 3. Record Date Capture

Eine weitere Möglichkeit, durch welche eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Aktiengesellschaften entstehen kann, ist die Record Date Capture. Die Entkoppelung durch diese Technik weist eine gewisse Nähe zur entsprechenden Verwendung des Wertpapierdarlehens auf, hat jedoch ihre eigenen Besonderheiten, welche im Folgenden herausgearbeitet werden.

#### a) Begrifflichkeit

##### aa) Begriff des Record Date

Der Erlass des UMAG<sup>859</sup> hat zu erheblichen Änderungen hinsichtlich der Art und Weise des Nachweises der Teilnahmeberechtigung an deutschen Hauptversammlungen geführt. Während nach früherer Rechtslage in der Regel eine Anmeldung und Hinterlegung erforderlich war, hat der Gesetzgeber des UMAG nach amerikanischem Vorbild<sup>860</sup> das Konzept des Record Date<sup>861</sup> in das Gesetz aufgenommen.<sup>862</sup> Das zwar fakultative (vgl. § 123 Abs. 3 S. 1 AktG a. F.), jedoch weitgehend verbreitete<sup>863</sup> Hinterlegungserfordernis für Aktien wurde durch den Erlass des UMAG durch die Möglichkeit für Aktionäre ersetzt, ihre Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung durch einen vom depotführenden Institut ausgestellten Nachweis zu belegen, welcher den Aktienbestand zum Beginn des 21. Tages vor der Hauptversammlung (Record Date) attestiert.<sup>864</sup> Die Neuerungen durch das UMAG galten nur für Inhaberaktien, für Namensaktien blieb es bei der Regelung des § 67 Abs. 2 S. 1 AktG, wonach gegenüber der Gesellschaft nur als Aktionär gilt, wer ins Aktienregister eingetragen ist.<sup>865</sup> Ein Vorschlag des

<sup>859</sup> Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts - BGBl. I 2005, S. 2802 ff.

<sup>860</sup> Siehe hierzu jedoch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 91 mit dem Hinweis, dass nach amerikanischem Recht auch die Dividendenberechtigung an den Zeitpunkt des Record Date geknüpft ist.

<sup>861</sup> In der deutschen Literatur wird teilweise auch der Begriff des vorverlagten Legitimationstermins verwendet, vgl. Kölner Komm AktG/*Noack/Zetsche*, AktG, § 123 Rn. 7; siehe zur internationalen Verwendung *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 52 f., vor allem auch zur unterschiedlichen Ausgestaltung der Zeiträume im internationalen Vergleich.

<sup>862</sup> *Butzke*, WM 2005, 1981 (1981); *Simon/Zetsche*, NZG 2005, 369 (370). Damit kam der deutsche Gesetzgeber der europäischen Vorgabe aus der Aktionärsrechte-Richtlinie zuvor.

<sup>863</sup> *Kiefner/Zetsche*, ZIP 2006, 551 (552) sprechen von einer „ubiquitären“ Verbreitung.

<sup>864</sup> *Kiefner/Zetsche*, ZIP 2006, 551 (552); *Butzke*, WM 2005, 1981 (1982); *Mimberg*, AG 2005, 716 (722 f.); *Seibert*, WM 2005, 157.

<sup>865</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 97; *Götz/Holzborn*, WM 2006, 157 (162 f.); *Heidinger/Blath*, DB 2006, 2275 (2275); *Ostler*, Stimmrecht, S. 45; *Pluskat*, WM 2007, 2135 (2136); *Simon/Zetsche*, NZG 2005, 369 (373); *Gätsch/Mimberg*, AG 2006, 746 (747).

Handelsrechtsausschusses des DAV, welcher eine Ausdehnung der Neuregelung auch auf Namensaktien vorschlug, blieb vom Gesetzgeber unberücksichtigt.<sup>866</sup> Seit der Aktienrechtsnovelle 2016<sup>867</sup> ist § 123 Abs. 3 AktG zumindest für börsenferne Aktiengesellschaften auch auf Namensaktien anwendbar. Für diese können von § 67 Abs. 2 S. 1 AktG abweichende Legitimationserfordernisse aufgestellt werden (arg. e contrario § 123 Abs. 5 AktG).<sup>868</sup> Für börsennotierte Gesellschaften würde die Anwendung des § 123 Abs. 3 AktG auf Namensaktien hingegen zu einer unzulässigen Abweichung von § 123 Abs. 5 AktG führen.<sup>869</sup> Der Record Date muss gemäß § 123 Abs. 4 S. 2 AktG bei börsennotierten Aktiengesellschaften zwingend auf den Beginn des 21. Tages vor der Hauptversammlung fallen, wobei der Termin der Hauptversammlung gemäß § 121 Abs. 7 AktG nicht mitgerechnet wird.<sup>870</sup> Eine abweichende Bestimmung durch Satzungsregelung ist in börsennotierten Gesellschaften nicht möglich.<sup>871</sup> Hintergrund dieser gesetzlichen Neuerung war, dass das bis dahin geltende gesetzliche Hinterlegungserfordernis am Tag der Hauptversammlung zum Nachweis der Aktionärserschaft insbesondere von ausländischen Investoren häufig als Veräußerungssperre missverstanden worden ist, sodass diese ihre Aktien in den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften oft unvertreten ließen.<sup>872</sup> Der Gesetzgeber des UMAG wollte dies im Hinblick auf die immer geringeren Hauptversammlungspräsenzen<sup>873</sup> ändern.<sup>874</sup>

<sup>866</sup> *Handelsrechtsausschuss des DAV*, Stellungnahme zum RefE UMAG, NZG 2004, 555 (557).

<sup>867</sup> Gesetz zur Änderung des Aktiengesetzes vom 22.12.2015, BGBl. 2015 I S. 2565.

<sup>868</sup> *Götze*, NZG 2016, 48 (49); *Wandt*, NZG 2016, 367 (369 f.); *MüKoAktG/Kubis*, AktG, § 123 Rn. 16.

<sup>869</sup> *Ihrig/Wandt*, BB 2016, 6 (9); *MüKoAktG/Kubis*, AktG, § 123 Rn. 16.

<sup>870</sup> *Hölters/Drinhausen*, AktG, § 123 Rn. 13; *Bürgers/Körber/Reger*, AktG, § 123 Rn. 8; *Kölner Komm AktG/Noack/Zetsche*, AktG, § 123 Rn. 181; *Marsch-Barner/Schäfer/Gätsch*, Handbuch der börsennotierten AG, § 4 Rn. 61a; *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 123 Rn. 33; es findet gerade keine Verschiebung des Legitimationstermins um die Anmeldefrist statt, vgl. OLG Frankfurt a. M. v. 20.10.2009 – 5 U 22/09 (Juris), Rn. 78.

<sup>871</sup> *Hölters/Drinhausen*, AktG, § 123 Rn. 13; *Simon/Zetsche*, NZG 2005, 369 (373); *Noack/Zetsche*, WM 2004, 1 (3 ff.).

<sup>872</sup> *Butzke*, WM 2005, 1981 (1981); *Seibert*, WM 2005, 157 (158); *Simon/Zetsche*, NZG 2005, 369 (370); *Diekmann/Leuring*, NZG 2004, 249 (256); *Spindler*, NZG 2005, 825 (827); *Zetsche*, *Der Konzern* 2007, 180 (182); *Winkler*, *Stimmrecht*, S. 11 f.; *BMJ*, NZG 2004, 948 (952); *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 53.

<sup>873</sup> Siehe hierzu im entsprechenden zeitlichen Kontext *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9 ff.; *Seibert*, BB 2005, 1457 (1458); *BMJ*, NZG 2004, 948 ff.; *Ruffner*, *Die ökonomischen Grundlagen*, S. 349 ff.

<sup>874</sup> *Begr RegE BT-Dr 15/5092*, 13; Bericht des Bundesministeriums der Justiz über die Entwicklung der Stimmrechtsausübung in börsennotierten Aktiengesellschaften seit Inkrafttreten des Namensaktiengesetzes am 25.1.2001, abgedruckt bei *Seibert*, AG 2004, 529 (531 ff.); *Simon/Zetsche*, NZG 2005, 369 f.; *Holzborn/Bunnemann*, BKR 2005, 51 (52); *Diekmann/Leuring*, NZG 2004, 249 (256); *Wilsing*, ZIP 2004, 1082 (1085); *Spindler*, NZG 2005, 825 (827); *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 53.

## bb) Record Date Capture

Die Möglichkeit, sich durch einen Nachweis der Aktieninhaberschaft zum Record Date für die Teilnahme an der Hauptversammlung zu legitimieren, eröffnet die Option, durch eine sogenannte Record Date Capture eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftliche Betroffenheit zu erzeugen.

Ein Aktionär, der sich zum Record Date legitimieren kann, verliert sein Stimmrecht aus den Aktien auch dann nicht, wenn er die Aktien zwischen Record Date und Hauptversammlung veräußert.<sup>875</sup> Umgekehrt hat derjenige, der erst nach dem Record Date Aktien erwirbt, kein Stimmrecht.<sup>876</sup> Im Ergebnis führen die durch das UMAG eingeführten Neuregelungen dazu, dass nicht derjenige, der am Tag der Hauptversammlung Aktionär ist, die Rechte in der Hauptversammlung ausüben kann, sondern derjenige, der die Aktien am Record Date hält.<sup>877</sup> Diese Rechtsfolge ergibt sich auch unmittelbar aus § 123 Abs. 4 S. 5 AktG.

Diese Zuordnung der Verwaltungsrechte kann sich ein Investor auf zwei unterschiedliche Arten zunutze machen. Entweder er erwirbt Aktien (unmittelbar) vor dem Record Date und veräußert sie zwischen Record Date und Hauptversammlung wieder auf dem Markt (*post record date trade*) oder er schließt einen Wertpapierdarlehensvertrag ab, nach welchem ihm vor dem Record Date Aktien darlehensweise übertragen werden (§ 607 Abs. 1 S. 1 BGB). Seine Rückgewährverpflichtung (§ 607 Abs. 1 S. 2 BGB) erfüllt der Darlehensnehmer sodann zwischen Record Date und Hauptversammlung.<sup>878</sup> Der Abschluss eines Wertpapierdarlehens zur Erlangung

---

<sup>875</sup> Hölters/*Drinhausen*, AktG, § 123 Rn. 13; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 123 Rn. 31; Marsch-Barner/*Schäfer/Marsch-Barner*, Handbuch der börsennotierten AG, § 32 Rn. 37; MüKoAktG/*Kubis*, AktG, § 123 Rn. 34; Hüffer/*Koch*, AktG, § 123 Rn. 12; Henssler/*Strohn/Liebscher*, GesR/AktG, § 123 Rn. 9; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 123 Rn. 31; diese Folge entspricht dem ausdrücklichen Willen des Gesetzgebers vgl. BegrRegE UMAG, BT-Drs. 15/5092, 14; *Diekmann/Leuring*, NZG 2004, 249 (256); *Spindler*, NZG 2005, 825 (827); *Gätsch/Mimberg*, AG 2006, 746 (749 f.); *Zetzsche*, Der Konzern 2007, 180 (188); *Mittermeier*, Empty Voting, S. 119; *Tautges*, Empty Voting, S. 100; *Ostler*, Stimmrecht, S. 44; *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 1170 (1170); *Heidinger/Blath*, DB 2006, 2275 (2277); *Ringe*, 36 Seattle U. L. Rev. (2013), 1027 (1052); *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (39); *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 54; a.A. jedoch K. Schmidt/*Lutter/Ziemons*, AktG, § 123 AktG Rn. 54, welche in einer Stimmrechtsausübung durch den Verkäufer ohne entsprechende Einwilligung einen Verstoß gegen § 405 Abs. 3 Nr. 1 AktG sieht.

<sup>876</sup> Marsch-Barner/*Schäfer/Marsch-Barner*, Handbuch der börsennotierten AG, § 32 Rn. 37; Hüffer/*Koch*, AktG, § 123 Rn. 12; Henssler/*Strohn/Liebscher*, GesR/AktG, § 123 Rn. 9; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 123 Rn. 31; *Diekmann/Leuring*, NZG 2004, 249 (256); *Tautges*, Empty Voting, S. 100; *Heidinger/Blath*, DB 2006, 2275 (2277); *Ringe*, 36 Seattle U. L. Rev. (2013), 1027 (1052); K. Schmidt/*Lutter/Ziemons*, § 123 Rn. 53; *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 54.

<sup>877</sup> MüKoAktG/*Kubis*, AktG, § 123 Rn. 34.

<sup>878</sup> *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, S. 73; *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 55.

des Stimmrechts zum Record Date ist für den Investor vorteilhafter.<sup>879</sup> Zunächst einmal ist der darlehensweise Erwerb von Aktien mit geringeren Kosten verbunden als ein Kauf, denn anstelle des vollen Kaufpreises muss der Darlehensnehmer lediglich das Darlehensentgelt gemäß § 607 Abs. 1 S. 2 BGB entrichten.<sup>880</sup> Der Kostenvorteil wird noch einmal dadurch verstärkt, dass der Kauf der Wertpapiere auf dem Markt jedenfalls bei einem großen Aktienpaket zu einem erheblichen Kursanstieg aufgrund der gestiegenen Nachfrage führen würde.<sup>881</sup> Weiterer Vorteil des Wertpapierdarlehens ist, dass wie bereits dargestellt das Kursrisiko aus den Aktien beim Darlehensgeber verbleibt.<sup>882</sup> Bei einem Erwerb der entsprechenden Aktien müsste das Kursrisiko durch den Abschluss eines entsprechenden Sicherungsgeschäftes (Hedging), beispielsweise durch den Erwerb eines Derivats<sup>883</sup>, neutralisiert werden. Auf diese Weise würden sich zusätzliche Kosten für die Finanzierung des Erwerbs des Derivates ergeben, sodass sich ein weiterer Kostennachteil verglichen mit dem Abschluss eines Wertpapierdarlehens ergibt.

#### **b) Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Record Date Capture**

Sowohl bei einem Erwerb von Aktien vor dem Record Date und einem anschließenden Verkauf zwischen Record Date und Hauptversammlung, als auch bei einer entsprechenden Konstruktion durch ein Wertpapierdarlehen können die Stimmrechte auf der Hauptversammlung ausgeübt werden, ohne dass der abstimmende Aktionär die Konsequenzen der Abstimmungsentscheidung tragen muss. Anders gewendet tritt in der Person eines solchen Aktionärs eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ein. Eine solche liegt allerdings auch bei Aktionären vor, welche Aktien der Zielgesellschaft in der Zeit zwischen dem Record Date und der Hauptversammlung erwerben. Diese Aktionäre tragen aufgrund ihrer Aktionärsstellung die volle wirtschaftliche Betroffenheit von Abstimmungsentscheidungen auf der Hauptversammlung, ein Stimmrecht kommt ihnen jedoch nicht zu. Erstere Aktionäre können folglich als unterproportional betroffen bezeichnet werden, denn ihr Stimmrecht übersteigt ihre wirtschaftliche Betroffenheit,

<sup>879</sup> Tautges, Empty Voting, S. 103; Ringe, 36 Seattle U. L. Rev. (2013), 1027 (1054 ff.).

<sup>880</sup> Tautges, Empty Voting, S. 104, welcher zutreffend auf einen finanziellen Mehraufwand durch die Bestellung von Sicherheiten hinweist, welcher dazu führt, dass der Darlehensnehmer im Ergebnis ähnlich solvent sein muss wie ein Käufer; Hu/Black, 61 Bus. Law (2006), 1011 (1028); dies., 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (833); Merkner/Sustmann, NZG 2010, 1170 (1170); Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 56.

<sup>881</sup> Tautges, Empty Voting, S. 105.

<sup>882</sup> Siehe hierzu ausführlich oben unter E.II.2.e).

<sup>883</sup> Siehe zum Einsatz von Derivaten für Hedging-Maßnahmen unter E.II.1.c).

während letztere Aktionäre überproportional betroffen sind, denn ihr Stimmrecht bleibt hinter ihrer wirtschaftlichen Betroffenheit zurück. In beiden Fällen ergeben sich Dissonanzen in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft. Die Entscheidungen des unterproportional betroffenen Aktionärs sind nicht durch das notwendige Maß an Selbstbetroffenheit hinterlegt, welches eine Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung erzeugen würde. Der überproportional betroffene Aktionär befindet sich dagegen in einer Situation, welche mit derjenigen eines Vorzugsaktionärs vergleichbar ist.<sup>884</sup> Eine Einwirkung auf die Geschicke der Gesellschaft durch Stimmabgabe ist ihm jedenfalls auf der ersten Hauptversammlung während der Zeit seines Aktienbesitzes nicht möglich. Er ist gegenüber seinen Mitaktionären aus diesem Grund im Sinne einer horizontalen Prinzipal-Agent-Beziehung exponiert. Die sich aus der Empty Voting Position in der Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft ergebenden Probleme sollen im Folgenden zusammengefasst dargestellt werden.

#### **4. Nachteile durch die Divergenz**

Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Empty Voting Konstellationen muss nur dann durch das bestehende Aktienrecht eingefangen oder durch den Erlass von neuen Vorschriften geregelt werden, wenn sie zu Dissonanzen führt. Im Folgenden werden derartige Probleme analysiert. Der Forschungsfrage der vorliegenden Abhandlung folgend ist die Problemanalyse beschränkt auf die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft vorzunehmen.

##### **a) Erhöhte *agency costs***

Die durch den Einsatz von Empty Voting Strategien entstehende Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit könnte zu erhöhten *agency costs* führen. Hierbei könnten sich sowohl die *agency costs* im vertikalen, d. h. zwischen Verwaltung und Aktionären, als auch im horizontalen Verhältnis, d. h. zwischen den Aktionären erhöhen.

---

<sup>884</sup> Vgl. oben unter E.I.7 zu den Problemen aus Corporate Governance Perspektive, die durch die Emission von Vorzugsaktien entstehen.

### aa) Vertikaler Prinzipal-Agent-Konflikt

Gedanklicher Ausgangspunkt der Überlegungen im vertikalen Verhältnis ist die von *Easterbrook* und *Fischel* entwickelte Theorie der *shareholder primacy*, nach welcher die Aktionäre das Letztentscheidungsrecht im Unternehmen haben sollten, da sie als Residualberechtigte die am besten geeigneten Anreize für die Stimmrechtsausübung haben.<sup>885</sup> Folge der Zuordnung der Stimmrechte bei den Aktionären ist eine Reduktion der *agency costs*, denn die Residualberechtigung führt zu einer optimalen Entscheidungsfindung.<sup>886</sup>

Das Konzept der *shareholder primacy* spricht sich jedoch nicht nur grundsätzlich für eine Zuordnung der Stimmrechte bei den Aktionären aus, es trifft vielmehr auch eine Aussage hinsichtlich der Stimmrechtsallokation. Jeder Aktie soll ein Stimmrecht zukommen, es gilt der Grundsatz „one share – one vote“.<sup>887</sup> Bei Aktionären, welche durch den Abschluss einer Empty Voting Transaktion eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugt haben, gelten diese grundlegenden Annahmen nicht. Es besteht die Gefahr, dass solche Aktionäre ihre Informations- und Kontrollrechte nicht optimal nutzen, da sie nicht im Umfang ihrer Beteiligung an den Erträgen, die durch eine Entscheidung der Hauptversammlung entstehen, teilnehmen.<sup>888</sup> Auf diese Weise bestehen vor allem bei unterproportional betroffenen Aktionäre, d. h. bei Aktionären, bei welchen die Stimmrechtsmacht die wirtschaftliche Betroffenheit übersteigt verminderte Anreize, die Verwaltung der Gesellschaft zu kontrollieren. Besonders groß ist die Gefahr einer verminderten Kontrolle bei Aktionären, die ihre wirtschaftliche Betroffenheit vollständig durch den Abschluss einer entsprechenden *hedging* Transaktion neutralisiert haben. Die Incentivierungsfunktion der Selbstbetroffenheit ist nicht mehr gegeben.

### bb) Horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt

Im horizontalen Verhältnis bietet sich ein Vergleich mit den Auswirkungen auf die *agency costs* durch die Emission von Vorzugsaktien an. Der horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt besteht in diesen Fällen nicht wie bei der Emission von Vorzugsaktien zwischen Mehrheits- und

---

<sup>885</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 *Journal of Law & Economics* (1983), 395 (405); *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (51).

<sup>886</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 *Journal of Law & Economics* (1983), 395 (427).

<sup>887</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 *Journal of Law & Economics* (1983), 395 (409); *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (51).

<sup>888</sup> *Easterbrook/Fischel*, 26 *Journal of Law & Economics* (1983), 395 (409); *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (51); *Alchian/Demsetz*, 62 *American Economic Review* (1972), 777 (783); *Fischel*, 54 *University of Chicago Law School* (1987), 119 (135); *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 92.

Minderheitsaktionär, sondern zwischen proportional betroffenen Aktionären und solchen, die durch den Abschluss einer Empty Voting Transaktion eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugt haben.<sup>889</sup> Das Konfliktpotenzial ergibt sich aus unterschiedlichen Gründen:

Der durch *Shleifer* und *Vishny* eingeführte Gedanke<sup>890</sup>, dass ein besonderes Interesse der Mehrheitsaktionäre an der Ausbeutung der Minderheitsaktionäre in Form von *private benefits* besteht, wenn deren Stimmrechte die anteiligen Rechte am *cash flow* der Gesellschaft übersteigen, kann auf Empty Voting Konstellationen übertragen werden. Soweit in einer Empty Voting Konstellation eine unterproportionale Betroffenheit eines Aktionärs vorliegt, übersteigt das Stimmrecht die anteiligen Rechte am *cash flow* im entsprechenden Umfang. Aus diesem Grund ist es für den Empty Voter möglich, durch die Ausübung seines Stimmrechts *private benefits* aus der Gesellschaft zu entnehmen, ohne den hierdurch in der Gesellschaft entstehenden Nachteil im Umfang seiner Mitaktionäre tragen zu müssen. Während ihm selbst die Vorteile in vollem Umfang zukommen, kann er die Nachteile auf Ebene der Gesellschaft auf alle Mitaktionäre verteilen.

Auch eine Anwendung der dargestellten Einflussgrößen auf ein opportunistisches Verhalten führt zur Erkenntnis, dass durch den Abschluss von Empty Voting Transaktionen die *agency costs* im horizontalen Verhältnis steigen. Ein Aktionär, der seine wirtschaftliche Betroffenheit durch eine Empty Voting Transaktion reduziert hat, kann die Berechnung des Erwartungswertes eines opportunistischen Verhaltens auf vergleichbare Weise vornehmen, wie ein Stammaktionär in einer Gesellschaft, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat.<sup>891</sup> Da durch den Abschluss der außerverbandlichen Transaktion die eigene wirtschaftliche Betroffenheit reduziert ist, welche nach dem hier zugrunde gelegten System der Corporate Governance als opportunistismusminimierende Rechtsschutzkomponente dient, kann der betreffende Aktionär den Erwartungswert eines opportunistischen Verhaltens berechnen, ohne die eigene Selbstbetroffenheit der Entscheidung in die Berechnung einstellen zu müssen. Auf diese Weise löst der Empty Voter die Opportunismusinterdependenz in der Stakeholdergruppe der Aktionäre zu seinen Gunsten durch eine außerverbandliche Vereinbarung auf. Die Empty Voting Strategie

---

<sup>889</sup> *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 96.

<sup>890</sup> Siehe hierzu unter E.I.7.a)bb); siehe *Shleifer/Vishny*, 52 *The Journal of Finance*, (1997), 737 (758) unter Verweis auf *Grossmann/Hart*, 20 *Journal of Financial Economics* (1988), 175 ff.; *Harris/Raviv*, 20 *Journal of Financial Economics* (1988), 55 ff.

<sup>891</sup> Siehe hierzu unter E.I.7.a)bb).

erlaubt es ihm, die Kosten seines opportunistischen Verhaltens zu externalisieren. Sie werden in Form eines Wohlfahrtverlustes und in der Folge geringerer Ausschüttungen durch seine Mitaktionäre getragen. Folge des reduzierten Rechtsschutzes sind erhöhte *agency costs* in Form von Überwachungskosten. Während die Selbstbetroffenheit im Fall des gesetzlichen Normalfalls des proportional betroffenen Aktionärs für eine sachgerechte Incentivierung sorgt und auf diese Weise eine Überwachung der Mitaktionäre weniger erforderlich macht, ist im Fall der unterproportionalen Betroffenheit eine entsprechend intensivere Überwachung erforderlich. Diese verursacht für die Mitaktionäre Überwachungskosten.

#### **b) Fehlende Einpreisungsmöglichkeit aufgrund mangelnder Transparenz**

Ein weiterer wesentlicher Nachteil von Empty Voting Konstellationen ist, dass die durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Nachteile durch potenzielle Investoren bei ihrer Kaufentscheidung nicht eingepreist werden können. Hierin liegt der gravierendste Unterschied zu Vorzugsaktien.

Wie dargestellt wird deren Existenz vor allem mit der Selbstverantwortlichkeit der Investoren gerechtfertigt.<sup>892</sup> Diese können sich bewusst dafür entscheiden, in eine Gesellschaft zu investieren, die Vorzugsaktien emittiert hat. Hierbei können sie sowohl bei einer Investition in Vorzugsaktien das fehlende Stimmrecht, als auch bei einer Investition in Stammaktien die dargestellten durch die Divergenz entstehenden Wohlfahrtsverluste einpreisen. Aus dieser Warte sind Vorzugsaktien rechtspolitisch nicht optimal, lassen sich jedoch unter der Prämisse eines eigenverantwortlichen Anlegers, der im Rahmen seiner Privatautonomie dem Grunde nach jede Anlageentscheidung souverän treffen kann, rechtfertigen. Ein paternalistisches Einschreiten durch den Gesetzgeber im Wege einer Gesetzesreform ist nicht erforderlich. Die bestehende Publizität und die damit einhergehende Informationsmöglichkeit der potenziellen Investoren sind Schutz genug.

Diese rechtfertigenden Überlegungen können auf Empty Voting Konstellationen nicht übertragen werden. Für einen potenziellen Investor ist durch eine entsprechende Prüfung der Satzung nicht ersichtlich, dass in der Aktiengesellschaft bei bestimmten Aktionären eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit besteht, denn die Divergenz wird durch eine außerverbandliche Transaktion erzeugt. Abhilfe schaffen könnte insoweit das gesetzliche

---

<sup>892</sup> Siehe hierzu unter E.I.8.

Transparenzregime. Folglich ist dieses hinsichtlich seiner Geeignetheit zur Offenlegung von Empty Voting Konstellationen zu untersuchen.

## **aa) Durch Derivate erzeugte Empty Voting Konstellationen**

### **(i) Forwards/Futures**

Für Forwards/Futures besteht jedenfalls bei Überschreiten der entsprechenden fünf Prozent Meldeschwelle eine Meldepflicht entweder gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG (*physical settlement*) oder gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG (*cash settlement*). Allerdings treffen diese Meldepflichten nur den Erwerber des Forwards/Futures. Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit tritt aber gerade nicht beim Erwerber, sondern beim Veräußerer ein.<sup>893</sup> Für den Markt ist nicht ersichtlich, dass ein Aktionär zwar Aktien und somit auch Stimmrechte an einer Gesellschaft hält, er diese Stimmrechte jedoch durch den Verkauf eines Forwards/Futures von ihrer wirtschaftlichen Betroffenheit entkoppelt hat.<sup>894</sup> Der schuldrechtliche außerverbandliche Vertragsschluss bleibt verborgen.

### **(ii) Put-Optionen**

Bei Put-Optionen tritt die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit beim Erwerber der Put-Option ein, welcher zugleich die als *underlying* dienende Aktie des betreffenden Emittenten erwirbt.<sup>895</sup> In dessen Person ergibt sich eine Abweichung vom gesetzlich vorgesehenen Normalfall. Ein Informationsbedürfnis würde aus Perspektive des Kapitalmarktes und der Mitaktionäre folglich hinsichtlich der Inhaberschaft des Erwerbers der Put-Option bestehen. Eine solche Offenlegungspflicht könnte den anderen Marktteilnehmern und Mitaktionären die Möglichkeit geben, die sich aus der Divergenz ergebenden Probleme in einem ersten Schritt überhaupt zu erkennen, und sodann in einem zweiten Schritt einzupreisen, die entsprechende Aktie zu verkaufen oder gar nicht erst zu kaufen. Eine solche Offenlegungspflicht statuiert das WpHG-Melderegime aber nicht.<sup>896</sup>

---

<sup>893</sup> Vgl. unter E.II.1.e)cc).

<sup>894</sup> In diese Richtung auch zum alten Recht *Tautges*, Empty Voting, S. 321; *Theusinger/Möritz*, NZG 2010, 607 (610) (zu § 27a WpHG a. F.); *Ostler*, Stimmrecht, S. 287; *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116 (2118); *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (214); *Mittermeier*, Empty Voting, S. 141.

<sup>895</sup> Siehe hierzu unter E.II.1.e)ff).

<sup>896</sup> Siehe hierzu unter E.II.1.e)ee)(i).

### (iii) Equity Swaps

Ein ähnliches Bild ergibt sich für Equity Swaps. Zwar hatte der Gesetzgeber des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes diese bei der Neuregelung des WpHG im Blick, allerdings vor allem unter dem Aspekt der sogenannten *hidden ownership*<sup>897</sup> in Form eines versteckten Beteiligungsaufbaus.<sup>898</sup> Unter diesem, vor allem auch durch die breite Öffentlichkeit wahrgenommenen und daher rechtspolitisch sehr relevanten Aspekt, scheint das ähnlich gelagerte Problem des Empty Voting in den Hintergrund geraten zu sein. Die Publizitätspflicht gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG trifft nur den Inhaber des Equity Swaps. Die Divergenz tritt aber in der Person des Veräußerers ein, der das sich aus dem Derivat ergebende wirtschaftliche Risiko durch den Erwerb der als *underlying* dienenden referenzierten Aktien absichert.<sup>899</sup> Eine Meldepflicht trifft ihn aber nicht.

### (iv) Publizität durch Meldepflichten nach der Leerverkaufsverordnung

Wie dargestellt besteht eine Meldepflicht im Fall einer im Sinne der Art. 5, 6 VO NR. 236/2012 relevanten relativen Netto-Leerverkaufsposition. Allerdings ist die so erzeugte Publizität aus verschiedenen Gründen nur bedingt geeignet, hinreichende Publizität für die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Empty Voting Konstellationen zu erzeugen. Zum einen sind nur Fälle erfasst, in welchen der Empty Voter von einem fallenden Aktienkurs profitiert.<sup>900</sup> Dies ist nur dann der Fall, wenn die wirtschaftliche Betroffenheit aus der entsprechenden Empty Voting Transaktion diejenige aus den referenzierten Aktien übersteigt. Allerdings wirken auch Konstellationen, in welchen die wirtschaftliche Betroffenheit neutralisiert oder verglichen mit dem gesetzlichen Optimalfall der proportionalen Selbstbetroffenheit lediglich reduziert ist anreizverzerrend. Die von der wirtschaftlichen Betroffenheit ausgehende Incentivierungsfunktion, welche zugleich die Corporate Governance Funktion des Stimmrechts

---

<sup>897</sup> Grundlegend *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811, 836 ff.; *dies.*, 13 J. Corp. Fin. (2007), 343 ff.; *Tautges*, Empty Voting, S. 112 ff.; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 ff.; *Habersack*, AG 2008, 817 ff.; *Noack/Zetzsche*, FS Schwark, 581 ff.; *Schneider/Brouwer*, AG 2008, 557 (564); *Schanz*, DB 2008, 1899; *C. Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022; *Zetzsche*, NZG 2009, 692 (695).

<sup>898</sup> Siehe zu dieser Intension Begründung RegE zum Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, BR-Drucks. 584/10, S. 20.

<sup>899</sup> Siehe hierzu unter E.II.1.e)ii).

<sup>900</sup> Siehe zu dem insoweit bestehenden Informationsdefizit auch *Tautges*, Empty Voting, S. 478; *Ringe*, 36 Seattle U. L. Rev. (2013), 1027 (1103); *Heuser*, Der Konzern 2012, 308 (318).

sinnvoll konturiert und insbesondere im Verhältnis zu den Mitaktionären einen Rechtsschutz gegen opportunistische Verhaltensweisen bei der Stimmrechtsausübung etabliert, kommt in diesen Fällen nicht oder jedenfalls nicht vollständig zum Tragen.

Die durch die Leerverkaufsverordnung etablierte teilweise Publizität stellt jedoch auch in den übrigen Fällen kein optimales Informationsniveau her. Zwar ist der Empty Voter bei Überschreiten der maßgeblichen Schwellenwerte zur Offenlegung seiner Short Position verpflichtet. Soweit er zugleich auch die entsprechenden WpHG-Meldeswellen für seinen Anteilsbesitz überschreitet, kann der Markt aus der Gesamtschau dieser beiden Meldungen auf die abweichende wirtschaftliche Betroffenheit schließen. Der Dualismus der beiden Meldungsregime ist allerdings bereits *per se* kritisch zu sehen. Denn zum einen erfolgen die beiden Mitteilungen an unterschiedlicher Stelle. So werden Informationen über Netto-Leerverkaufspositionen gemäß Art. 6 VO Nr. 236/12 nach Art. 9 Abs. 4 S. 2 VO Nr. 236/12 in eine von der jeweils zuständigen Behörde verwaltete oder beaufsichtigte zentrale Website eingestellt. Bei Positionen in Aktien, für welche die BaFin die zuständige Behörde ist, muss die Offenlegung durch den Inhaber der Netto-Leerverkaufsposition gemäß § 8 Abs. 1 NLPosV im Bundesanzeiger vorgenommen werden.<sup>901</sup> Die Veröffentlichungspflicht nach §§ 33 ff. WpHG wird durch § 40 Abs. 3 WpHG i. V. m. § 16 WpAV konkretisiert. Demnach hat der Emittent gemäß § 3a WpAV und dem Konzept der durch diesen umgesetzten Transparenzrichtlinie II<sup>902</sup> ein Bündel verschiedener Medienarten zu nutzen.<sup>903</sup> Außerdem ist der Emittent gemäß § 40 Abs. 1 S. 1 2. Hs. WpHG zur unverzüglichen Übermittlung an das Unternehmensregister verpflichtet.

Die beiden Informationen, aus denen sich eine Empty Voting Position zusammensetzt, werden folglich über unterschiedliche Informationskanäle veröffentlicht. Mithin können die beiden Veröffentlichungen zeitlich erheblich auseinanderfallen. Für interessierte Marktteilnehmer und insbesondere auch für die Mitaktionäre des Empty Voters ist die Erkennbarkeit der modifizierten wirtschaftlichen Betroffenheit erheblich beeinträchtigt.

Die Regelungen der Leerverkaufsverordnung stellen aufgrund der dargestellten Defizite keine ausreichend Transparenz für Empty Voting Konstellationen her. Sie erfassen die Fälle zwar

---

<sup>901</sup> Siehe zum Offenlegungsverfahren detailliert Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Wertpapierhandelsrecht, Art. 5-10 VO Nr. 236/2012 Rn. 50 ff.

<sup>902</sup> § 3a WpAV setzt den Veröffentlichungsmodus des Art. 21 Abs. 1 RL 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie II) i. V. m. Art. 12 Durchführungsrichtlinie 2007/14/EG um.

<sup>903</sup> Begr. RegE, BR-Drucks. 579/06, 112.

reflexartig, wurden aber nicht mit Blick auf diese erlassen und weisen somit erhebliche Schwächen auf.<sup>904</sup>

#### **(v) Zwischenergebnis**

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz für die untersuchten Finanzderivate ist nicht auf das Problem des Empty Voting zugeschnitten, denn sie stellt keine Publizität her. Der Veräußerer der jeweiligen Produkte ist nicht zur Meldung verpflichtet, obwohl er gerade durch den absichernden Erwerb der als *underlying* dienenden Aktie eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugen kann. Auch das Transparenzregime der Leerverkaufsverordnung, welches Empty Voting Konstellationen teilweise erfasst, schafft insoweit keine Abhilfe, da es nicht mit Blick auf das Problem der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in diesen Konstellationen konzipiert worden ist.

#### **bb) Wertpapierdarlehen**

Fraglich ist, ob bei Wertpapierdarlehen eine entsprechende Publizität besteht, welche eine Einpreisungsmöglichkeit der durch das Empty Voting entstehenden Nachteile ermöglicht. Wie dargestellt trifft Darlehensnehmer und Darlehensgeber eine Meldepflicht.<sup>905</sup> Für den Darlehensnehmer ergibt sich diese unmittelbar aus § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG, für den Darlehensgeber aufgrund seines Rückgewähranspruchs gemäß § 607 Abs. 1 S. 2 BGB aus § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG.

*Prima facie* scheint diese Empty Voting Konstellation durch die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz erfasst zu sein. Zu beachten ist jedoch, dass die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in der Person des Darlehensnehmers eintritt. Gibt dieser nun die Mitteilung gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG für seinen Aktienbestand ab, so ist für andere Marktteilnehmer und den Emittenten nicht ersichtlich, dass er aufgrund der bestehenden Pflicht zur Rückgewähr der Anteile seine wirtschaftliche Betroffenheit im Vergleich zu anderen Aktionären auf den Darlehensgeber ausgelagert hat. Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit wird somit auch bei Wertpapierdarlehen nicht offen gelegt, sodass ebenfalls nicht die Möglichkeit der Einpreisung besteht.

---

<sup>904</sup> So auch *Tautges*, Empty Voting, S. 478; *Heuser*, Der Konzern 2012, 308 (317 f.).

<sup>905</sup> Siehe hierzu unter E.II.2.d).

### cc) Record Date Capture

Im Fall der Record Date Capture ist nach der Art und Weise zu unterscheiden, auf welche sich der Investor die Zuordnung der Verwaltungsrechte<sup>906</sup> um das Record Date zunutze macht. Bei einem Erwerb von Anteilen vor dem Record Date und einer nachfolgenden Veräußerung der Anteile zwischen Record Date und Hauptversammlung trifft die Aktionäre bei entsprechender Schwellenberührung sowohl beim Kauf, als auch beim Verkauf der Wertpapiere eine Meldepflicht gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG. Im Falle der Verwendung eines Wertpapierdarlehens stellt sich die melderechtliche Lage ebenso dar, wie gerade aufgezeigt.<sup>907</sup> In beiden Fällen greift somit das WpHG-Melderegime ein. Allerdings legt es lediglich die Beteiligung des entsprechenden Aktionärs bzw. den Rückgewähranspruch des Darlehensgebers offen. Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit wird nicht offengelegt und ist daher für Markt und Mitaktionäre nicht erkennbar. Somit besteht auch im Fall der Record Date Capture keine Publizitätspflicht, welche eine Einpreisung der durch die Divergenz entstehenden Nachteile im Organisationsgefüge der Aktiengesellschaft ermöglichen würde.

### dd) Zwischenergebnis

Für keine der hier untersuchten Empty Voting Strategien besteht eine ausreichende Publizitätspflicht. Zwar sind die Veränderungen im Stimmrechtsanteil, bzw. potenzielle Erwerbsmöglichkeiten teilweise durch das WpHG-Melderegime erfasst, jedoch ist in diesen Fällen für den Markt und die Mitaktionäre nicht ersichtlich, dass die entsprechend Meldepflichtigen durch den Einsatz der beschriebenen Produkte und Rechtsinstitute eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugt haben. Eine Einpreisungsmöglichkeit, vergleichbar mit derjenigen im Fall von Vorzugsaktien, besteht nicht. Zur Lösung der Problematik des Empty Voting kann nicht auf die Eigenverantwortlichkeit der Marktteilnehmer verwiesen werden.

### c) Erhöhte Informationskosten

Ein weiteres Problem der Trennung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch den Einsatz der beschriebenen Empty Voting Strategien könnte in erhöhten Informationskosten

---

<sup>906</sup> E.II.3.a)bb).

<sup>907</sup> E.II.4.b)bb).

liegen. Die Informations- und Transaktionskostentheorie ist ein Grundstein der neuen Institutionen Ökonomie<sup>908</sup>.<sup>909</sup> Informationskosten werden den Markttransaktionskosten zugeordnet.<sup>910</sup> Unter diese werden alle Kosten der Informationsgewinnung im Vorfeld einer Transaktion subsumiert, beispielsweise die Suche nach einem geeigneten Vertragspartner oder nach Informationen über den Vertragsgegenstand.<sup>911</sup> Durch die Suche nach Informationen und die Verifizierung der selbigen entstehen Kosten.<sup>912</sup>

Nach den Erkenntnissen der Informations- und Transaktionskostentheorie soll das Gesellschaftsrecht vor allem dazu dienen, Transaktionskosten für Marktteilnehmer zu reduzieren und auf diese Weise die Anzahl der ökonomisch erwünschten Transaktionen zu erhöhen.<sup>913</sup> Indem das Gesellschaftsrecht die Transaktionskosten möglichst gering hält, kann es zu einer wohlfahrtsmaximierenden Ressourcenallokation beitragen. *Sub specie* der vorliegend zu erörternden Probleme, welche die durch Empty Voting Strategien erzeugte Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit hervorrufen, sind vor allem zwei Ausgestaltungen des Gesellschaftsrechts als kostensenkend zu qualifizieren: zum einen die Ausgestaltung von Aktien als Eigentumsrechte, zum anderen der aktienrechtliche *numerus clausus*.<sup>914</sup>

Die Rechtsposition des Aktionärs ist nach deutschem Recht als Eigentum i. S. v. Art. 14 GG ausgestaltet. Das Bundesverfassungsgericht hat in einer Reihe von Entscheidungen den Schutzbereich des Art. 14 GG sowohl auf Mitgliedschaftsrechte (vor allem Leitungsbefugnisse<sup>915</sup>), als auch auf Vermögensrechte erstreckt.<sup>916</sup> Es spricht betreffend das Anteilseigentum von

---

<sup>908</sup> Siehe zum Begriff der Neuen Institutionen Ökonomie *Furubotn*, 45 *Journal of Economic Behaviour & Organization* (2001), 133 ff.; *Williamson*, 38 *Journal of Economic Literature* (2000), 595 ff.

<sup>909</sup> Siehe zu diesem Aspekt *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 103.

<sup>910</sup> *Furubotn*, 45 *Journal of Economic Behaviour & Organization* (2001), 133 ff.; *Williamson*, 38 *Journal of Economic Literature* (2000), 595 ff.

<sup>911</sup> *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 105.

<sup>912</sup> Grundlegend *Coase*, 4 *Economica* (1937), 386 ff.; eingehend hierzu auch *Stigler*, 69 *Journal of Political Economy* (1961), 213 ff.; *Hirshleifer*, 11 *Economic Inquiry* (1973), 129 ff.; *ders./Riley*, 17 *Journal of Economic Literature* (1979), 1375 ff.; *Coase*, 3 *Journal of Law and Economics* (1960), 1 ff.

<sup>913</sup> *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 103; *Furubotn*, 45 *Journal of Economic Behaviour & Organization* (2001), 133 ff.

<sup>914</sup> *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 105.

<sup>915</sup> BVerfGE 50, 290 = NJW 1979, 699; BVerfGE 100, 289 = DNotZ 1999, 831 (833) in dieser Entscheidung spricht das Gericht von „mitgliedschaftlichen Herrschaftsrechten“, was jedoch in der Sache keinen Unterschied macht; speziell betreffend den verfassungsrechtlichen Schutz des Stimmrechts durch Art. 14 GG *Kluth*, ZIP 1997, 1217.

<sup>916</sup> *Langenbucher*, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, § 7 Rn. 6; vgl. auch BVerfGE 14, 263 – Feldmühle; zur Aktie als durch Art. 14 GG geschütztes Vermögensrecht BVerfGE 4, 7 – Investitionshilfe; BVerfG NJW 2001, 279 – Moto Meter; BVerfG NJW 2007, 3268 – Squeeze-out.

„gesellschaftsrechtlich vermitteltem Eigentum“,<sup>917</sup> was nahe legt, dass Eigentumsobjekt die Gegenstände des Gesellschaftsvermögens sind.<sup>918</sup> Der durch Art. 14 GG bezweckte Freiheitsraum im vermögensrechtlichen Bereich<sup>919</sup> wird neben den Vermögensrechten bei einer Aktie dem Aktionär vor allem durch deren Verkehrsfähigkeit geschaffen.<sup>920</sup>

Die Ausgestaltung als Eigentumsposition hat gegenüber einer vertraglichen Regelung den Vorteil der Standardisierung.<sup>921</sup> Die Informationskosten der Marktteilnehmer werden erheblich gesenkt, denn sie müssen nicht erst eine individuell ausgehandelte vertragliche Einigung hinsichtlich deren Geeignetheit für die eigenen Bedürfnisse prüfen, sondern erwerben mit der Eigentümerstellung ein verfassungsrechtlich definiertes Paket von Rechten und Pflichten. Das Aktienrecht ist aus verfassungsrechtlicher Warte Inhalts- und Schrankenbestimmung. Der aktienrechtliche *numerus clausus*, welcher seinen einfachgesetzlichen Ausdruck in § 23 Abs. 5 AktG<sup>922</sup> findet, sorgt wiederum für die Standardisierung der Inhalts- und Schrankenbestimmungen im konkreten Einzelfall der jeweiligen Gesellschaft.<sup>923</sup> Auf diese Weise entsteht ein verfassungsrechtlich definiertes Korsett, innerhalb dessen Emittenten potenziellen Investoren die Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft anbieten können.

Diese Überlegungen werden auch durch die Zwecksetzung des § 23 Abs. 5 AktG gestützt. Der Zweck der Vorschrift liegt in der Sicherstellung der Verkehrsfähigkeit der Aktie.<sup>924</sup> Durch den

---

<sup>917</sup> BVerfGE 14, 263 (277 ff.) - Feldmühle; 50, 290 (342). Diese Umschreibung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Aktiengesellschaft selbst Eigentümer der Gegenstände des Gesellschaftsvermögens ist. Die Annahme des gesellschaftsrechtlich vermittelten Eigentums stimmt mit der Begründung zum Aktiengesetz von 1965 überein, nach welcher die Aktionäre „wirtschaftlicher Eigentümer“ des durch die Gesellschaft getragenen Unternehmens sind, vgl. Kropff, Aktiengesetz 1965, S. 14 f.

<sup>918</sup> Mülbart/Leuschner, ZHR 170 (2006), 615 (620).

<sup>919</sup> BVerfGE 24, 367 (389); Maunz/Dürig/Papier, GG, Art. 14 Rn. 1; Dreier/Wieland, GG, Art. 14 Rn. 30; v.Mangoldt/Klein/Starck/Depenheuer, GG, Art. 14 Rn. 1 welcher Eigentum als „Grundlage der Freiheit“ bezeichnet; Schön, FS Ulmer 2003, 1359 (1362).

<sup>920</sup> BVerfG, NJW 1999, 3769 (3771); NJW 2001, 279 (280); zum eigentumsrechtlichen Schutz der Verkehrsfähigkeit BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032; Gurlit, NZG 2009, 601 (602).

<sup>921</sup> Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 105.

<sup>922</sup> Siehe zur Senkung der Informationskosten und der damit einhergehenden erhöhten Verkehrsfähigkeit durch § 23 Abs. 5 AktG Hüffer/Koch, AktG, § 23 Rn. 34; Hölters/Solveen, AktG, § 23 Rn. 29; Priester, BB 1996, 333; Grigoleit/Vedder, AktG, § 23 Rn. 36; Hellermann, NZG 2008, 561; Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 5, 111; K. Schmidt/Lutter/Seibt, AktG, § 23 Rn. 53; Assmann, ZBB 1989, 49 (59 ff.); Koch, AG 2015, 213; Spindler/Stilz/Limmer, AktG, § 23 Rn. 28; siehe zur Sinnhaftigkeit dieser Regelung Mertens, ZGR 1994, 426 (427); Eidenmüller, JZ 2001, 1041 (1046); Spindler, AG 1998, 53 (73).

<sup>923</sup> Siehe zum Zusammenhang zwischen der Ausgestaltung der Aktie als Eigentumsrecht und dem gesellschaftsrechtlichen *numerus clausus* allgemein auch Armour/Whincop, 27 Oxford Journal of Legal Studies (2007), 429 (444).

<sup>924</sup> MüKoAktG/Pentz, AktG, § 23 Rn. 158; Hüffer/Koch, AktG, § 23 Rn. 34; Hölters/Solveen, AktG, § 23 Rn. 29; Priester, BB 1996, 333; Grigoleit/Vedder, AktG, § 23 Rn. 36; Hellermann, NZG 2008, 561; Mülbart,

Grundsatz der Satzungsstrenge wird dem Bedürfnis nach einer möglichst hohen Fungibilität der Anteile Rechnung getragen, welche vor allem an den Börsen notwendig ist.<sup>925</sup> Vollkommen individuell ausgehandelte Satzungsbestimmungen würden die Handelbarkeit erheblich beeinträchtigen, da bei solchen eine genaue Information über die jeweilige Satzung erforderlich wäre. Die Standardisierung durch Ausgestaltung als Eigentumsrecht in Verbindung mit dem Grundsatz der Satzungsstrenge reduziert zusammenfassend die Transaktionskosten künftiger Aktionäre.<sup>926</sup> Die erhöhte Fungibilität der Aktien bringt jedoch nicht nur für die einzelnen Aktionäre den Vorteil reduzierter Transaktionskosten, sondern ist aus Corporate Governance Werte auch Prämisse für einen funktionierenden Markt für Unternehmensübernahmen.<sup>927</sup>

Das Ziel der Reduktion der Transaktionskosten durch die Ausgestaltung der Aktie als Eigentumsrecht in Kombination mit dem aktienrechtlichen *numerus clausus* wird durch die Erzeugung einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch den Einsatz der dargestellten Empty Voting Techniken unterwandert. Während potenzielle Investoren im gesetzlichen Normalfall der proportionalen Betroffenheit von der Standardisierung profitieren und vor ihrer Investition nur eine relativ geringe Menge an Informationen einholen müssen, wird durch die Trennung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf individualvertraglicher Basis der Vorteil der Vereinheitlichung aufgehoben.<sup>928</sup> Da nach den Erkenntnissen der Ökonomie Eigentumsrechte im Vergleich zu vertraglichen Vereinbarungen besser zur Unterstützung eines funktionierenden Markts geeignet sind<sup>929</sup>, hat die nachträgliche Auftrennung des Bündels aus Rechten und Pflichten durch die Empty Voting Techniken einen effizienz mindernden Effekt.<sup>930</sup>

---

Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 5, 111; K. Schmidt/Lutter/Seibt, AktG, § 23 Rn. 53; Assmann, ZBB 1989, 49 (59 ff.); Koch, AG 2015, 213.

<sup>925</sup> MüKoAktG/Pentz, AktG, § 23 Rn. 158.

<sup>926</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 23 Rn. 34; Kölner Komm AktG/Arnold, AktG, § 23 Rn. 130; GroßkommAktG/Röhricht, § 23 Rn. 167; MüKoAktG/Pentz, AktG, § 23 Rn. 158; Priester, BB 1996, 333 ff.; Assmann, ZBB 1989, 49 (55 ff.); K. Schmidt/Lutter/Seibt, AktG, § 23 Rn. 53; Hellermann, NZG 2008, 561 (561); Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 5, 111; siehe jedoch die Kritik zum Grundsatz der Satzungsstrenge bei Eidenmüller, JZ 2001, 1041 (1046); Mertens, ZGR 1994, 426 ff.; Spindler, AG 1998, 53 ff.; ders., AG 2008, 598 (600 ff.); die Vorschläge der vorgenannten Skeptiker ablehnend allerdings Habersack, AG 2009, 1 (7 ff.). Teilweise wird der Grundsatz der Satzungsstrenge sogar für verfassungswidrig (siehe hierzu Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 179 ff.) oder europarechtswidrig (Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (363 f.)) gehalten.

<sup>927</sup> Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 106; Easterbrook/Fischel, 52 University of Chicago Law Review (1985), 89 (95). Siehe zum Markt für Unternehmensübernahmen als Corporate Governance Instrument oben unter D.II.5.e).

<sup>928</sup> Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 108.

<sup>929</sup> Frankel, 73 Boston University Law Review (1993), 389 ff.; ders., 33 Seattle University Law Review (2010), 931 (934).

<sup>930</sup> Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 108.

Hierbei muss es in der betreffenden Zielgesellschaft nicht einmal tatsächlich zu Empty Voting Transaktionen gekommen sein, vielmehr reicht das bloße Wissen, dass durch derartige Techniken eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erzeugt werden kann, aus.<sup>931</sup>

Diese erhöhten Informationskosten stehen in unmittelbarem Zusammenhang mit der oben dargestellten Problematik der fehlenden Einpreisungsmöglichkeit aufgrund mangelnder Transparenz. Die Herstellung ausreichender Transparenz würde nicht nur eine Einpreisung ermöglichen, sondern zugleich die Informationskosten für potenzielle Erwerber senken.

#### **d) Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle**

Empty Voting Strategien könnten den Markt für Unternehmenskontrolle als Instrument der externen Corporate Governance behindern. Hierbei sind vor allem das Entstehen von Cheap Votes und erhöhte Transaktionskosten von besonderer Bedeutung.

##### **aa) Behinderung durch *cheap votes***

Durch den Abschluss von Empty Voting Strategien entstehen *cheap votes*<sup>932</sup>. Gedanklicher Ausgangspunkt sind auch hier die bei der Untersuchung der Vorzugsaktie als gesetzlicher Normalfall gewonnenen Erkenntnisse.<sup>933</sup> Im Rahmen dieser Untersuchung wurde herausgearbeitet, dass die durch die Emission von Vorzugsaktien entstehende Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit zur Entstehung von *cheap votes* beiträgt. Grund hierfür ist, dass die Stammaktien in einer Gesellschaft, die beide Aktiengattung emittiert hat, weniger sensibel auf geminderte *cash flows* reagieren, als Stammaktien in einer Gesellschaft, mit nur einer Aktiengattung. Hierdurch ist ein potenziell weniger geeigneter Bieter in der Lage, die durch die effizienzmindernde Übernahme entstehenden Kosten in Form von geminderten *cash flows* auf die Gesamtheit der Aktionäre zu externalisieren, während die mit der Übernahme einhergehenden Vorteile lediglich dem Bieter selbst zugutekommen.

Dieses Problem kann in sogar noch erhöhtem Maße durch den Abschluss von Empty Voting Transaktionen eintreten. Durch den Einsatz von Empty Voting Strategien kann ein Aktionär seine

---

<sup>931</sup> Ringe, The Deconstruction of Equity, S. 108 f.

<sup>932</sup> Siehe zum Begriff der Cheap Votes oben unter E.I.7.b)bb)(i).

<sup>933</sup> Siehe hierzu oben unter E.I.7.b)bb)(ii).

wirtschaftliche Betroffenheit vollständig eliminieren. Auf diese Weise können somit die Veränderungen in den *cash flows* einer Zielgesellschaft bereits vor einer Übernahme komplett neutralisiert werden. Die sodann erworbenen Anteile sind anders gewendet nicht weniger *cash flow* sensibel, wie das beispielsweise bei Stammaktien einer Gesellschaft, die auch Vorzugsaktien emittiert hat, der Fall ist, sondern können als *cash flow* neutral bezeichnet werden. Auf diese Weise wird die Übernahme durch einen weniger geeigneten Erwerber im oben<sup>934</sup> definierten Sinne noch wahrscheinlicher, denn ein solcher kann ohne Weiteres den gleichen Erwerbspreis bieten, wie der geeignetste Übernahmekandidat. Die Folgen des aufgrund seiner geringeren Geeignetheit eintretenden Verlustes nach einer Übernahme kann er durch den Abschluss der Empty Voting Transaktion vollständig neutralisieren. Wertmindernde Übernahmen durch weniger geeignete Übernahmekandidaten werden somit durch den Abschluss von Empty Voting Transaktionen ebenfalls wahrscheinlicher.

Die sich hieraus für den Markt für Unternehmenskontrolle als Instrument der externen Corporate Governance ergebenden negativen Implikationen bestehen darin, dass für den weniger geeigneten Kandidaten sich die Vorteile einer Übernahme nicht durch die Auswechslung eines nicht effizient arbeitenden Managements ergeben, sondern in solchen Vorteilen zu sehen sind, die gerade nicht der Aktionärgesamtheit zugutekommen. Das Unternehmen wird anders gewendet nicht mit dem Ziel einer effizienzsteigernden Auswechslung der Verwaltung übernommen, sodass die Prämissen des Markts für Unternehmenskontrolle nicht durchgreifen.

#### **bb) Behinderung durch erhöhte Transaktionskosten**

Die aufgrund der mangelnden Transparenz festgestellten erhöhten Transaktionskosten in Form erhöhter Informationskosten stellen eine weitere Behinderung für den Markt für Unternehmenskontrolle dar. Prämisse für die beschriebene Abfolge des Markts für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument ist eine möglichst große Fungibilität der Aktien der betreffenden Gesellschaft. Eine Desinvestitionsentscheidung eines Aktionärs aufgrund seiner Unzufriedenheit mit der Leistung des Managements erfordert einen Käufer der entsprechenden Anteile. Ein solcher wird sich im Fall des Verkaufes lediglich einiger weniger Anteile, insbesondere bei einer börsennotierten Gesellschaft, in der Regel ohne Weiteres finden

---

<sup>934</sup> Siehe oben unter E.I.7.b)bb)(i).

lassen. Im Fall der Veräußerung eines größeren Aktienpaketes kann die Suche nach einem Käufer jedoch vor allem aufgrund des hohen Finanzierungsaufwands Schwierigkeiten bereiten. Die Veräußerung derartiger kontrollvermittelnder Aktienpakete ist für den Markt für Unternehmenskontrolle jedoch erforderlich. Die durch Empty Voting Strategien erzeugten erhöhten Informationskosten beim Kauf eines entsprechenden Aktienpakets stellen folglich ein Hindernis für effizienzfördernde Übernahmen dar, denn sie erhöhen die Transaktionskosten bei der Übernahme eines kontrollvermittelnden Aktienpakets.

### cc) Behinderung durch Verzerrung des Börsenkurses

Empty Voting Strategien könnten weiterhin den Markt für Unternehmenskontrolle behindern, indem sie den Börsenkurs der betreffenden Gesellschaft verzerren.<sup>935</sup> Wie dargestellt<sup>936</sup> ist der Zusammenhang zwischen dem Börsenkurs der Gesellschaft und der Leistung des Managements notwendige Voraussetzung eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle. Aktionäre, welche sich Empty Voting Strategien bedienen, verfolgen in der Regel kurzfristige Ziele.<sup>937</sup> Die Reaktion des Marktes auf durch solche Aktionäre ergriffene Maßnahmen stellen zumeist eine nicht gerechtfertigte Überreaktion dar. Kursverluste sind in diesen Fällen keine Reaktion auf eine Schlechtleistung der Verwaltung der Gesellschaft, sondern vielmehr auf die Stimmrechtsausübung des Empty Voters. Da die wirtschaftliche Betroffenheit durch den Abschluss der Empty Voting Transaktion auf eine außerhalb des Verbandes stehende Partei ausgelagert wurde, ist der Empty Voter in der Lage, Entscheidungen zu treffen, die den Börsenkurs der Gesellschaft senken.

In diesen Fällen besteht anders gewendet eine im Vergleich zum Normalfall der proportionalen Betroffenheit erhöhte Gefahr einer Minderung des Börsenkurses, welche in keinem Zusammenhang zur Leistung des Managements steht. Die Interdependenz zwischen der Leistung des Managements und dem Börsenkurs als zentrale Prämisse eines funktionierenden Marktes für

---

<sup>935</sup> Exemplarisch hierfür ist der Fall *Henderson Land/Henderson Investment* zu nennen, in welchem der Börsenkurs der Henderson Investment Aktie in Folge einer Empty Voting Strategie (Record Date Capture) um 17 % einbrach, vgl. *Cohen*, 45 *Harvard Journal on Legislation* (2008), 237 (243); *Hu/Black*, 79 *S. Cal. L. Rev.* (2006), 811 (834). Weiterhin kann die geplatzte Übernahme der LSE durch die Deutsche Börse angeführt werden, die in erheblichem Maße durch Empty Voting Strategien beeinflusst worden ist. In der Folge fiel der Kurs der LSE erheblich, vgl. zum Ganzen *Tautges*, *Empty Voting*, S. 109.

<sup>936</sup> D.II.5.e).

<sup>937</sup> *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 191.

Unternehmenskontrolle kann durch den Abschluss von Empty Voting Transaktionen verzerrt werden. Die Aussagekraft des Börsenkurses für die Leistung des Managements wird gemindert.<sup>938</sup>

#### e) **Zwischenergebnis**

Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch Empty Voting Strategien bringt erhebliche Nachteile mit sich. Diese ergeben sich sowohl für die gegenwärtigen Aktionäre der Gesellschaft, als auch für interessierte Investoren. Die sich ergebenden Probleme haben ihren Ursprung großteils in der mangelnden Offenlegungspflicht. Die fehlende Publizität verhindert eine Einpreisungsmöglichkeit der übrigen Aktionäre und potenzieller neuer Investoren. Sie führt außerdem zu erhöhten Informationskosten. Diese behindern in der Folge den Markt für Unternehmensübernahmen, indem sie den Erwerb eines kontrollvermittelnden Pakets erschweren. Diese Erkenntnisse sind für den weiteren Verlauf der vorliegenden Abhandlung, insbesondere für die Diskussion der Lösungsmöglichkeiten, von besonderer Bedeutung. Die Herstellung von Publizität könnte ein probates Mittel zur Problemlösung sein.

### **III. Investmentaktiengesellschaften**

Ein weiterer gesetzlicher Normalfall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ergibt sich in Investmentaktiengesellschaften. Nach einer kurzen Darstellung von Begrifflichkeit und Aufbau<sup>939</sup> wird im weiteren Verlauf herausgearbeitet, inwieweit eine Disproportionalität zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in einer Investmentaktiengesellschaft besteht.<sup>940</sup> Auf dieser Basis werden sodann die sich aus der Divergenz ergebenden Probleme erörtert.<sup>941</sup>

Im Zentrum der Überlegungen stehen Unterschiede und Gemeinsamkeiten mit den dargestellten Fällen der Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip. Der Vergleich mit dem legislativ erarbeiteten Konzept der Investmentaktiengesellschaft und den insoweit konzipierten Reaktionsmechanismen soll Erkenntnisse für die im Folgenden zu diskutierenden Lösungsmöglichkeiten der gesetzlich nicht geregelten Fälle bringen.

---

<sup>938</sup> In diese Richtung auch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 191; *Katz*, 28 *Cordoba Law Review* (2007), 1483 (1501).

<sup>939</sup> Siehe unter E.III.1.

<sup>940</sup> Siehe unter E.III.2.

<sup>941</sup> Siehe unter E.III.3

## 1. Begriff und Aufbau

### a) Begriff

Die Investmentaktiengesellschaft ist in den §§ 108 ff. KAGB geregelt und kann als gesellschaftsrechtliche Form eines Investmentfonds<sup>942</sup> bezeichnet werden. Gemäß § 108 Abs. 1 KAGB darf die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft betrieben werden. Die Rechtsform der KGaA, der SE oder eine ausländische Rechtsform ist nicht zulässig.<sup>943</sup> § 108 Abs. 2 KAGB ordnet an, dass die Investmentaktiengesellschaft grundsätzlich den Vorschriften des Aktiengesetzes unterliegt. Bei einer Kollision zwischen den Regelungen des KAGB und des AktG gilt ein Vorrang des KAGB.<sup>944</sup> Die Kollision ist teilweise ausdrücklich geregelt. Beispielsweise schließt § 108 Abs. 2 S. 1 KAGB die Anwendung der §§ 150 bis 158 AktG aus, denn das KAGB enthält eigene Vorschriften zur Rechnungslegung in den §§ 120 bis 123 KAGB.<sup>945</sup> In der Rechtsform einer Investmentaktiengesellschaft werden in der Praxis verschiedene Finanzprodukte wie Publikumsfonds, Spezialfonds, Single-Hedgefonds und Dach-Hedgefonds aufgelegt.<sup>946</sup>

### b) Aufbau und Struktur der Investmentaktiengesellschaft

§ 108 Abs. 1 AktG ist Ausgangspunkt der Struktur der Investmentaktiengesellschaft. Da diese nur in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft errichtet werden kann, ist das Korsett des Aktienrechts dem Grunde nach der äußere Regelungsrahmen der Investmentaktiengesellschaft.<sup>947</sup> Zwingende Organe sind folglich Hauptversammlung, Vorstand und Aufsichtsrat.<sup>948</sup> Modifikationen für Vorstand und Aufsichtsrat einer Investmentaktiengesellschaft ergeben sich hinsichtlich der

<sup>942</sup> Begriff nach *Steck/Schmitz*, AG 2004, 658 (658).

<sup>943</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 108 Rn. 9; *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 108 Rn. 6; speziell zur SE *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer*, InvG, § 96, Rn. 15.

<sup>944</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 108 Rn. 9; *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 108 Rn. 8; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 226; *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 97, 148; *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 413.

<sup>945</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 108 Rn. 12.

<sup>946</sup> *Fischer*, NZG 2007, 133 (133).

<sup>947</sup> *Dornseifer*, AG 2008, 53 (55); zutreffend auch *C. Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (160), welche von einer „vollwertigen Aktiengesellschaft“ sprechen; *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 148, 150.

<sup>948</sup> *Dornseifer*, AG 2008, 53 (55).

erforderlichen Qualifikation.<sup>949</sup> Außerdem muss der Vorstand einer Investmentaktiengesellschaft zwingend aus zwei Personen bestehen.<sup>950</sup> Hierdurch wird das im Aufsichtsrecht durchgängige Vier-Augen-Prinzip auf Ebene des Vorstandes implementiert.<sup>951</sup>

Eine im Vergleich zur Aktiengesellschaft erhebliche Abweichung in der Organisationsstruktur stellt § 109 Abs. 1 S. 1 1. Hs. KAGB dar. Die Aktien einer Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital bestehen hiernach aus Unternehmens- und Anlageaktien. Hintergrund der Vorschrift ist die Möglichkeit, eine Trennung zwischen dem Investmentvermögen und dem sonstigen Vermögen der Investmentaktiengesellschaft herbeizuführen.<sup>952</sup> Vorbild dieser durch das InvÄndG eingeführten Unterscheidung sind ausländische Jurisdiktionen, insbesondere Liechtenstein und die Schweiz.<sup>953</sup> Die Unternehmensaktien müssen gemäß § 109 Abs. 2 S. 1 KAGB durch die Gründer<sup>954</sup> der Investmentaktiengesellschaft übernommen werden. Die hierfür zu entrichtende Einlage stellt das Anfangskapital der Gesellschaft sicher.<sup>955</sup> Allerdings können auch nach dem Gründungsstadium weitere Aktionäre als Unternehmensaktionäre aufgenommen werden.<sup>956</sup> Anlageaktien dürfen gemäß § 109 Abs. 3 S. 1 KAGB erst nach der Eintragung der Investmentaktiengesellschaft in das Handelsregister begeben werden. Diese Vorschrift schützt den Anlageaktionär vor der aktienrechtlichen Gründungshaftung gemäß § 46 AktG.<sup>957</sup>

Dem Anlageaktionär in der Investmentaktiengesellschaft kommt weder ein Teilnahmerecht an der Hauptversammlung, noch ein Stimmrecht in selbiger zu.<sup>958</sup> Dieser Ausschluss erklärt sich durch einen Vergleich mit dem traditionellen Investmentvermögen in Vertragsform. Bei diesem gibt es für die Fondsanleger kein der Hauptversammlung vergleichbares Organ, durch welches unternehmerischer Einfluss ausgeübt werden könnte.<sup>959</sup> Auch unterscheiden sich die Interessen

---

<sup>949</sup> Vgl. § 119 Abs. 2 und 3 KAGB; *Dornseifer*, AG 2008, 53 (56).

<sup>950</sup> Vgl. § 119 Abs. 1 S. 1 KAGB. Im Aktienrecht kann der Vorstand auch nur aus einer Person bestehen, vgl. § 76 Abs. 2 S. 1 AktG.

<sup>951</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 119 Rn. 3.

<sup>952</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 109 Rn. 2; *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 109 Rn. 1.

<sup>953</sup> *Begr. RegE*, BT-Drs. 16/5576, S. 83; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 92 ff.; *Dornseifer*, AG 2008, 53 (55); *Berger/Steck/Lübbehäusen/Fischer/Steck*, InvG, § 96 Rn. 6.

<sup>954</sup> Die Gründer werden auch als Fondsinhibitoren bzw. Sponsoren bezeichnet, vgl. *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 33; *Berger/Steck/Lübbehäusen/Fischer/Steck*, InvG, § 96 Rn. 4 f.

<sup>955</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 109 Rn. 7; *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 109 Rn. 6.

<sup>956</sup> Vgl. § 109 Abs. 2 S. 2 KAGB; siehe hierzu *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 109 Rn. 8; *Dornseifer*, AG 2008, 53 (55).

<sup>957</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 109 Rn. 12.

<sup>958</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 109 Rn. 13 f.

<sup>959</sup> *Dornseifer*, AG 2008, 53 (55).

der Unternehmensaktionäre von denjenigen der Anlageaktionäre deutlich: Während Letztere keine unternehmerischen Pflichten und kein unternehmerisches Risiko übernehmen wollen, wollen Erstere die unternehmerische Ausgestaltung und Zielsetzung der Investmentaktiengesellschaft aktiv beeinflussen.<sup>960</sup> Diese gesetzliche Abbildung der unterschiedlichen Interessenlagen verschiedener Investoren ist bei näherer Betrachtung auch in vielen Aktiengesellschaften zu beobachten. Während sich wenige Aktionäre tatsächlich aktiv an der Unternehmensführung beteiligen, verhält sich das Gros rational apathisch<sup>961</sup> und verzichtet, insbesondere aus Kostengründen, auf eine aktive Mitwirkung.

Ein weiterer erheblicher Unterschied zwischen einer Investmentaktiengesellschaft und einer Aktiengesellschaft nach dem AktG besteht in der Kapitalstruktur. Nach § 110 Abs. 1 S. 1 KAGB muss der Betrag des Gesellschaftskapitals der Investmentaktiengesellschaft dem Wert des Gesellschaftsvermögens entsprechen. Der Wert des Gesellschaftsvermögens setzt sich aus der Summe der jeweiligen Verkehrswerte der zum Gesellschaftsvermögen gehörenden Vermögensgegenstände abzüglich der bestehenden Verbindlichkeiten zusammen. Zu unterscheiden ist eine Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem und eine solche mit fixem Kapital. Bei der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital kann der Vorstand qua Gesetz das Grundkapital der Gesellschaft durch eine fortlaufende Ausgabe neuer Aktien bis zu einem in der Satzung bestimmten Höchstkapital erhöhen.<sup>962</sup>

### c) Geschichtliche Entwicklung

Entsprechend der Entwicklung in angloamerikanischen<sup>963</sup> Staaten wurde mit der Einführung der Investmentaktiengesellschaft im Jahr 1998 durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>964</sup>

---

<sup>960</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 83; *Dornseifer*, AG 2008, 53 (56); Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer, InvG, § 96, Rn. 16; Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 234; Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 152; MKJ/Boxberger, KAGB, § 108 Rn. 13; *Einsele*, AG 2011, 141 (141); *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 34; kritisch zu dieser Begründung *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 94 ff.; Berger/Steck/Lübbehausen/Fischer/Steck, § 96 InvG Rn. 5.

<sup>961</sup> Siehe zum Begriff der rationalen Apathie oben unter D.II.5.d)aa).

<sup>962</sup> Vgl. § 115 S. 1 KAGB; siehe hierzu Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 236; Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz, KAGB, § 115 Rn. 2.

<sup>963</sup> Siehe zur Verbreitung in den USA, Luxemburg oder Irland *Steck/Schmitz*, AG 2004, 658 (658); *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 43 ff.; ausführlich zum geschichtlichen Hintergrund auch Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 10 ff.

<sup>964</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland v. 24.3.1998 (BGBl. I 1998, 529).

erstmalig eine Gesellschaftsform für das zuvor lediglich als Vertragskonstrukt bestehende Investmentsondervermögen zur Verfügung gestellt.<sup>965</sup> Legislatives Vorbild war vor allem die luxemburgische Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV)<sup>966, 967</sup>. Die gesetzgeberische Intention hinter den Neuerungen war zum einen die Eröffnung neuer Betätigungsfelder für professionelle Anleger, zum anderen die Schaffung eines größeren Marktes für Risikokapital.<sup>968</sup> Die fehlende Rücknahmeverpflichtung machte die Investmentaktiengesellschaft als Quelle für Risikokapital besonders attraktiv. Durch diese ist den Fondsmanagern antizyklisches Investieren möglich, da sie in Zeiten sinkender Kurse keinen Liquiditätsabfluss durch die Erfüllung der Rückgewährpflicht befürchten müssen.<sup>969</sup>

Die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital wurde jedoch nicht angenommen.<sup>970</sup> Vor allem das feste Grundkapital entsprach nicht den Bedürfnissen der Praxis, denn durch dieses konnte ein Aktionär nur dann der Investmentaktiengesellschaft beitreten, wenn ein anderer Aktionär aus der Gesellschaft ausschied.<sup>971</sup> Außerdem wurden auch steuerliche Gründe für das Scheitern verantwortlich gemacht. Mangels Sonderregelungen fiel sowohl Körperschafts- als auch

---

<sup>965</sup> Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz, KAGB, § 108 Rn. 2; Marsch-Barner/Schäfer/Butzke, HdB. börsennotierte AG, 6.48.; Einsele, AG 2011, 141 (141); Fischer/Friedrich, ZBB 2013, 153 (158); Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer, InvG, Vor §§ 96 – 106b, Rn. 3; Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 220; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Jakovou, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 149; MKJ/Boxberger, KAGB, § 108 Rn. 1; Zetzsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, S. 377; Engert, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 410.

<sup>966</sup> Siehe zur SICAV Engert, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 412.

<sup>967</sup> Einsele, AG 2011, 141 (141); Fischer/Friedrich, ZBB 2013, 153 (158); Mühler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 49 f.; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Jakovou, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 149.

<sup>968</sup> Thoma/Streck, AG 2001, 330 (330) unter Verweis auf Begründung zum 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 2 und 62; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer InvG, Vor §§ 96 – 106b, Rn. 3; Mühler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 50.

<sup>969</sup> Thoma/Streck, AG 2001, 330 f.; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer, InvG, Vor §§ 96 – 106b, Rn. 3; Mühler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 50.

<sup>970</sup> Steck/Schmitz, AG 2004, 658 (659); Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz, KAGB, § 108 Rn. 2; Thoma/Steck, AG 2001, 330 ff.; Dornseifer, AG 2008, 53 (53); Einsele, AG 2011, 141 (141); Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer, InvG, Vor §§ 96 – 106b, Rn. 3; Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 220; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Jakovou, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 149; MKJ/Boxberger, Frankfurter Kommentar KAGB, § 108 Rn. 1; Engert, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 410.

<sup>971</sup> Einsele, AG 2011, 141 (141); Fischer/Friedrich, ZBB 2013, 153 (158).

Gewerbsteuer an.<sup>972</sup> Als legislative Reaktion wurde durch das InvModG<sup>973</sup> aus dem Jahr 2003 die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital als Alternative zur Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital eingeführt.<sup>974</sup>

Allerdings bestanden hinsichtlich der inhaltlichen Ausgestaltungen teilweise erhebliche Unsicherheiten, welche erst durch die Einführung des Investmentänderungsgesetzes<sup>975</sup> im Jahr 2007 beseitigt werden konnten.<sup>976</sup> Durch diese gesetzlichen Neuerungen war die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital die einzige mögliche Form der Investmentaktiengesellschaft.<sup>977</sup> Für geschlossene Fonds stand die Rechtsform seitdem nicht mehr zur Verfügung.<sup>978</sup>

Seit dem Erlass des am 23. Juli 2013 in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuchs<sup>979</sup> können Fonds sowohl als Investmentaktiengesellschaft mit variablem Kapital<sup>980</sup>, als auch als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital<sup>981</sup> oder als offene oder geschlossene Investmentkommanditgesellschaft<sup>982</sup> gegründet werden.<sup>983</sup> Durch das Kapitalanlagegesetzbuch

---

<sup>972</sup> Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 51; Fock/Harting, FS Spiegelberger, 653 (655); Fock, UR 2006, 558 (558); Wallach, Der Konzern 2007, 487 (487); Kaune/Oulds, ZBB 2004, 114 (114); Leistikow/Ellermann, BB 2003, 2693 (2698); Scheuerle, DB 1998, 1099 (1105); Fromm, Die Investmentaktiengesellschaft, S. 14.

<sup>973</sup> Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) vom 15.12.2003, BGBl. I 2003, 2676; vgl. dazu etwa Lang, WM 2004, 53 ff.; Kaune/Oulds, ZBB 2004, 114 ff.; Leistikow, BB 2003, 2693 ff.; Steck/Schmitz, AG 2004, 658 ff.; Herrmanns, ZIP 2004, 1297 ff.; Fock, BB 2006, 2371 ff.

<sup>974</sup> Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz, KAGB, § 108 Rn. 2; Einsele, AG 2011, 141 (141); Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer, InvG, Vor §§ 96 – 106b, Rn. 3; Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 56 f.; Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 221; Zetzsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, S. 377; Pluskat, WM 2005, 772 ff.

<sup>975</sup> Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) vom 21.12.2007, BGBl. I 2007, 3089; siehe hierzu Zetzsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, S. 378; ders., ZBB 2007, 438 ff.

<sup>976</sup> Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz, KAGB, § 108 Rn. 5; Fischer/Friedrich, ZBB 2013, 153 (158); Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 57 f.; MKJ/Boxberger, KAGB, § 108 Rn. 3.

<sup>977</sup> Einsele, AG 2011, 141 (141); Fischer/Friedrich, ZBB 2013, 153 (158); Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Dornseifer, InvG, Vor §§ 96 – 106b, Rn. 3.

<sup>978</sup> Dornseifer, AG 2008, 53 (60); MKJ/Boxberger, KAGB, § 108 Rn. 3.

<sup>979</sup> Kapitalanlagegesetzbuch, i. d. F. von Art. 1 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) vom 4.7.2013, BGBl. I 2013, 1981.

<sup>980</sup> Vgl. §§ 108 ff. KAGB.

<sup>981</sup> Vgl. §§ 139 ff. KAGB.

<sup>982</sup> Vgl. §§ 124 ff. KAGB.

<sup>983</sup> Zetzsche, AG 2013, 613 (613); Fischer/Friedrich, ZBB 2013, 153 (153); Freitag, NZG 2013, 329 (329).

wurde demnach die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital wieder eingeführt.<sup>984</sup> Das KAGB war das Herzstück des AIFM-Umsetzungsgesetzes<sup>985</sup>, durch welches die AIFM-Richtlinie<sup>986</sup> in deutsches Recht umgesetzt worden ist.<sup>987</sup>

Bereits während des Gesetzgebungsverfahrens waren die Regelungen des KAGB umfassender Kritik ausgesetzt.<sup>988</sup> Die teilweise bestehenden konzeptionellen Schwächen zeigten sich darin, dass bereits ein Jahr nach dem Erlass des KAGB ein von mancher Seite als „Reparaturgesetz“<sup>989</sup> bezeichnetes Gesetz erlassen wurde.<sup>990</sup> Die Verbreitung der Investmentaktiengesellschaft ist auch unter dem KAGB recht überschaubar geblieben, die Mehrzahl der offenen Investmentfonds werden weiterhin als Sondervermögen aufgelegt.<sup>991</sup>

## **2. Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit bei Investmentaktiengesellschaften**

In der Investmentaktiengesellschaft besteht sowohl bei den Unternehmens- als auch bei den Anlageaktionären eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Unternehmensaktionäre haben ein Stimmrecht, während Anlageaktionären in der Regel kein Stimmrecht zukommt. Mangels anderweitiger Regelung im KAGB stehen Anlageaktionären jedoch sämtliche aktienrechtliche Vermögensrechte zu.<sup>992</sup> Dies ergibt sich auch aus § 116 S. 2 2. Hs. KAGB, welcher klarstellt, dass Anlageaktionäre nur dann ein Bezugsrecht haben, wenn ihnen gemäß § 109 Abs. 3 S. 2 KAGB ein Stimmrecht zusteht. Aus diesem ausdrücklichen Ausschluss kann gefolgert werden, dass das KAGB hinsichtlich aller anderen Vermögensrechte keine das Aktienrecht überlagernden Sonderregelungen trifft. Der vollen wirtschaftlichen

<sup>984</sup> *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (158); *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 149; *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 108 Rn. 3.

<sup>985</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz - AIFM-UmsG), BGBl. 2013 I, S. 1981.

<sup>986</sup> Richtlinie 2011/61/EU vom 8.6.2011 über die Verwaltung alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. L 174/1 vom 1.7.2011.

<sup>987</sup> *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (821); *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 2, 13.

<sup>988</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 ff.; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 38.

<sup>989</sup> So ausdrücklich *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 40.

<sup>990</sup> Art. 2 des Gesetzes zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes vom 15.7.2014 (BGBl. I 934); siehe hierzu *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 51.

<sup>991</sup> *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 108 Rn. 4.

<sup>992</sup> *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 121.

Betroffenheit steht bei Anlageaktien folglich kein Stimmrecht gegenüber. Im Sinne der vorliegend verwendeten Terminologie sind Anlageaktionäre im Verhältnis zu ihrer Stimmrechtsmacht überproportional betroffen.

Gegenteiliges trifft auf Unternehmensaktionäre zu. Während ihnen das volle Stimmrecht zukommt, richtet sich ihre wirtschaftliche Betroffenheit mangels abweichender Regelung im KAGB ebenfalls nach den Vorschriften des AktG. Ihnen stehen sämtliche die Mitgliedschaft aus vermögensrechtlicher Warte konstituierenden Elemente der wirtschaftlichen Betroffenheit zu.<sup>993</sup> Aus Sicht der Unternehmensaktionäre, welche nach der gesetzlichen Konzeption die Gründer der Aktiengesellschaft sind, kann es zur Verkaufsförderung zwar sinnvoll sein, auf ihren Gewinnanspruch zu verzichten<sup>994</sup> oder durch Satzungsgestaltung den Anlageaktionären den eigenen Gewinn zukommen zu lassen.<sup>995</sup> Bei einem Dividendenverzicht handelt es sich nicht um eine von § 60 Abs. 1 und 2 AktG abweichende Verteilung, weshalb dieser nicht gemäß § 60 Abs. 3 AktG auf Ebene des Gesellschaftsvertrags geregelt werden muss.<sup>996</sup> Ein einseitiger Verzicht reicht nicht aus, eine vertragliche Vereinbarung ist erforderlich.<sup>997</sup> Eine weitere Möglichkeit, durch welche eine Beteiligung der Unternehmensaktionäre am wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft vermieden werden kann, stellt die Bildung von getrennten Aktienklassen für Unternehmens- und Anlageaktionäre dar.<sup>998</sup> Bei einer derartigen Ausgestaltung der wirtschaftlichen Betroffenheit der Unternehmensaktionäre kommt es zu einer maximalen Abweichung vom Proportionalitätsprinzip. Die Stimmrechtsmacht besteht in vollem Umfang, wirtschaftlich betroffen ist der Unternehmensaktionär von der Ausübung des Stimmrechts nicht.

Eine solche abweichende Gestaltung ist allerdings nicht der gesetzliche Normalfall. Dieser besteht in einer vollständigen wirtschaftlichen Betroffenheit der Unternehmensaktionäre. Da diese somit im Umfang ihrer Beteiligung am Gewinn der Gesellschaft teilnehmen, jedoch nur sie Träger des Stimmrechts sind, sind sie im Verhältnis zu ihrer Mitgliedschaft nach dem gesetzlichen Normalbild unterproportional betroffen.

---

<sup>993</sup> Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 100, vgl. unter D.IV.5 zu den Elementen im Sinne dieser Abhandlung im Einzelnen.

<sup>994</sup> Siehe allgemein zur Möglichkeit eines Aktionärs auf die Dividende zu verzichten Hüffer/Koch, AktG, § 60 Rn. 11 f.; König, AG 2001, 399 (400); siehe zu den Motiven Horbach, AG 2001, 78 ff.

<sup>995</sup> Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 101.

<sup>996</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 60 Rn. 11.

<sup>997</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 60 Rn. 11; MüKoAktG/Bayer, § 60 Rn. 38; Horbach, AG 2001, 78 (82); König, AG 2001, 399 (400 ff.).

<sup>998</sup> Berger/Steck/Lübbehüsen/Fischer/Steck, InvG, § 96 Rn. 6; Fischer, NZG 2007, 133 ff.

Sowohl bei Anlage- als auch bei Unternehmensaktionären besteht in Abweichung zum proportional betroffenen Aktionär eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Diese resultiert aus der unterschiedlichen Stimmrechtsmacht bei gleicher wirtschaftlicher Betroffenheit<sup>999</sup>.

Diese Divergenz kann verglichen mit der Situation bei Vorzugsaktien deutlich weitreichender ausfallen. Gemäß § 109 Abs. 3 S. 2 KAGB findet auf Anlageaktien die Beschränkung des § 139 Abs. 2 AktG keine Anwendung. In Folge dessen könnte theoretisch eine einzige Unternehmensaktie sämtliche Stimmrechte an der Investmentaktiengesellschaft halten. Diesem Stimmrechtseinfluss stände nur eine Bruchteilsbeteiligung am Gesellschaftskapital der Investmentaktiengesellschaft gegenüber. Die Abweichung vom Proportionalitätsprinzip wäre in einem solchen Fall maximal.

### **3. Probleme aus der Divergenz**

#### **a) Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle**

Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Investmentaktiengesellschaften führt zu einer Behinderung des Marktes für Unternehmensübernahmen. In der Behinderung dieses Instruments der externen Corporate Governance liegt eine erhebliche Schwächung der Corporate Governance der Investmentaktiengesellschaft.

#### **aa) Behinderung des Marktes für Unternehmensübernahmen als Corporate Governance Instrument durch Isolation der Verwaltung**

Die Struktur der Investmentaktiengesellschaft führt zu einer Isolation der Verwaltung vor der disziplinierenden Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle.

Teilweise wurde die gesetzgeberische Entscheidung der Einführung von Unternehmens- und Anlageaktien darauf zurückgeführt, dass der Gesetzgeber der Gefahr der Übernahme der Investmentaktiengesellschaft gegen den Willen der Gründer entgegenwirken wollte.<sup>1000</sup> Das Risiko einer Übernahme wurde als einer der Hauptgründe für die geringe Akzeptanz der

<sup>999</sup> Berger/Steck/Lübbehüsen/Fischer/Steck, InvG, § 96 Rn. 6.

<sup>1000</sup> C. Fischer, Die Investmentaktiengesellschaft, S. 185; Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 96; Dornseifer, AG 2008, 53 (56).

Investmentaktiengesellschaft unter dem Investmentmodernisierungsgesetz angesehen.<sup>1001</sup> Als problematisch wurde vor allem erachtet, dass das Geschäftsmodell einer Investmentaktiengesellschaft gerade auf eine breite Streuung der Anteile ausgerichtet ist. Hintergrund ist, dass sich die Höhe der Verwaltungsgebühren nach dem Volumen des Investmentvermögens bemisst.<sup>1002</sup> Folge der breiten Streuung ist, dass die Gründer *peu à peu* ihre Mehrheitsbeteiligung verlieren. Eine Übernahme der Gesellschaft wird wahrscheinlicher. Durch die Einführung der Anlegeraktien durch das Investmentänderungsgesetz wurde dieses Problem gelöst. Eine kontrollvermittelnde Übernahme durch den Erwerb der Anlegeraktien ist nicht möglich, da sie kein Stimmrecht vermitteln.

Zweifelsohne ist diese Struktur aus der Warte der Gründer der Investmentaktiengesellschaft erstrebenswert. Sie sichert ihnen langfristigen Einfluss bei gleichbleibender Kapitalbeteiligung. Problematisch ist, dass sie die Verwaltung der Gesellschaft vor einer Auswechslung in Folge einer Übernahme schützt. Mangels Vorliegen eines Stimmrechts für Anlageaktionäre fehlt diesen Anteilen die beschriebene<sup>1003</sup> Aktivierbarkeit und die daraus resultierende institutionelle Kontrollfunktion des Stimmrechts. Eine *ex ante* Incentivierung der Verwaltung durch eine drohende Auswechslung in Folge einer Übernahme findet nicht statt. Aus diesem Grund ist die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument bei einer Investmentaktiengesellschaft bereits nach der gesetzgeberischen Konzeption reduziert.

#### **bb) Behinderung durch *cheap votes***

Weiteres Problem der Abweichung vom Proportionalitätsgrundsatz ist das Entstehen von *cheap votes* in Investmentaktiengesellschaften.<sup>1004</sup> Die Existenz von stimmrechtsgewährenden Aktien, welche nicht im Verhältnis zu ihrer Stimmrechtsmacht auf eine Veränderung der *cash flows* reagieren, fördert die Wahrscheinlichkeit einer wohlfahrtsmindernden Übernahme. Unternehmensaktien, welche im Vergleich zu ihrer anteiligen Beteiligung am *cash flow* einen überproportionalen Stimmrechtseinfluss haben, erfüllen diese Voraussetzung. Die Situation wird für Unternehmensaktien durch den oftmals vereinbarten Dividendenverzicht weiter verschärft. Durch diesen sind die Aktien vollständig von den *cash flows* der Gesellschaft entkoppelt, sodass

<sup>1001</sup> Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 96.

<sup>1002</sup> Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 96.

<sup>1003</sup> Siehe hierzu unter **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden..**

<sup>1004</sup> Siehe ausführlich zum Konzept der *cheap votes* unter E.I.7.b)bb)(i).

eine Veränderung selbiger auf die Aktien keinen Einfluss mehr hätte. Erwirbt ein suboptimaler Erwerber solche von der wirtschaftlichen Betroffenheit entkoppelten Unternehmensaktien und sinken die *cash flows* aufgrund seiner Suboptimalität, hätte er diese negativen Folgen nicht zu tragen.

Der suboptimale Erwerber von Unternehmensaktien kann seine Kaufpreiskalkulation folglich abweichend vornehmen. Der Kaufpreis besteht aus dem Wert der Anteile abzüglich der geminderten *cash flows* aufgrund seiner Suboptimalität ergänzt um etwaige *private benefits* der Übernahme. Im Fall eines Dividendenverzichts muss der Erwerber hierbei die geminderten *cash flows* nicht einrechnen. Die reduzierte *cash flow*-Sensibilität von Unternehmensaktien macht auf diese Weise eine wohlfahrtsmindernde Übernahme wahrscheinlicher.

#### **b) Horizontaler Prinzipal-Agent-Konflikt**

Die Abweichung vom Proportionalitätsprinzip in Investmentaktiengesellschaften sorgt für eine Verschärfung des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts. Die durch *Shleifer* und *Vishny* modellierte Erkenntnis, dass die Gefahr einer Ausbeutung von Minderheitsaktionären in Fällen eines die anteiligen Rechte am *cash flow* übersteigenden Stimmrechts besonders groß ist<sup>1005</sup>, lässt sich auf das Verhältnis zwischen Unternehmens- und Anlageaktionären übertragen.

Letztere haben kein Teilnahmerecht an der Hauptversammlung. Ein Stimmrecht besteht, vorbehaltlich einer ausdrücklichen Einräumung durch die Satzung, nicht.<sup>1006</sup> Folglich bestehen für sie die Minderheitenrechte des Aktienrechts, welche die Teilnahme an der Hauptversammlung voraussetzen, nicht.<sup>1007</sup> Die Anlageaktionäre haben nicht die Möglichkeit, eine Hauptversammlung einzuberufen und Punkte auf die Tagesordnung zu setzen (§ 122 AktG) oder Auskunft vom Vorstand zu verlangen (§ 131 AktG).<sup>1008</sup> Gleiches gilt für die Minderheitenrechte nach §§ 142 Abs. 2 und 4, 147 Abs. 1, 245 Nr. 1 bis 3 AktG. Die Corporate Governance Dimension dieser Rechte im vertikalen Verhältnis zwischen Vorstand und Aktionären wurde bereits dargelegt.<sup>1009</sup> Allerdings dienen diese Rechte auch zur Entspannung des horizontalen Konflikts zu den Mitaktionären. Insbesondere die Kontrollrechte der §§ 142 Abs. 2 und 4, 147

<sup>1005</sup> Siehe hierzu unter E.I.7.a)bb).

<sup>1006</sup> Vgl. § 109 Abs. 3 S. 2 KAGB.

<sup>1007</sup> *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 120; *Fock/Harting*, FS Spiegelberger, 653 (660).

<sup>1008</sup> *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 120.

<sup>1009</sup> Siehe oben unter D.II.5.c).

Abs. 1, 245 Nr. 1 bis 3 AktG können die Realisierung von *private benefits ex post* aufdecken. Durch das Fehlen der Minderheitenrechte wird deutlich, dass Anlageaktionäre den die Gesellschaft beherrschenden Unternehmensaktionären noch mehr ausgeliefert sind, als es bei Vorzugsaktionären im Verhältnis zu Stammaktionären der Fall ist. Letztere haben zwar in der Regel ebenfalls kein Stimmrecht, allerdings kommen ihnen dennoch Minderheitenrechte zu. Diese dienen als Rechtsschutzkomponente gegen die den Stammaktionären durch ihr Stimmrecht eingeräumte Opportunismusoption. Aufgrund der im Vergleich zur Stimmrechtsmacht unterproportionalen wirtschaftlichen Betroffenheit der Unternehmensaktionäre ist der Rechtsschutz, welchen in der Regel eine proportionale Selbstbetroffenheit gewährt, ohnehin reduziert. Die Kombination aus fehlenden Minderheitsrechten und unterproportionaler Betroffenheit verschärft den vertikalen Prinzipal-Agent-Konflikt in Investmentaktiengesellschaften erheblich. Folge der Zuspitzung dieses Konflikts sind erhöhte *agency costs* im horizontalen Verhältnis.

#### **4. Unterschiede zu den anderen Kategorien**

Die festgestellten Probleme könnten aufgrund der strukturellen Unterschiede zwischen Investmentaktiengesellschaft und Aktiengesellschaft nach dem AktG als weniger prekär zu bewerten sein, als die sich durch die Emission von Stamm- und Vorzugsaktien oder den Abschluss von Empty Voting Transaktionen ergebenden Probleme.

##### **a) Kein Markt für Unternehmenskontrolle bei Investmentaktiengesellschaften**

Die Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle ist weniger gravierend, da für Investmentaktiengesellschaften ein solcher nicht in gleichem Umfang existiert.

Bereits die konzeptionellen Annahmen passen nicht. Hält ein potenzieller Investor das gegenwärtige Management eines in Form einer Investmentaktiengesellschaft organisierten Investmentfonds für nicht kompetent, kann diese Bewertung aufgrund des beschränkten Unternehmensgegenstands<sup>1010</sup> der Investmentaktiengesellschaft nur eine nicht optimale Anlagestrategie der Verwaltung betreffen. Es ist jedoch kein Grund ersichtlich, aus welchem eine Übernahme der betreffenden Investmentaktiengesellschaft zur Ausnutzung des erkannten Defizits

---

<sup>1010</sup> Vgl. § 110 Abs. 2 KAGB.

erforderlich ist. Der potenzielle Investor kann das entsprechende Portfolio mit den aus seiner Sicht effizienteren Abweichungen einfach auf dem Markt erwerben.<sup>1011</sup> Eine Übernahme des Anlagevehikels durch einen kostspieligen und riskanten Übernahmeversuch würde zusätzliche Transaktionskosten für den Investor zur Folge haben.<sup>1012</sup> Eine solche Übernahme kann sich aber dann lohnen, wenn die Anteile der Investmentaktiengesellschaft mit einem hohen Bewertungsabschlag auf den Nettoinventarwert gehandelt werden.<sup>1013</sup> Logische Folge einer solchen Übernahme wäre eine Zerschlagung des Fondsvermögens, um im Wege einer Liquidation die Wertdifferenz zwischen Kaufpreis und Nettoinventarwert zu realisieren.<sup>1014</sup> Einer Zerschlagung fehlt aber die Externalität für die Mitaktionäre, welche der Übernahme einer Gesellschaft und die folgende Auswechslung der Verwaltung nach den Grundannahmen des Marktes für Unternehmenskontrolle zukommt. Die für den Markt für Unternehmenskontrolle bestehenden Annahmen lassen sich folglich nicht auf die Investmentaktiengesellschaft übertragen. Er kann seine Funktion als Corporate Governance Instrument bereits konzeptionell nicht erfüllen. Aus diesem Grund sind die Isolation des Vorstandes und die Entstehung von *cheap votes* als Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle als weniger prekär zu beurteilen.

#### **b) Eigene Corporate Governance Struktur der Investmentaktiengesellschaft**

Eine Entspannung der Probleme könnte weiterhin dadurch gewährleistet werden, dass das KAGB ein eigenständiges Corporate Governance System zum Schutz der Anlageaktionäre etabliert. Dieses System könnte auf die Problematik der Divergenz zugeschnitten sein. Dem Gesetzgeber mussten die sich ergebenden Probleme bei der Ausgestaltung der Regelungen bewusst gewesen sein. Diese Überlegungen drängen sich vor allem vor dem Hintergrund auf, dass unausgesprochenes Leitmotiv der Regelungen des KAGB der Anlegerschutz ist.<sup>1015</sup> Das Gesetz lässt die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit und die daraus entstehenden Problem in einem ersten Schritt sehenden Auges zu. Zu erwarten ist, dass die Probleme durch eine entsprechende gesetzliche Einbettung der Investmentaktiengesellschaft in ein besonders zugeschnittenes Corporate Governance System abgedeckt werden. Die

<sup>1011</sup> Siehe zu dieser Argumentation auch *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 349.

<sup>1012</sup> *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 349.

<sup>1013</sup> *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 349.

<sup>1014</sup> *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 349.

<sup>1015</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 50; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Jakovou, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 49.

Gesetzesmaterialien zum Investmentänderungsgesetz deuten auf ein besonders hohes Schutzniveau hin: Der Gesetzgeber war der Ansicht, dass die (Anlage-)Aktionäre durch die Bestimmungen des Investmentrechts besser geschützt werden, als durch das allgemeine Gesellschaftsrecht.<sup>1016</sup>

#### **aa) Disziplinierung der Verwaltung durch Recht zur Rückgabe der Aktien, § 116 Abs. 2 KAGB**

Ein gewisser Schutz der Anlageaktionäre wird durch das Rückgaberecht<sup>1017</sup> gemäß § 116 Abs. 2 S. 1 1. Hs. KAGB erreicht.<sup>1018</sup> Nach dieser Vorschrift können die Anlageaktionäre von der Gesellschaft verlangen, dass ihnen gegen Rückgabe von Aktien ihr Anteil am Gesellschaftskapital ausgezahlt wird. Ausweislich der Regierungsbegründung zur Vorgängerregelung des § 105 Abs. 2 S. 1 InvG soll das Rückgaberecht für Anlageaktionäre vor allem einen Ausgleich für die fehlenden Verwaltungsrechte darstellen.<sup>1019</sup> Die Anlageaktionäre können ihren Unmut mit den Entscheidungen der Verwaltung und der Unternehmensaktionäre durch Rückgabe und den damit einhergehenden Abzug ihres Kapitals deutlich machen.<sup>1020</sup> In der Literatur wird das Rückgaberecht der Anlageaktionäre teilweise als Substitut für die fehlenden Verwaltungsrechte eingeordnet.<sup>1021</sup>

Die hiervon ausgehende Disziplinierungsfunktion weist erhebliche Parallelen zur externen Kontrolle durch den Markt für Unternehmensübernahmen auf. Das Rückgaberecht sichert einen Abnehmer für die Aktionäre und verhindert, dass diese auf eine Veräußerung zum Marktwert

---

<sup>1016</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 16/5576, 84 f.: „Zum anderen bestehen mit Aufsichtsrat und Depotbank interne bzw. externe Gremien, welche eine investmentspezifische d. h. insbesondere am Anlegerinteresse ausgerichtete, Kontrollfunktion ausüben. Hinzu kommt die Beaufsichtigung der Investmentaktiengesellschaft durch die Bundesanstalt; [...]. Angesichts dieser weit reichenden Schutzmaßnahmen werden die Rechte der Aktionäre einer Investmentaktiengesellschaft somit gewahrt.“ Siehe hierzu auch *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 85 f. Fn. 256.

<sup>1017</sup> Das Rückgaberecht wird in der Literatur teilweise auch als Exit-Recht (vgl. *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 53), Rücknahmeanspruch (vgl. *Fischer*, Die Investmentaktiengesellschaft, S. 63), Andienungsrecht (vgl. *Eckhold*, ZGR 2007, 654 (684)) oder ordentliches Austrittsrecht (vgl. *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 53) bezeichnet. Vorliegend wird der Begriff des Rückgaberechts verwendet, da dieser die aktive Rolle der Anlageaktionäre in der Corporate Governance Struktur der Investmentaktiengesellschaft am treffendsten unterstreicht.

<sup>1018</sup> Vgl. zu diesem Schutz auch BT-Drs. 16/5576, S. 84.

<sup>1019</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 16/55756, S. 84; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 122; *Einsele*, AG 2011, 141 (147).

<sup>1020</sup> *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 122.

<sup>1021</sup> Langenbucher/Bliesener/Spindler/*Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 152; abweichend wohl *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 54, welcher das Rückgaberecht als reines Vermögensrecht ohne innergesellschaftlichen Einfluss einordnet.

angewiesen sind.<sup>1022</sup> Vor allem bei Liquiditätsengpässen würde die freie Veräußerung oftmals mit erheblichen Verlusten einhergehen.<sup>1023</sup> Das Rückgaberecht kann als Substitut für einen fehlenden Markt für Unternehmenskontrolle als Corporate Governance Instrument eingeordnet werden.<sup>1024</sup>

Die Konstruktion des Gesetzgebers aus fehlenden Verwaltungsrechten in Verbindung mit einem gesetzlichen Rückgaberecht stellt bei näherer Betrachtung die gesetzliche Anerkennung der von den meisten Aktionären verfolgten *exit over voice* Strategie dar. Sie ist die konsequente Fortsetzung der Anerkennung der rationalen Apathie<sup>1025</sup> der Anlageaktionäre.

Nachteil des Rückgaberechts als Corporate Governance Instrument ist allerdings, dass Voraussetzung einer Rückgabe der Anteile als Ausdruck der Unzufriedenheit der Aktionäre ein Bekanntwerden der entsprechenden Verfehlungen der Verwaltung ist.<sup>1026</sup> Die Mittel, welche nach der Konzeption des Aktienrechts den Aktionären hierfür zur Verfügung stehen<sup>1027</sup>, kommen den Anlageaktionären mangels Teilnahmerecht an der Hauptversammlung nicht zu. Die gegebenenfalls fehlende Publizität der Verfehlungen behindert die Effizienz der Kontrolle durch das Rückgaberecht.

Teilweise wird vertreten, das Rückgaberecht trage zur Senkung der *agency costs* bei.<sup>1028</sup> Diese Wertung erscheint im ersten Zugriff richtig. Die ständige Möglichkeit der Abwanderung incentiviert die Verwaltung im Sinne der (Anleger-)Aktionäre. Hierdurch kommt es zu geringen Interessenabweichungen. Bei differenzierter Betrachtung muss jedoch konstatiert werden, dass sich allenfalls die *agency costs* in Form des *residual loss*<sup>1029</sup> verringern können. Mangels den Anlageaktionären zur Verfügung stehender Überwachungsinstrumente können sich die Überwachungskosten nicht senken. Zu einer Senkung der Informationskosten kommt es durch das Rückgaberecht nicht, denn Prämisse für dessen Ausübung ist die Informationserlangung über das Fehlverhalten der Verwaltung. Die Senkung des *residual loss* aufgrund einer Interessengleichrichtung aufgrund der Gefahr der Abwanderung dürfte gering ausfallen. Die

---

<sup>1022</sup> Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 206; Eckhold, ZGR 2007, 654 (684); Blenk, Die Mitgliedschaft, S. 54.

<sup>1023</sup> Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 206.

<sup>1024</sup> Engert, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 349.

<sup>1025</sup> Siehe zum Problem der rationalen Apathie speziell im investmentrechtlichen Kontext Blenk, Die Mitgliedschaft, S. 113; Engert, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 345; Schäfer, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften, S. 33.

<sup>1026</sup> Siehe auch Wegner, Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investmentaktiengesellschaft, S. 346.

<sup>1027</sup> Insbesondere §§ 142 Abs. 2 und 4, 147 Abs. 1 AktG.

<sup>1028</sup> Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 207 f.

<sup>1029</sup> Vgl. oben unter D.I.2.c).

Verwaltung muss eine Rückgabe nur bei Verfehlungen befürchten, die zu einem Verlust in der Investition der Aktionäre führen. Nur dann werden diese tatsächlich von ihrem Rückgaberecht Gebrauch machen. Das Rückgaberecht senkt richtigerweise nicht die *agency costs*, sondern die Transaktionskosten für veräußerungswillige Anleger. Diesen bleibt die Suche nach einem Käufer, sowie Verluste aufgrund schlechter Marktlage erspart.

Konstatiert werden muss, dass die disziplinierende Wirkung eines Kapitalabzuges durch einen Anlageaktionär sich proportional zur Größe seines Anteils verhält. Je geringer dieser Anteil ist, desto weniger groß sind aus Sicht der Verwaltung die Folgen der Rückgabe des Anteils.<sup>1030</sup> Dieser Zusammenhang schränkt die disziplinierende Wirkung des Rechts auf Aktienrückgabe vor allem aus Sicht von Minderheitsaktionären erheblich ein.<sup>1031</sup>

**bb) Verpflichtung des Vorstands auf die Interessen der Aktionäre, § 119 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB und besondere Sachkunde des Aufsichtsrats, § 119 Abs. 3 S. 1 KAGB**

Das sich aus der Divergenz ergebende Konfliktpotenzial wird durch die im KAGB geregelte besondere Pflichtenbindung des Vorstandes entschärft. Gemäß § 119 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB ist der Vorstand einer Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital verpflichtet, bei der Ausübung seiner Tätigkeit im ausschließlichen Interesse der Aktionäre und der Integrität des Marktes zu handeln. Hierin liegt ein erheblicher Unterschied zum Vorstand einer Aktiengesellschaft, welcher bei der Ausfüllung seiner Leitungsaufgabe nach § 76 Abs. 1 AktG auf eine Interessenpluralität verpflichtet ist.<sup>1032</sup> Die Verpflichtung auf das Interesse der Aktionäre unterstreicht die besondere Verantwortung des Vorstandes für das der Investmentaktiengesellschaft anvertraute Vermögen.<sup>1033</sup> Teilweise wird in § 119 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 InvG eine gesetzliche Kodifizierung des *shareholder value*-Ansatzes gesehen.<sup>1034</sup> Weiterhin müssen gemäß § 119 Abs. 3 S. 1 KAGB die Persönlichkeit und Sachkunde der Mitglieder des Aufsichtsrats Gewähr dafür bieten, dass die Interessen der Aktionäre gewahrt werden.

<sup>1030</sup> Allgemein auch *Zetsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, S. 508.

<sup>1031</sup> Kritisch zur disziplinierenden Wirkung auch *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 123, welcher eine Kontrollfunktion nur mit „größten Einschränkungen“ anerkennt.

<sup>1032</sup> *Zetsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage; siehe auch *Spindler/Stilz/Fleischer*, AktG, § 76 Rn. 24 ff.

<sup>1033</sup> *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 150; *Dornseifer*, AG 2008, 53 (56); *Zetsche*, AG 2013, 613 (615).

<sup>1034</sup> *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds, S. 166.

Diese beiden Regelungen sorgen in besonderem Maße für eine Ausrichtung des Handelns des Vorstandes der Investmentaktiengesellschaft und der Überwachung durch den Aufsichtsrat an den Interessen der Aktionäre. Der zwischen Verwaltung und Aktionären bestehende Prinzipal-Agent-Konflikt wird entspannt, denn die Pflichtenbindung, welche gemäß § 108 Abs. 2 KAGB i. V. m. § 93 Abs. 1 AktG auch haftungsbewährt ist, schützt die Aktionäre in besonderem Maße vor einem opportunistischen Verhalten der Verwaltung. Aus Sicht der Anlageaktionäre ist die Vorschrift aufgrund fehlender Verwaltungsrechte besonders wichtig. Eine Verpflichtung des Vorstandes lediglich auf die Interessen der Aktionäre reduziert das Potenzial opportunistischen Handelns.<sup>1035</sup> Eine Verpflichtung auf einen reinen *shareholder value*-Ansatz führt im Ergebnis zu reduzierten *agency costs*.<sup>1036</sup>

Eine Incentivierung der Verwaltung im Sinne der Aktionäre ergibt sich auch aus § 110 Abs. 2 KAGB. Der satzungsmäßig festgelegte Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital kann ausschließlich in der Anlage und Verwaltung ihrer Mittel zum Nutzen ihrer Aktionäre bestehen. Die Literatur folgert hieraus ebenfalls, dass der Vorstand bei der Anlage einen *shareholder value* Ansatz verfolgen soll.<sup>1037</sup> Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand beschränkt die Handlungsmöglichkeiten des Vorstands mittelbar über die Pflichtenbindung. Die Pflicht des Vorstands, sich an den Unternehmensgegenstand zu halten, stellt einen äußert relevanten Fall der Pflichtenbindung an die aktienrechtliche Kompetenzordnung dar.<sup>1038</sup> Nicht durch den Unternehmensgegenstand gedeckte Geschäfte sind pflichtwidrig.<sup>1039</sup> Soweit die weiteren Voraussetzungen des § 93 Abs. 2 AktG vorliegen, führen sie zu einem Schadensersatzanspruch der Gesellschaft gegen den Vorstand.<sup>1040</sup> Die Festlegung des Unternehmensgegenstands der Investmentaktiengesellschaft im Sinne eines *shareholder value*-Ansatzes beschränkt somit durch die Haftungsbewährung die Handlungsmöglichkeiten des Vorstands. Bei der Anlage des Investmentvermögens kann dieser zwar weiterhin von den im Unternehmensgegenstand perpetuierten Interessen der Anleger

---

<sup>1035</sup> Siehe zu diesem Argument auch *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 83, welcher letztlich jedoch zu einem anderen Ergebnis kommt.

<sup>1036</sup> Spindler/Stilz/*Fleischer*, AktG, § 76 Rn. 34; abweichend *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 83.

<sup>1037</sup> MKJ/*Boxberger*, KAGB, § 110 Rn. 9; *Zetzsche*, AG 2013, 613 (615).

<sup>1038</sup> Spindler/Stilz/*Fleischer*, AktG, § 93 Rn. 21; BGH NJW 2013, 1958 Rn. 16; Bürgers/Körber/*Bürgers/Israel*, AktG, § 93 Rn. 7; *Raiser/Veil*, KapGesR, § 14 Rn. 8 ff.

<sup>1039</sup> Spindler/Stilz/*Fleischer*, AktG, § 93 Rn. 21 f.; BGH NJW 2013, 1958 Rn. 16; *Blasche*, DB 2011, 517 (519); Hölters/*Hölters*, AktG, § 93 Rn. 61; Großkomm AktG/*Habersack*, § 82 Rn. 30.

<sup>1040</sup> Spindler/Stilz/*Fleischer*, AktG, § 93 Rn. 22; BGH NJW 2013, 1958; *Fleischer*, ZIP 2005, 141 (144).

abweichen. Die Überschreitung des Unternehmensgegenstands lässt die Wirksamkeit des Geschäfts im Außenverhältnis unberührt.<sup>1041</sup> Allerdings muss er einen potenziellen Schadensersatzanspruch der Gesellschaft in die Berechnung des Erwartungswerts eines opportunistischen Abweichens von den Interessen der Aktionäre einstellen. Die Festlegung des Unternehmensgegenstands im Sinne der Aktionäre dient durch eine haftungsbewährte Begrenzung des Vorstandshandelns als Rechtsschutzkomponente. § 110 Abs. 2 KAGB nimmt auf diese Weise eine zentrale Funktion in der Corporate Governance der Investmentaktiengesellschaft ein.

**cc) Anzeigepflicht bei Wechsel der Unternehmensaktionäre, vgl. § 109 Abs. 2 S. 5 KAGB**

Eine Corporate Governance Funktion nimmt auch die Anzeigepflicht des Wechsels eines Unternehmensaktionärs ein. Gemäß § 109 Abs. 2 S. 5 KAGB sind die Unternehmensaktionäre und jeder Wechsel in ihrer Person der Bundesanstalt anzuzeigen. Ziel dieser Regelung ist der Anlegerschutz.<sup>1042</sup> Durch die Anzeigepflicht besteht für die Anlageaktionäre eine Publizität hinsichtlich der Person der Unternehmensaktionäre. Soweit es zu einem Wechsel kommt, welchen die Anlageaktionäre als für sie persönlich nachteilig empfinden, sind sie in der Lage, von ihrem Recht gemäß § 116 Abs. 2 KAGB auf Rückgabe der Aktien an die Investmentaktiengesellschaft Gebrauch zu machen. Anders gewendet besteht aus Sicht der Anlageaktionäre jederzeit Publizität betreffend die Aktionäre, denen ein im Verhältnis zu ihrer wirtschaftlichen Betroffenheit überproportionales Stimmrecht zukommt. Sowohl die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit, welche sich aus der gesetzlichen Struktur des KAGB ergibt, als auch die Aktionäre, in welchen die Divergenz besteht, sind für die Anlageaktionäre und für potenzielle Erwerber ersichtlich. Der Grad an Publizität ist folglich vergleichbar mit demjenigen bei Vorzugsaktien.<sup>1043</sup> Die Anlageaktionäre und potenzielle Investoren haben ebenfalls die Möglichkeit, die sich aus der Divergenz ergebenden Probleme in der Corporate Governance Struktur der Investmentaktiengesellschaft in ihre Anlageentscheidung einzubeziehen und entsprechend einzupreisen. Die Publizität ermöglicht es, die Probleme in den Bereich der eigenverantwortlichen Entscheidung der Anleger einzustellen.

---

<sup>1041</sup> *Blasche*, DB 2011, 517 (519); *Fleischer*, ZIP 2005, 141 (144); Spindler/Stilz/*Fleischer*, AktG, § 93 Rn. 21.

<sup>1042</sup> *MKJ/Boxberger*, KAGB, § 109 Rn. 16.

<sup>1043</sup> Siehe zur Möglichkeit der Einpreisung im Fall von Vorzugsaktien oben unter E.I.8.

#### dd) Überwachung durch die Verwahrstelle

Eine zusätzliche Corporate Governance Funktion könnte durch eine Überwachung durch die Verwahrstelle wahrgenommen werden.<sup>1044</sup> Die Beteiligung der Verwahrstelle ist logische Konsequenz der Struktur des Investmentgeschäfts als Investmentdreieck.<sup>1045</sup> Eine Pflicht der Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Beauftragung der Verwahrstelle zur Verwahrung der Vermögensgegenstände ergibt sich unmittelbar aus dem Gesetz.<sup>1046</sup> Der Begriff des Investmentdreiecks versinnbildlicht, dass das Investmentgeschäft nicht nur zwischen Anleger und Kapitalanlagegesellschaft bestehen soll, sondern dass eine dritte Instanz an diesem teilnimmt.<sup>1047</sup> Der Verwahrstelle<sup>1048</sup> kam von Anfang an im System des Investmentrechts eine Kontrollfunktion zu.<sup>1049</sup>

Die Trennung zwischen Fondsverwaltung und Fondsverwahrung hat ihre europarechtliche Grundlage in den Art. 21, 25 OGAW-IV-Richtlinie und Art. 21 AIFM-Richtlinie.<sup>1050</sup> Ziel der Trennung ist der Anlegerschutz.<sup>1051</sup> Neben der Kontrollfunktion ist die Verwahrstelle für die technische Abwicklung und die Verwahrung der Vermögensgegenstände der Investmentaktiengesellschaft verantwortlich.<sup>1052</sup> Gemäß §§ 76, 83 KAGB ist die Verwahrstelle verpflichtet, die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu kontrollieren. Außerdem entfaltet der Verwahrstellenvertrag Schutzwirkung zugunsten der Anleger.<sup>1053</sup> Gemäß §§ 70 Abs. 1 und 2, 85 Abs. 1 und 2 KAGB ist die Verwahrstelle nur auf die Interessen der Anleger verpflichtet. Besonderen Ausdruck findet die Kontrollfunktion der Verwahrstelle in der Ausgestaltung der

<sup>1044</sup> Siehe zur Kontrollfunktion der Verwahrstelle allgemein *Patz*, BKR 2015, 193 (193 f.); *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 88 ff.

<sup>1045</sup> *Einsele*, AG 2011, 141 (142); *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 88 f.; siehe auch *Berger/Steck/Lübbehüsen/Köndgen*, InvG, Einleitung InvG Rn. 41; *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Emde*, InvG, Einleitung Rn. 27 ff.

<sup>1046</sup> Vgl. für OGAW § 68 Abs. 1 S. 1 KAGB; für AIF § 80 Abs. 1 S. 1 KAGB.

<sup>1047</sup> *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 613; siehe auch *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 88 f.

<sup>1048</sup> Nach dem aufgehobenen InvG wurden die Aufgaben der Verwahrstelle durch eine Depotbank ausgeübt *Patz*, BKR 2015, 193 (194).

<sup>1049</sup> *Engert*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht, S. 613.; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 111.

<sup>1050</sup> *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 175.

<sup>1051</sup> *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 175, welcher jedoch auf die in der Praxis bestehenden konzernrechtlichen Verflechtungen zwischen Verwaltungs- und Verwahrstelle hinweist, welche die Kontrollfunktion schmälern; kritisch auch *Schmolke*, WM 2007, 1909 (1910); *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechtshandbuch, § 113 Rn. 111; *Einsele*, AG 2011, 141 (142); *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, S. 126 f. mit empirischen Nachweisen.

<sup>1052</sup> *Patz*, BKR 2015, 193 (194).

<sup>1053</sup> *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 174.

Aufgabe der Verwahrstelle zur Verwahrung der Gegenstände der Kapitalverwaltungsgesellschaft, vgl. § 72 KAGB (OGAW) und § 81 KAGB (AIF).<sup>1054</sup> OGAW-Verwahrstellen sind hierbei verpflichtet, Wertpapiere und Einlagezertifikate in ein gesperrtes Depot und Guthaben auf Sperrkonten zu legen.<sup>1055</sup> Durch den Sperrvermerk wird gewährleistet, dass die berechnigte Kapitalverwaltungsgesellschaft über die Mittel nur nach den gesetzlichen Bestimmungen verfügen kann.<sup>1056</sup>

Die aufgezeigten gesetzlichen Befugnisse und Kontrollrechte der Verwahrstelle etablieren sie als weiteren Kontrollleur. Auf diese Weise wird der zwischen Aktionären und Verwaltung bestehende Prinzipal-Agent-Konflikt reduziert. Bei der Anlage der Mittel der Gesellschaft unterliegt die Verwaltung der Kontrolle durch die Verwahrstelle. Diese Kontrolle entspannt den beschriebenen horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmens- und Anlageaktionären. Erstere können im Rahmen ihrer Einflussnahme durch die Aktionärsrechte nicht frei agieren, sondern müssen sich der Kontrolle durch die Depotbank als weitere unabhängige<sup>1057</sup> Kontrollinstanz bewusst sein. Eine gewisse Abschwächung erfährt die dargelegte Kontrollfunktion jedoch dadurch, dass die h. M. die Kontrolle durch die Verwahrstelle nicht im Sinne einer Zweckmäßigkeitkontrolle versteht, sondern diese auf eine Rechtmäßigkeitkontrolle beschränkt.<sup>1058</sup> Auf diese Weise schützt die Verwahrstelle letztlich nur vor solchen opportunistischen Verhaltensweisen, welche die Grenze der Rechtswidrigkeit überschreiten.

#### ee) Gesteigerte Treupflicht der Unternehmensaktionäre

Teilweise wird in der Literatur angenommen, Unternehmensaktionäre in einer Investmentaktiengesellschaft unterlägen der Gesellschaft gegenüber einer besonderen Treupflicht.<sup>1059</sup> Diese erhöhte Treubindung führt im Ergebnis dazu, dass die Unternehmensaktionäre bei der Ausübung ihrer Stimmrechte eine geringere Opportunismusoption

<sup>1054</sup> Siehe zu den unterschiedlichen Voraussetzungen der Verwahrstellen für OGAW und AIF *Patz*, BKR 2015, 193 (194).

<sup>1055</sup> Langenbucher/Bliesener/Spindler/*Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 190.

<sup>1056</sup> Langenbucher/Bliesener/Spindler/*Jakovou*, Bankrechtskommentar, 39. Kapitel Rn. 190.

<sup>1057</sup> So jedenfalls nach dem gesetzgeberischen Muster, zur Kritik vgl. Fn. 1051.

<sup>1058</sup> *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 90; *Schäfer*, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften, S. 205 ff.; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Dreibus/Simmering*, InvG, § 22 Rn. 17; ähnlich, im Ergebnis aber für weitreichendere Kontrollbefugnisse *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 241.

<sup>1059</sup> *Wallach*, Der Konzern 2007, 487 (489); *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft, S. 111; a.A. *Wegner*, Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investmentaktiengesellschaft, S. 236; *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 189 ff.

gegenüber den Anlageaktionären innehaben. Der zwischen diesen beiden Aktionärsgruppen aufgrund der fehlenden Mitverwaltungsrechte besonders zugespitzte horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt<sup>1060</sup> wird durch die besondere Pflichtenbindung der Unternehmensaktionäre abgemildert. Hierdurch trägt die gesteigerte Pflichtenbindung zu einem erhöhten Schutzniveau in der Investmentaktiengesellschaft bei.

#### **ff) Externe Kontrolle durch die BaFin**

Die Corporate Governance Struktur der Investmentaktiengesellschaft wird weiterhin durch die externe Überwachung durch die BaFin geprägt. Der BaFin kommen weitreichende Informations-, Interventions- und Sanktionsbefugnisse zu.<sup>1061</sup> Im vorliegenden Zusammenhang sind insbesondere § 119 Abs. 5 Nr. 1, 2 KAGB von Interesse. Gemäß § 119 Abs. 5 Nr. 1 KAGB kann die BaFin den Vorstand oder Mitglieder des Vorstands abberufen, wenn Tatsachen vorliegen, aus denen sich ergibt, dass der Vorstand oder Mitglieder des Vorstands nicht zuverlässig sind oder die zur Leitung erforderliche fachliche Eignung gemäß Absatz 2 nicht haben. Gemäß § 119 Abs. 5 Nr. 2 KAGB ist eine Abberufung möglich, wenn der Vorstand oder Mitglieder des Vorstands nachhaltig gegen die Bestimmungen dieses Gesetzes oder des Geldwäschegesetzes verstoßen. In der Regel wird die Abberufung Folge eines Fehlverhaltens des Vorstandes sein, aufgrund dessen seine Zuverlässigkeit fraglich erscheint.<sup>1062</sup> Die BaFin trägt durch diese externe Kontrollmöglichkeit ebenfalls zu einer verbesserten Corporate Governance Struktur in der Investmentaktiengesellschaft bei.

#### **c) Zwischenergebnis**

Der Gesetzgeber des KAGB hat zum Schutz der Aktionäre der Investmentaktiengesellschaft ein eigenes Schutzsystem etabliert. Aus dieser gesetzgeberischen Entscheidung kann abgeleitet werden, dass auch von legislativer Seite ein Problembewusstsein hinsichtlich der besonderen Schutzbedürftigkeit insbesondere der Anlageaktionäre einer Investmentaktiengesellschaft besteht. Das maßgeschneiderte Corporate Governance System federt die durch die Divergenz zwischen

---

<sup>1060</sup> In diesem Konfliktverhältnis besteht eine erhebliche Parallele zur Beziehung zwischen Stamm- und Vorzugsaktionären, vgl. hierzu oben unter E.I.7.a)bb). Siehe zu *Agency*-Konflikten im Investmentrecht *Fock/Hartig*, FS Spiegelberger, 653, 661 ff.; siehe auch *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 104.

<sup>1061</sup> *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 91; siehe zu den Befugnissen bei Satzungsverstößen *Freitag/Fürbass*, ZGR 2016, 729 (746).

<sup>1062</sup> *Weitnauer/Boxberger/Anders/Lorenz*, KAGB, § 119 Rn. 19.

Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Probleme in der Investmentaktiengesellschaft ab. Der gesetzliche Regelungsrahmen sorgt für eine weitgehende Lösung der Probleme und trägt den spezifischen Bedürfnissen des Investmentgeschäfts Rechnung.

## **5. Ergebnis zu E.III**

In Investmentaktiengesellschaften stellt sich das Problem der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit bereits nach der gesetzlichen Konzeption. Unternehmensaktionäre sind durch ihre Stimmrechtsausübung unterproportional betroffen. Ihr Stimmrechtseinfluss übersteigt ihren anteiligen Betrag am Gesellschaftskapital. Anlageaktionären kommt hingegen kein Stimmrecht zu. Sie sind jedoch am Gesellschaftskapital beteiligt und von der Stimmrechtsausübung der Unternehmensaktionäre im Umfang ihrer Beteiligung wirtschaftlich betroffen. Der auch in Aktiengesellschaften bestehende horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt wird in Investmentaktiengesellschaften durch die fehlenden Minderheitsrechte der Anlageaktionäre zugespitzt. Aufgrund dieser strukturellen Besonderheiten ist das durch den Gesetzgeber etablierte eigene Corporate Governance System der Investmentaktiengesellschaft notwendig. Dieses substituiert die fehlenden Minderheitsrechte der Anlageaktionäre und den nicht vorhandenen Markt für Unternehmenskontrolle. Es ist Rechtsschutzkomponente gegen die bestehenden Opportunismusooptionen der Unternehmensaktionäre und der Verwaltung der Gesellschaft. Auf diese Weise sorgt es für die Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung und ist notwendiges Gegengewicht zur Stimmrechtsmacht der Unternehmensaktionäre.

Für die weitere Abhandlung ist festzuhalten, dass der Gesetzgeber sich des Problems der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Investmentaktiengesellschaften bewusst gewesen ist. Als legislative Reaktion hat er ein Rechtsschutzsystem etabliert. Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip bedürfen folglich einer die fehlende Selbstbetroffenheit substituierenden Rechtsschutzkomponente, welche die sich aus der Abweichung ergebenden Probleme eindämmt.

## **IV. *Dual class structures* nach amerikanischem Gesellschaftsrecht**

Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip sind auch in anderen Rechtsordnungen festzustellen. Besonders intensiv wird die Diskussion in den USA über *dual class structures* geführt. Im Folgenden sind zunächst Begriff, Aufbau und geschichtliche Entwicklung von *dual class*

*structures* in den Vereinigten Staaten darzustellen. Auf Basis des so gelegten Grundverständnisses folgt die Erörterung der Abweichung vom Proportionalitätsprinzip. Die in den USA erarbeiteten Problemlösungen schließen die rechtsvergleichende Betrachtung. Aus dem bestehenden Problembewusstsein werden Erkenntnisse für die im Folgenden zu diskutierenden Lösungsvorschläge für die Problematik der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit nach deutschem Aktienrecht gewonnen.

## 1. Begriff und Aufbau

*Dual class structures* werden in den Vereinigten Staaten insbesondere von Firmengründern eingesetzt. Ziel ist der Erhalt der Kontrolle über die eigene Gesellschaft trotz hoher Fremdkapitalaufnahme, etwa durch einen Börsengang (IPO). Hierfür werden zwei Anteilsklassen gebildet. Einer Anteilsklasse kommt ein im Vergleich zu ihrer Beteiligung am Grundkapital der Gesellschaft überproportionaler Stimmrechtseinfluss zu. Die andere Anteilsklasse hat lediglich begrenzten Stimmrechtseinfluss.<sup>1063</sup> Der intendierte Effekt hinter den *dual class structures* ist, der Verwaltung der Gesellschaft im Vergleich zu ihren Anteilen am *cash flow* überproportionalen Stimmrechtseinfluss zu gewähren.<sup>1064</sup>

Wird die *dual class structure* nicht direkt beim Börsengang verwendet, muss sie später im Wege einer Rekapitalisierung eingeführt werden. Hierzu ist nach amerikanischem Gesellschaftsrecht eine Satzungsänderung erforderlich, welche durch die Aktionäre bestätigt werden muss.<sup>1065</sup> Die Aktionäre können die Verwaltung für die Zukunft ermächtigen, eine *dual class*-Rekapitalisierung vorzunehmen. Eine erneute Bestätigung ist in diesen Fällen entbehrlich.<sup>1066</sup>

## 2. Geschichtliche Entwicklung von *dual class structures* in den Vereinigten Staaten

Zwischen 1926 und 1986 war es Voraussetzung für eine Zulassung an der New York Stock Exchange, dass jede Aktie eines Emittenten je ein Stimmrecht hatte.<sup>1067</sup> Allerdings entschieden

<sup>1063</sup> Siehe zum Aufbau *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (4).

<sup>1064</sup> *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (10).

<sup>1065</sup> *Ashton*, 68 St. John's Law Review (1994), 863 (876).

<sup>1066</sup> *Ashton*, 68 St. John's Law Review (1994), 863 (877).

<sup>1067</sup> *Seligman*, 54 Wash. L Rev. (1986), 687 (688); *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (98) unter Verweis auf Section 313 NYSE Listed Company Manual 1985; *Bebchuck/Kastiel*, 103 Virginia Law Review (2017), 585 (596); *Lowenstein*, 89 Columbia Law Review (1989), 979 (982); *Gilson*, 73 Virginia Law Review (1987), 807 (807); *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (5); *Fischel*, 54 University of Chicago Law Review (1987), 119 (120); *Howell*, 44 Journal of Corporate Finance (2017), 440 (444). Zwar erließ die NYSE erst im Jahr 1940 einen förmlichen Beschluss, welcher

sich in den 1980er Jahren verschiedene Unternehmen, ihre Kapitalstruktur in Form einer *dual class structure* zu organisieren.<sup>1068</sup> Ziel dieser Entscheidung war es, unerwünschte Übernahmen zu verhindern.<sup>1069</sup> Da die American Stock Exchange (AMEX) und die National Association of Securities Dealers (NASD) derartige Kapitalstrukturen erlaubten, sah sich die NYSE aufgrund des Konkurrenzdrucks gezwungen, ebenfalls *dual class structures* zuzulassen.<sup>1070</sup>

Die am weitesten verbreitete *dual class structure* bestand aus einer Klasse von Aktien mit 10 Stimmen pro Aktie, welche von Insidern gehalten wurde und einer Klasse von Aktien mit einer Stimme pro Aktie, die für den öffentlichen Verkauf angeboten wurde.<sup>1071</sup> Nach den Regelungen des Securities Exchange Act von 1934 bestand eine Zustimmungspflicht der Securities Exchange Commission (SEC) hinsichtlich dieser Regeländerung.<sup>1072</sup> Nachdem der Versuch gescheitert war, eine einheitliche Regelung für alle Börsenplätze in den Vereinigten Staaten zu erarbeiten, erließ die SEC in der Folge „Rule 19c-4“.<sup>1073</sup> Nach dieser war es den Börsen untersagt, Gesellschaften zu listen, welche entweder eine neue Aktienklasse emittiert oder andere Maßnahmen ergreifen, mit der Folge, dass die Stimmrechte des Inhabers pro Aktie aufgehoben, eingeschränkt oder ungleichmäßig reduziert werden.<sup>1074</sup> Folge einer solchen Regelung wäre ein Bestandsschutz für solche Gesellschaften gewesen, die eine „one share – one vote“ Kapitalstruktur hatten, hätte allerdings keine Neuemissionen mit einer *dual class structure* verhindert.<sup>1075</sup> Der U.S. Court of Appeals for the D.C. Circuit entschied jedoch in *Business Roundtable v. SEC*, dass der Erlass von Rule 19c-4 nicht von den Kompetenzen der SEC gedeckt gewesen ist.<sup>1076</sup>

---

die Verwendung von *dual class structures* untersagte. Allerdings wurde bereits im Jahr 1926 ein entsprechender Börsengang abgelehnt, vgl. *Ashton*, 68 St. John’s Law Review (1994), 863 (893).

<sup>1068</sup> *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (98); *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (3):

<sup>1069</sup> *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (98); *Lowenstein*, 89 Columbia Law Review (1989), 979 (982 f.); *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (4); *Howell*, 44 Journal of Corporate Finance (2017), 440 (446); *Ashton*, 68 St. John’s Law Review (1994), 863 (895).

<sup>1070</sup> *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (98); *Bebchuck/Kastiel*, 103 Virginia Law Review (2017), 585 (591, 596); *Gilson*, 73 Virginia Law Review (1987), 807 (807); *Lowenstein*, 89 Columbia Law Review (1989), 979 (979); *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (5).

<sup>1071</sup> *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (1); *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (98).

<sup>1072</sup> *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (99).

<sup>1073</sup> *Bebchuck/Kastiel*, 103 Virginia Law Review (2017), 585 (597); siehe detailliert zum Inhalt von Rule 19c-4 ) *Lowenstein*, 89 Columbia Law Review (1989), 979 (984); *Gordon*, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (8); *Howell*, 44 Journal of Corporate Finance (2017), 440 (446); *Ashton*, 68 St. John’s Law Review (1994), 863 (898).

<sup>1074</sup> Vgl. 17 C.F.R. § 240.19c-4.; *Lowenstein*, 89 Columbia Law Review (1989), 979 (980); *Howell*, 44 Journal of Corporate Finance (2017) 440 (446).

<sup>1075</sup> *Karmel*, 55 Villanova Law Review (2010), 93 (99); *Jarrell/Poulsen*, 20 Journal of Financial Economics (1988), 129 (131); *Ashton*, 68 St. John’s Law Review (1994), 863 (898); *Bayley*, 15 Journal of Corporate Law (1989), 17.

<sup>1076</sup> *Howell*, 44 Journal of Corporate Finance (2017), 440 (446).

Auf einen Vorschlag des SEC-Chairman *Arthur Levit Jr.* im Jahr 1993 hin adaptierten alle großen amerikanischen Börsen eine einheitliche Regel für disproportionale Stimmrechte.<sup>1077</sup> Nach dieser können Gesellschaften mit *dual class shares* öffentlich angeboten werden. Eine Limitierung existiert nicht. Allerdings dürfen Gesellschaften keine Veränderungen vornehmen, die bestehende Stimmrechte von Aktionären beschränken.<sup>1078</sup> Diese einheitliche Regelung besteht bis heute für alle großen amerikanischen Börsen.

Eine erhöhte Anzahl an Börsengängen von Gesellschaften mit *dual class structure* war in Folge des IPO von Google<sup>1079</sup> 2004 zu beobachten.<sup>1080</sup> Vor allem bekannte Technologieunternehmen wie Facebook<sup>1081</sup>, Groupon, Dropbox, LinkedIn, Snap, Trip Advisor, oder Zynga entschieden sich für einen Börsengang mit zwei Anteilklassen.<sup>1082</sup> Die Verbreitung ist allerdings nicht auf die Technologiebranche beschränkt. Bekannte Gesellschaften aus anderen Branchen sind beispielsweise AMC, Berkshire Hathaway, Cablevision, CBS, Comcast oder Ford<sup>1083</sup>.<sup>1084</sup>

*Dual class structures* werden in den USA weiterhin kritisiert. So hat sich beispielsweise eine Gruppe sehr prominenter institutioneller Investoren 2017 auf einen „Stewardship Code“ geeinigt, welcher *dual class structures* grundsätzlich ablehnt.<sup>1085</sup>

### 3. Corporate Governance Probleme

Eine Analyse von amerikanischen Gesellschaften mit einer *dual class structure* zwischen 1995 und 2005 zeigt, dass diese einen geringeren Unternehmenswert haben.<sup>1086</sup> Die Untersuchung legt weiterhin dar, dass je größer die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in der jeweiligen Gesellschaft ist, desto geringer der Unternehmenswert.<sup>1087</sup> Eine weitere Studie zeigt, dass die Aktien von Unternehmen mit einer *dual class structure* bis zu fünf

---

<sup>1077</sup> *Howell*, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (447).

<sup>1078</sup> *Howell*, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (447).

<sup>1079</sup> Jetzt Alphabet Inc.

<sup>1080</sup> *Bebchuck/Kastiel*, ecki Law Working Paper N 434/2018, S. 6.

<sup>1081</sup> Siehe auch *Howell*, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (440 f.) zur konkreten Stimmrechtsverteilung.

<sup>1082</sup> *Bebchuck/Kastiel*, 103 *Virginia Law Review* (2017), 585 (595).

<sup>1083</sup> Siehe detailliert zur Struktur von Ford *Howell*, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (441).

<sup>1084</sup> *Bebchuck/Kastiel*, 103 *Virginia Law Review* (2017), 585 (595).

<sup>1085</sup> Investor Stewardship Group, Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation /Feb. 7, 2017.

<sup>1086</sup> *Gompers/Ishii/Metrick*, 23 *Rev. Fin. Stud.* (2010), 1051 (1054).

<sup>1087</sup> *Gompers/Ishii/Metrick*, 23 *Rev. Fin. Stud.* (2010), 1051 (1054 f.); siehe zu dieser Erkenntnis auch *Bebchuck/Kastiel*, ecki Law Working Paper N 434/2018, S. 7 ff.

Jahre nach dem Börsengang mit einem Preisabschlag gehandelt werden.<sup>1088</sup> Auch in den Vereinigten Staaten werden *dual class structures* als Nachteil für den Markt für Unternehmenskontrolle gesehen.<sup>1089</sup> Die Ausgabe von einer Aktienklasse ohne Stimmrechte isoliert die Verwaltung gegen einen Austausch durch einen Erwerber nach einer (feindlichen) Übernahme.<sup>1090</sup>

Die amerikanische Literatur stellt außerdem fest, dass die Verwendung von *dual class structures* zu erhöhten *agency costs* führt.<sup>1091</sup> Eine derartige Struktur erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Kontrolle über die Gesellschaft zur Realisierung von *private benefits* genutzt wird und reduziert den Wert der Gesellschaft aus Sicht der Aktionäre mit unterproportionalem Stimmrecht.<sup>1092</sup>

In jüngerer Zeit wurde argumentiert, dass, selbst wenn die *dual class structure* im Zeitpunkt des Börsengangs gewisse Vorteile mit sich bringen sollte, diese jedenfalls im Laufe der Zeit immer weiter abnehmen.<sup>1093</sup> Vor allem ist die Optimalität der Kontrolle der Gründer über die Gesellschaft mit zunehmendem Zeitablauf immer mehr infrage zu stellen.<sup>1094</sup>

#### 4. Lösung des Problems aus amerikanischer Perspektive

In den Vereinigten Staaten wird streng zwischen der Situation eines *dual class*-IPO und derjenigen einer *dual class*-Rekapitalisierung unterschieden. Während ein Börsengang mit zwei hinsichtlich der Stimmrechtsmacht unterschiedlichen Aktienklassen in der Regel als unproblematisch eingestuft wird, wird eine entsprechende Rekapitalisierung kritisch gesehen.<sup>1095</sup> Argument für die unterschiedliche Bewertung ist, dass unter der Annahme hinreichend effizienter Märkte und ausreichender Offenlegung durch einen angemessenen Abschlag auf den Aktienpreis ein Ausgleich für die durch die disproportionale Stimmrechtsmacht entstehenden Probleme etabliert

---

<sup>1088</sup> Smart/Thirumalai/Zutter, 45 *Journal of Accounting and Economics* (2008), 94 (94).

<sup>1089</sup> Bebchuck/Kastiel, ecki Law Working Paper N 434/2018, S. 9; Howell, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (440 f.).

<sup>1090</sup> Howell, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (443).

<sup>1091</sup> Howell, 44 *Journal of Corporate Finance* (2017), 440 (443); siehe empirisch auch Gompers/Ishii/Metrick, 23 *Rev. Fin. Stud.* (2010), 1051 (1054).

<sup>1092</sup> Masulis/Wang/Xie, 64 *The Journal of Finance* (2009), 1697 ff.; Amoako-Adu/Baulkaran/Smith, *Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper*.

<sup>1093</sup> Bebchuck/Kastiel, 103 *Virginia Law Review* (2017), 585 (604 ff.).

<sup>1094</sup> Bebchuck/Kastiel, 103 *Virginia Law Review* (2017), 585 (604 ff.).

<sup>1095</sup> Gordon, 76 *Cal. L. Rev.* (1988), 1 (10); differenzierend auch Ashton, 68 *St. John's Law Review* (1994), 863 (866); Jarrell/Poulsen, 20 *Journal of Financial Economics* (1988), 129 ff. Letzterer Aufsatz steht jedoch unter den besonderen Vorzeichen einer Ankündigung der NYSE, *dual class companies* zu delisten.

wird.<sup>1096</sup> Auf diese Weise werden die erhöhten *agency costs* durch die Gründer der Gesellschaft getragen, denn diese können durch den Börsengang eine geringere Menge an Kapital einsammeln.<sup>1097</sup>

Diese Differenzierung deutet auf den Lösungsansatz hin. Bei ausreichender Transparenz wird die Problemlösung in den Bereich der Eigenverantwortlichkeit der Aktionäre gestellt. Die Möglichkeit der Einpreisung der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Probleme ist zentraler Ausdruck der Eigenverantwortlichkeit. Hinreichende Transparenz ist somit aus amerikanischer Perspektive ein probater Lösungsansatz für die bestehende Problematik.<sup>1098</sup> Es bestehen insoweit erhebliche Parallelen zur Bewertung von Vorzugsaktien nach deutschem Recht. Die Daseinsberechtigung dieser wird trotz der bestehenden Probleme mit der Einpreisungsmöglichkeit gerechtfertigt. Gemeinsame Lösungsmöglichkeit ist somit hinreichende Transparenz.

Eine weitere Lösungsmöglichkeit nach amerikanischem Recht wird in Deutschland bereits praktiziert. Vorgeschlagen wird, dass der prozentuale Anteil an nicht stimmberechtigten Aktien beschränkt wird.<sup>1099</sup> Für das Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ist eine entsprechende Beschränkung im deutschen Aktienrecht in § 139 Abs. 1 S. 2 AktG vorgesehen.

Ein weiterer Vorschlag zur Entspannung der bestehenden Probleme liegt in der Einführung zusätzlicher Aktionärsschutzbestimmungen in Gesellschaften mit einer *dual class structure*.<sup>1100</sup> Entsprechend anderen Regelungen im Gesellschaftsrecht, welche speziell zur Reduktion von *agency costs* etabliert worden sind, soll auf die durch die Disproportionalität entstehenden *agency costs* durch entsprechende Regelungen reagiert werden.<sup>1101</sup> Vorgeschlagen wird, dass für Geschäfte zwischen Gesellschaft und Aktionären durch die Gerichte ein strengerer Prüfungsmaßstab angelegt werden sollte, wenn die Aktionäre im Vergleich zu ihrer Stimmrechtsmacht unterproportional betroffen sind.<sup>1102</sup> Weiterhin wird gefordert, bei Gesellschaften, in denen eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit

---

<sup>1096</sup> Gordon, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (10).

<sup>1097</sup> Gordon, 76 Cal. L. Rev. (1988), 1 (10), Fn. 23; Jensen/Meckling, 3 J. Fin. Econ. (1976), 305 (312 f.).

<sup>1098</sup> So auch Bebchuck/Kastiel, ecgi Law Working Paper N 434/2018, S. 42.

<sup>1099</sup> Bebchuck/Kastiel, ecgi Law Working Paper N 434/2018, S. 49.

<sup>1100</sup> Bebchuck/Kastiel, ecgi Law Working Paper N 434/2018, S. 50 ff.

<sup>1101</sup> Bebchuck/Kastiel, ecgi Law Working Paper N 434/2018, S. 50.

<sup>1102</sup> Bebchuck/Kastiel, ecgi Law Working Paper N 434/2018, S. 51.

besteht, die Mehrheit der Board-Mitglieder mit unabhängigen Kandidaten zu besetzen.<sup>1103</sup> Auf diese Weise soll ein Gegengewicht zur Einflussnahme durch die Aktionäre etabliert werden. Die Einrichtung eines separaten Corporate Governance Systems weist konzeptionell erhebliche Gemeinsamkeiten mit der legislativen Reaktion des Gesetzgebers auf die in der Investmentaktiengesellschaft bestehenden Probleme durch die Disproportionalität auf.

## 5. Zwischenergebnis

Aus der Untersuchung der *dual class structures* lassen sich Erkenntnisse für die vorliegende Abhandlung gewinnen. Die unterschiedliche Behandlung von Börsengängen mit zwei unterschiedlichen Aktienklassen verglichen mit einer entsprechenden Rekapitalisierung zeigt, dass die rechtswissenschaftliche Literatur in den Vereinigten Staaten die durch die disproportionale Stimmrechtsmacht entstehenden Probleme dann nicht für erheblich hält, wenn eine Einpreisungsmöglichkeit für die Aktionäre besteht. Auf diese Weise tragen letztlich die Gründer die Kosten der Disproportionalität. Bedingung einer Einpreisungsmöglichkeit ist Transparenz. Die Schaffung von Transparenz kann folglich als probates Lösungsmittel für die aus der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Probleme gesehen werden.

## F. Gegenüberstellende Problemlösung betreffend die einzelnen Konstellationen

Die drei untersuchten Fälle nach deutschem Recht, in welchen Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip bestehen, werden im Folgenden vergleichend gegenüber gestellt und für die jeweils bestehenden Probleme Lösungen erarbeitet. Hierbei werden sowohl *de lege lata* bestehende rechtliche Regelungen auf ihre Problemlösungskompetenz hin überprüft, als auch erforderliche Weiterentwicklungen *de lege ferenda* in Betracht gezogen.

---

<sup>1103</sup> *Bebchuck/Kastiel*, *ecgi Law Working Paper N 434/2018*, S. 52.

## I. Problem der erhöhten *agency costs*

Zunächst wurde für Vorzugsaktien<sup>1104</sup>, Empty Voting Konstellationen<sup>1105</sup>, Investmentaktiengesellschaften<sup>1106</sup> und *dual class structures*<sup>1107</sup> festgestellt, dass die jeweilige Abweichung vom Proportionalitätsprinzip zu erhöhten *agency costs* führt. Hervorgerufen werden diese Kosten in allen Konstellationen durch eine Verschärfung des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts zwischen den Aktionären. Ursache dieser Verschärfung ist die im Vergleich zur Stimmrechtsmacht reduzierte Selbstbetroffenheit, welche dazu führt, dass die Aktionäre, welche von ihren Entscheidungen im Vergleich zu den übrigen Aktionäre unterproportional betroffen sind, die Berechnung des Erwartungswerts eines opportunistischen Verhaltens abweichend vornehmen können. Sie müssen die negativen Folgen ihres Verhaltens, welche beispielsweise dadurch eintreten, dass sie der Gesellschaft *private benefits* entziehen und welche in der Regel durch alle Aktionäre in Form eines geringen Aktienkurses und geminderter Dividenden zu tragen sind, nicht in vollem Umfang von den persönlichen wirtschaftlichen Vorteilen der Entscheidung abziehen.

## II. Reetablierung einer Rechtsschutzkomponente gegen Opportunismus

Die Lösung für das Problem der erhöhten *agency costs* hat sich an der Figur des als Idealbild definierten proportional betroffenen Aktionärs zu orientieren. Bei diesem besteht in der proportionalen Selbstbetroffenheit bei der Stimmrechtsausübung eine Rechtsschutzkomponente, welche die Mitaktionäre schützt.<sup>1108</sup> Abstraktes Ziel einer Lösung muss es daher sein, eine Rechtsschutzkomponente zu reetablieren, welche einer opportunistischen Stimmrechtsausübung durch einen unterproportional betroffenen Aktionär entgegenwirkt.

Das Bedürfnis nach einer solchen Rechtsschutzkomponente ist freilich nicht in allen untersuchten Fällen gleich groß. Bei einer Aktiengesellschaft, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat, besteht zwar durchaus ein erheblich zugespitzter vertikaler Prinzipal-Agent-Konflikt. Allerdings ist dieser transparent, denn potenzielle Anleger kennen beim Erwerb einer Vorzugsaktie die ungleiche Verteilung der Stimmrechtsmacht. Dennoch besteht auch in diesen Fällen ein grundsätzliches Regelungsbedürfnis. Ungleich größer ist das Bedürfnis in Empty Voting

---

<sup>1104</sup> Vgl. hierzu oben unter E.I.7.a).

<sup>1105</sup> Vgl. hierzu oben unter E.II.4.a).

<sup>1106</sup> Vgl. hierzu oben unter E.III.3.b).

<sup>1107</sup> Vgl. hierzu oben unter E.IV.3.

<sup>1108</sup> Vgl. hierzu oben unter D.VI.1.

Konstellationen, da in diesen mangels Publizität keine Einpreisungsmöglichkeit besteht. Bei Investmentaktiengesellschaften ist das Bedürfnis wiederum geringer, denn das aufgezeigte eigene Corporate Governance System schützt die Anlageaktionäre ohnehin. Eine Notwendigkeit des Rechtsschutzes ergibt sich in diesen Fällen dennoch, denn den Anlageaktionären kommen keine Aktionärsrechte zu. Aus diesem Grund sind sie der Mehrheitsmacht der Unternehmensaktionäre bei deren Stimmrechtsmacht ausgeliefert. Insbesondere fehlen ihnen Informationsrechte, welche ihnen den Gebrauch des Corporate Governance Systems erleichtern.

### III. Konkrete Ausgestaltung

#### 1. Stimmverbot gemäß § 136 Abs. 1 AktG

In Betracht kommt ein Stimmverbot gemäß § 136 Abs. 1 AktG zur Eindämmung der *agency costs* im vertikalen Verhältnis. Ein solches Stimmverbot könnte eingreifen, wenn sich ein Aktionär gegenüber seinen Mitaktionären opportunistisch verhält. Auf diese Weise könnten die *agency costs* insbesondere in Form der Überwachungskosten gesenkt werden, denn eine Überwachung durch die Mitaktionäre wäre in den prekären Situationen nicht mehr erforderlich. Das Stimmverbot würde eine nachteilige Einwirkung verhindern. Auf diese Weise würde der durch die verminderte wirtschaftliche Betroffenheit reduzierte Rechtsschutz in Form des Stimmverbots wieder eingeführt werden.

§ 136 Abs. 1 S. 1 AktG regelt, dass niemand für sich oder für einen anderen das Stimmrecht ausüben kann, wenn darüber Beschluss gefasst wird, ob er zu entlasten oder von einer Verbindlichkeit zu befreien ist oder ob die Gesellschaft gegen ihn einen Anspruch geltend machen soll. Durch die Vorschrift wird bezweckt, Sonderinteressen von Aktionären zu neutralisieren, welche typischerweise dazu führen würden, dass sich das aus den Einzelstimmen konstituierende Ergebnis der Abstimmung nicht am Gesellschaftsinteresse, sondern an den Eigeninteressen der Abstimmenden ausrichtet.<sup>1109</sup> Hierfür wird die Sonderinteressen unterliegende Person von der Abstimmung ausgeschlossen, wobei es nicht darauf ankommt, wie sie abzustimmen

---

<sup>1109</sup> RGZ 60, 172, 173; BGHZ 108, 21, 26 f. = NJW 1989, 2694; Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 146 ff., 157 ff.; Hüffer/Koch, AktG, § 136 Rn. 1; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 136 Rn. 5; Grigoleit/Herrler, AktG, § 136 Rn. 1; Henssler/Strohn/Liebscher, GesR/AktG, § 136 Rn. 1; Hüffer, FS Heinsius, 337 (341); Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 136 Rn. 1; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 1, 3; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 136 Rn. 1.

beabsichtigt.<sup>1110</sup> Die Wahrung des Verbandsinteresses kann in den in § 136 AktG genannten Fällen vom Abstimmenden nicht erwartet werden, da die sich aus der Abstimmung ergebenden Vorteile für seine privaten Interessen die mittelbar durch seine Kapitalbeteiligung erlittenen Nachteile auf Verbandsebene übersteigen.<sup>1111</sup> Funktional-ökonomisch steht die Regelung daher in engem Zusammenhang zu *private benefits*,<sup>1112</sup> welche vorliegend als ausschlaggebende Gefahr innerhalb des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts erkannt worden sind. Der Vorteil der Anwendung eines Stimmverbots zur Entspannung des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts läge darin, dass auf diese Weise die nicht durch den Interessenkonflikt, welcher sich durch die Reduzierung der grundsätzlich interessengleichrichtenden wirtschaftlichen Betroffenheit ergibt, betroffenen Aktionäre letztlich durch ihre Entscheidungsmacht zu Kontrolleuren derjenigen Aktionäre werden würden, in deren Person eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit besteht.<sup>1113</sup>

Zu beachten ist freilich, dass ein Stimmverbot nur für Empty Voting Konstellationen in Betracht kommt, denn bei Investmentaktiengesellschaften und Vorzugsaktien ist denjenigen Aktionären, die von ihren Entscheidungen nicht im Umfang ihrer Stimmrechtsmacht betroffen sind, per Gesetz die Ausübung des Stimmrechts erlaubt, obwohl dem Gesetzgeber die Divergenz bewusst gewesen ist. Die Annahme eines Stimmverbots gemäß § 136 AktG würde daher eine bewusste gesetzgeberische Entscheidung konterkarieren.

#### a) Direkte Anwendung

Eine direkte Anwendung der Stimmverbote des § 136 Abs. 1 AktG auf Empty Voting Konstellationen scheidet aus, da diese sich nicht unter den Wortlaut der einzelnen Tatbestände subsumieren lassen.<sup>1114</sup>

---

<sup>1110</sup> Abstrakte Betrachtungsweise des Stimmverbots; vgl. Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 3; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 136 Rn. 2.

<sup>1111</sup> In diese Richtung auch Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 3; Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 157 ff. Siehe die weniger ökonomisch geprägte Regierungsbegründung „In diesen Fällen überwiegt das persönliche Interesse am Abstimmungsergebnis das mitgliedschaftliche Interesse derart, dass eine auf das mitgliedschaftliche Interesse ausgerichtete Stimmabgabe nicht erwartet werden kann“.

<sup>1112</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 3.

<sup>1113</sup> Siehe zu diesem Gedanken und dem parallel gelagerten Problem der „majority of the minority“ Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 17.

<sup>1114</sup> So auch Tautges, Empty Voting, S. 249; Mittermeier, Empty Voting, S. 301, welcher jedoch auf die Kategorie des „gegenläufigen Investments“ abstellt.

## b) Analoge Anwendung

In Betracht käme eine analoge Anwendung. Hierfür wäre erforderlich, dass sich der Anwendungsbereich des § 136 Abs. 1 AktG zunächst im Allgemeinen auf Interessenkonflikte ausdehnen lässt. In einem zweiten Schritt müssten Empty Voting Konstellationen als derartige ein Stimmverbot legitimierende Interessenkonflikte zu qualifizieren sein.

### aa) Gesamtanalogie

Ein derartiges Stimmverbot könnte aus einer Gesamtanalogie zu denjenigen Vorschriften gewonnen werden, die einen Stimmrechtsausschluss bei Interessenkollision vorschreiben.<sup>1115</sup> Hierbei ist vor allem an die §§ 34, 712 Abs. 1 BGB, § 47 Abs. 4 GmbHG, § 43 Abs. 6 GenG, §§ 113 Abs. 2, 117, 127 HGB zu denken, welche allesamt Stimmverbote bei Interessenkonflikten statuieren.<sup>1116</sup>

### (i) Ansicht von *Wilhelm* und *K. Schmidt*: Analoge Anwendung im Fall von Interessenkollision entsprechend dem Rechtsgedanken des § 181 BGB

Nach Ansicht von *Wilhelm* ist Hintergrund der gesetzlich geregelten Fälle des Stimmverbots der Rechtsgedanke des Verbots des Inschlaggeschäfts gemäß § 181 BGB.<sup>1117</sup> Außerdem sieht er die Evidenz des Interessenkonflikts als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal.<sup>1118</sup> So nimmt auch *K. Schmidt* unter Hinweis auf das Verbot des Inschlaggeschäfts an, dass ein Stimmverbot in analoger Anwendung von § 136 AktG eingreifen soll, wenn über ein Rechtsgeschäft mit einem Aktionär abgestimmt wird.<sup>1119</sup> Die positiv geregelten Stimmverbote sieht *K. Schmidt* hierbei nur als unvollkommenen Ausdruck eines allgemeinen verbandsrechtlichen Prinzips.<sup>1120</sup> Solange der

<sup>1115</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 50; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 20; Grigoleit/*Herrler*, AktG, § 136 Rn. 10; Spindler/*Stilz/Rieckers*, AktG, § 136 Rn. 15; K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 29.

<sup>1116</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 50; MüKoAktG/*Arnold*, AktG § 136 Rn. 21; *Tautges*, Empty Voting, S. 248.

<sup>1117</sup> *Wilhelm*, Rechtsform, S. 66 ff.; *ders.*, JZ 1976, 674; *ders.*, NJW 1983, 912 ff.; *ders.*, Kapitalgesellschaftsrecht, S. 438; dem Gedanken des Inschlaggeschäfts als dogmatischem Hintergrund zustimmend *K. Schmidt*; Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851).

<sup>1118</sup> *Wilhelm*, Rechtsform, S. 66 ff.; *ders.*, JZ 1976, 674; *ders.*, NJW 1983, 912 ff.; *ders.*, Kapitalgesellschaftsrecht, S. 438.

<sup>1119</sup> *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851).

<sup>1120</sup> *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851).

Gesetzgeber untätig bleibe, seien die bestehenden Wertungswidersprüche durch institutionelle Rechtsfortbildung zu beheben.<sup>1121</sup>

Fraglich ist, ob nach den Leitlinien dieser Ansicht *sub specie* des Rechtsgedankens von § 181 BGB ein Stimmverbot in Empty Voting Konstellationen angenommen werden könnte. Vor allem bei Empty Voting Sachverhalten in Übernahmekonstellationen, in welchen der Empty Voter auch an der Zielgesellschaft beteiligt ist, könnte der Rechtsgedanke des § 181 BGB eingreifen.<sup>1122</sup> Der betreffende Aktionär dürfte aufgrund einer analogen Anwendung von § 136 AktG in einem solchen Fall beispielsweise nicht abstimmen, wenn der Vorstand der Bietergesellschaft die Entscheidung über die Abgabe des Übernahmeangebots der Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG vorlegt oder wenn über eine Kapitalerhöhung zur Finanzierung der Übernahme abgestimmt wird.<sup>1123</sup>

Es erscheint jedoch darüber hinaus nicht ausgeschlossen, auch in anderen Konstellationen des Empty Votings ein Stimmverbot aufgrund einer analogen Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG nach dem Rechtsgedanken des § 181 BGB anzunehmen. Gedanklicher Ausgangspunkt ist, dass das Rechtsgeschäft, auf welches sich der Interessenkonflikt bezieht, nicht zwangsläufig die Umsetzung des Hauptversammlungsbeschlusses sein muss. Vielmehr kann auch der Beschluss selbst dieses Rechtsgeschäft sein.<sup>1124</sup> Bezogen auf Empty Voting Konstellationen lässt sich dies leicht verdeutlichen. Stimmt ein Aktionär in der Hauptversammlung im Rahmen einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz ab und hat er aufgrund mehrerer zuvor abgeschlossener Equity Swaps ein Interesse daran, dass sich der Aktienkurs der Gesellschaft negativ entwickelt, so wird er im Rahmen des Hauptversammlungsbeschlusses seine Abstimmungsentscheidung nicht an den Interessen der Gesellschaft ausrichten. Der Interessenkonflikt liegt hierbei darin, dass der Aktionär aufgrund seiner außerverbandlichen Interessen aus dem Derivat wirtschaftlich gesehen „auf beiden Seiten“ des Rechtsgeschäfts „Hauptversammlungsbeschluss“ steht. Dies würde eine Anwendung des Rechtsgedankens des

---

<sup>1121</sup> K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851).

<sup>1122</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 302.

<sup>1123</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 302.

<sup>1124</sup> Siehe zur Rechtsnatur des Beschlusses als nicht vertragliches, mehrseitiges Rechtsgeschäft eigener Art die herrschende Meinung bei Kölner Komm AktG/Tröger, § 136 Rn. 38; Grigoleit/Herrler, AktG, § 133 Rn. 2; Hüffer/Koch, AktG, § 133 Rn. 3; Lutter, FS Quack, 301 (303); Winnefeld, DB 1972, 1053 (1055 f.); Noack, Fehlerhafte Beschlüsse, S. 15 ff.; aus der Rechtsprechung BGHZ 65, 93, 97 f.; offen gelassen hingegen bei BGHZ 124, 111 (122).

§ 181 BGB und in der logischen Konsequenz eine analoge Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG auf derartige Konstellationen rechtfertigen.

Der Vorteil einer analogen Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG auf Empty Voting Konstellationen im Hinblick auf die *agency costs* im horizontalen Verhältnis würde aus Sicht der Mitaktionäre darin bestehen, dass sie bei Abstimmungen geringere Überwachungskosten im Hinblick auf etwaig bestehende Interessenkonflikte bei den an der Abstimmung beteiligten Mitaktionäre aufwenden müssten. Ein Stimmverbot würde eine von verbandsfremden Interessen geleitete Teilnahme an der Abstimmung von vornherein unterbinden.

### **(ii) Herrschende Meinung: Keine Gesamtanalogie**

Die herrschende Meinung lehnt eine Gesamtanalogie zu den genannten Vorschriften ab.<sup>1125</sup> Gegen eine solche spreche der kasuistische Regelungsansatz des Gesetzgebers, welcher eine zu Rechtsunsicherheiten führende Einzelfallbetrachtung vermeiden sollte.<sup>1126</sup> Auch eine historische Auslegung der Vorschrift soll diese Ansicht stützen: Der Gesetzgeber des Aktiengesetzes 1937 hat bei der Einführung des § 114 Abs. 5 AktG 1937 gerade nicht den Regelungsgehalt des § 252 Abs. 3 S. 2 HGB 1900<sup>1127</sup> übernommen, welcher ausdrücklich ein Stimmverbot für die „Vornahme eines Rechtsgeschäfts mit dem Aktionär“ vorsah.<sup>1128</sup> Außerdem wird speziell zur Übertragung des Rechtsgedankens des § 181 BGB vorgetragen, dass es bei der Beschränkung der Vertretungsmacht nach dieser Vorschrift zwar tatsächlich um die Entschärfung eines materiellen Interessenskonflikts geht, das Vorliegen eines solchen Interessenskonflikts aber im Sinne der Rechtssicherheit an rein formalen Kriterien (Tätigkeit auf beiden Seiten des Rechtsgeschäfts) festgemacht wird.<sup>1129</sup>

<sup>1125</sup> OLG Düsseldorf AG 2006, 202, 206 („Edscha“); OLG Köln AG 2017, 351 (356 f.); Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 50; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 136 Rn. 4, 29; Zöllner, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 161 ff.; Hüffer/Koch, § 136 Rn. 3, 18; U. H. Schneider, ZHR 150 (1986), 609 (613); Hölters/Hirschmann, AktG, § 136 Rn. 7; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 136 Rn. 15; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 136 Rn. 21; Grigoleit/Herrler, AktG, § 136 Rn. 10, jeweils mit weiteren Nachweisen.

<sup>1126</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 50; Hügel/Klepsch, NZG 2005, 905 (906); MüKoAktG/Arnold, AktG, § 136 Rn. 21.

<sup>1127</sup> Handelsgesetzbuch vom 10.5.1897, RGBl. Nr. 23, 241.

<sup>1128</sup> Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 6, 50; Tautges, Empty Voting, S. 249; Ostler, Stimmrecht, S. 165 f., 168 f.

<sup>1129</sup> Siehe im Detail zu dieser Argumentation Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 51; siehe zur rein formalen Auslegung des § 181 BGB MüKoBGB/Schubert, BGB, § 181 Rn. 2; § 181 BGB wird auf dieser Grundlage auch als „formale Ordnungsvorschrift“ bezeichnet, vgl. BGH WM 1981, 66.

Diese Ansicht zugrunde gelegt würde in Empty Voting Konstellationen kein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG eingreifen, da der Anwendungsbereich der Vorschrift nicht allgemein auf Interessenkonflikte ausgedehnt werden kann.

### (iii) Eigene Ansicht

Problematisch an der zuletzt dargelegten Ansicht ist die der Vorschrift des § 181 BGB unterstellte streng formale Betrachtungsweise. Zwar erfolgt grundsätzlich eine solche formale Betrachtungsweise, welche sich am Wortlaut des § 181 BGB orientiert, es werden jedoch am Schutzzweck orientierte teleologische Einschränkungen und Erweiterungen der Norm vorgenommen.<sup>1130</sup>

Das formale Kriterium der „Tätigkeit auf beiden Seiten des Rechtsgeschäfts“ wird in beide Richtungen aufgeweicht. So kann § 181 BGB im Einzelfall trotz Personenidentität unanwendbar sein, wenn „in einem fest umrissenen Rechtsbereich die Gefahr einer Interessenkollision schlechthin, d. h. ohne Rücksicht auf den Einzelfall nicht besteht.“<sup>1131</sup> Diese beiden Kriterien (fest umrissener Rechtsbereich; keine Gefahr der Interessenkollision) liegen nach Ansicht des BGH<sup>1132</sup> bei gewöhnlichen Gesellschafterbeschlüssen vor. In diesen Fällen findet § 181 BGB trotz Personenidentität keine Anwendung. *Vice versa* ist § 181 BGB nach Ansicht des BGH<sup>1133</sup> auch in bestimmten Fällen einer Interessenkollision ohne Personenidentität anwendbar sein. Zu nennen sind hierbei vor allem Fälle von amtsempfangsbedürftigen Willenserklärungen.<sup>1134</sup> Weiterhin wird eine analoge Anwendung angenommen, wenn ein Vertreter die Personenidentität durch die Bestellung eines Untervertreeters beseitigt.<sup>1135</sup> Eine analoge Anwendung kommt verallgemeinernd immer dann in Betracht, wenn ein offensichtlicher, typisierend umschreibbarer Interessenkonflikt besteht.<sup>1136</sup>

Auch wenn es sich bei den dargelegten Fällen um speziell gelagerte Sonderkonstellationen handelt, zeigen sie dennoch, dass im Rahmen des § 181 BGB eben kein rein formales Verständnis

<sup>1130</sup> MüKoBGB/Schubert, BGB, § 181 Rn. 5; BGHZ 161, 170 = NJW 2005, 415; BGH NJW 1989, 2542 (2543); 1985, 2407; BGHZ 91, 334 (336) = NJW 1984, 2085; BGHZ 75, 358 (360 f.) = NJW 1980, 932; BFH NJW 1997, 1031; OLG Celle NJW-RR 2001, 175.

<sup>1131</sup> Jauernig/Mansel, BGB, § 181 Rn. 7 unter Verweis auf KG NJW 2017, 2358 Rn. 6.

<sup>1132</sup> BGHZ 52, 318, 65, 96 ff.

<sup>1133</sup> BGHZ 77, 9 f.

<sup>1134</sup> Jauernig/Mansel, BGB, § 181 Rn. 7.

<sup>1135</sup> HK-BGB/Dörner, BGB, § 181 Rn. 15.

<sup>1136</sup> MüKoBGB/Schubert, BGB, § 181 Rn. 6;

anzulegen ist. In bestimmten Fällen greift die Vorschrift ein, obwohl keine Personenidentität besteht, sodass aus ihr durchaus eine von formalen Kriterien unabhängige übergeordnete Zielsetzung der Vermeidung von Interessenkonflikten exzerpiert werden kann. § 181 BGB kann damit der übergeordnete Rechtsgedanke entnommen werden, dass grundsätzlich bestehende Rechtsmacht immer dann begrenzt werden muss, wenn ein offensichtlich bestehender, typisierend umschreibbarer Interessenkonflikt besteht. Zur Wahrung der Rechtssicherheit verlangt dieser Rechtsgedanke keine Einzelfallprüfung, sondern eine abstrakt generelle Betrachtungsweise. Aus diesem Rechtsgedanken der Vorschrift kann folglich das Fundament für ein umfassendes Stimmverbot im Fall von Interessenkonflikten im Aktienrecht analog § 136 Abs. 1 AktG gezogen werden.<sup>1137</sup> Die zu § 181 BGB entwickelten Leitlinien müssen auf die analoge Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG übertragen werden, sodass auch hier ein Stimmverbot nur in Fällen von offensichtlich bestehenden, typisierend umschreibbaren Interessenkonflikten besteht.

Fraglich erscheint, wie mit dem historischen Argument der herrschenden Meinung umzugehen ist. Aufgrund der fehlenden Planwidrigkeit der Regelungslücke erscheint eine analoge Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG auf näher zu definierende Fälle von Interessenkonflikten ausgeschlossen, da sich der historische Gesetzgeber des Aktienrechts 1937 ausdrücklich für die Abschaffung des Stimmverbots entschieden hat.<sup>1138</sup>

Der historische Wille des Gesetzgebers ist jedoch genau zu untersuchen. Hierbei kann festgestellt werden, dass die Entscheidung, § 252 Abs. 2 S. 3 HGB 1900 nicht in das Aktiengesetz zu übertragen, damit begründet worden ist, dass die Vorschrift durch „den Stand der Rechtsprechung, welche sie sehr einengend ausgelegt hat, bedeutungslos geworden“ ist.<sup>1139</sup> Hintergrund dieser Rechtsprechung waren vor allem konzernrechtliche Sachverhalte, welche im heutigen Recht durch die §§ 291 ff. AktG geregelt sind.<sup>1140</sup> Dem Regelungsbereich dieser konzernrechtlichen Sachverhalte und der in der Regierungsbegründung erwähnten Rechtsprechungstendenz liegt allerdings der Gedanke zugrunde, dass ein mit Aktienmehrheit beteiligtes Unternehmen über einen

---

<sup>1137</sup> A.A. Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 51.

<sup>1138</sup> Ausdrücklich auf die fehlende Planwidrigkeit abstellend *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 136 Rn. 15; *K. Schmidt/Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 29; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 303. Die beiden zuletzt genannten Autoren begründen dies jedoch unter Hinweis auf BGH NJW 1986, 2051, 2052. In dieser Entscheidung geht es jedoch um § 47 Abs. 4 GmbHG, welchem das Gericht sogar ausdrücklich einen übergeordneten Rechtsgedanken des Verbots des Richtens in eigener Sache entnimmt und zugleich in bestimmten Fällen eine sinngemäße Anwendung der Vorschrift bejaht.

<sup>1139</sup> Amtliche Begründung, in *Klausning*, Aktiengesetz, S. 101.

<sup>1140</sup> *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851); *Flume*, Juristische Person, § 7 V 4.

Unternehmensvertrag, welcher zwischen der Aktiengesellschaft und diesem Unternehmen geschlossen werden soll, mit abstimmen dürfen muss,<sup>1141</sup> denn Unternehmensverträge sind Organisationsverträge, welche die wirtschaftliche und rechtliche Struktur der durch sie verpflichteten Aktiengesellschaft ändern.<sup>1142</sup> Aus dieser Sonderkonstellation kann aber gerade nicht gefolgert werden, dass ein Aktionär befugt ist, auch sonst über Geschäfte zwischen ihm selbst und der Aktiengesellschaft abzustimmen.<sup>1143</sup>

Die Intention des historischen Gesetzgebers hinter der Abschaffung des Stimmverbots kann folglich damit zusammengefasst werden, dass dieser keine Regelung in das neue Aktiengesetz übernehmen wollte, welche durch die Rechtsprechung unmittelbar wieder ausgehöhlt werden würde. Ein in Rechtsfortbildung gewonnenes Stimmverbot für offensichtliche, typisierend umschreibbare Interessenkonflikte würde dem Willen des historischen Gesetzgebers nicht widersprechen, denn ein solches würde die Stimmberechtigung in den gesetzlich ausdrücklich zulässigen Fällen nicht berühren. Die Rechtsfortbildung ließe sich anders gewendet ohne die Notwendigkeit einer Beschränkung durch die Rechtsprechung in das bestehende System des Aktienrechts integrieren, denn die vor allem aus konzernrechtlicher Sicht notwendigen Einschränkungen sind bereits durch den Gesetzgeber vorgenommen worden. Hätte es mit §§ 291 ff. AktG vergleichbare Regelungen bei Einführung des Aktiengesetzes 1937 bereits gegeben, hätte der historische Gesetzgeber das Stimmverbot des Aktionärs für Geschäfte zwischen ihm und der Aktiengesellschaft nicht abschaffen müssen, denn die die Aushöhlung begründenden Erwägungen wären bereits gesetzlich verankert gewesen.

Diese Argumentationslinie zeigt, dass aus der Abschaffung des Stimmverbots für einen Aktionär bei Geschäften zwischen ihm und der Aktiengesellschaft nicht gefolgert werden kann, dass der Wille des historischen Gesetzgebers gegen ein in Rechtsfortbildung gewonnenes Stimmverbot für offensichtliche, typisierend umschreibbare Interessenkonflikte spricht.

---

<sup>1141</sup> K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851).

<sup>1142</sup> K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851); heute ganz hM, vgl. BGHZ 103, 1, 4 = NJW 1988, 1326 BGHZ 105, 324, 331 = NJW 1989, 295; BGHZ 116, 37, 43 = NJW 1992, 505; BGH NJW 1992, 1452, 1454 = ZIP 1992, 395; BFHE 127, 56 = AG 1980, 309; OLG Hamm ZIP 1988, 1051 = DB 1988, 1842; BayObLG NJW 1989, 128 = AG 1988, 379; BayObLG NJW 1993, 1804 = AG 1993, 177 – BSW; OLG Karlsruhe AG 1994, 283 = WM 1993, 2092; OLG Düsseldorf AG 1992, 60; OLG Stuttgart AG 1998, 585; LG Konstanz AG 1993, 237 = ZIP 1992, 1736, 1737; aus der Literatur MüKoAktG/Altmeyden, AktG, § 291 Rn. 27; Bälz, AG 1992, 277, 286 f.; Spindler/Stilz/Veil, AktG, Vor § 291 Rn. 25 f.; K. Schmidt/Lutter/Langenbacher, AktG, § 291 Rn. 18.

<sup>1143</sup> K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 28 IV. 4. b)dd) (S. 851).

Ein auf diese Weise ausgestaltetes Stimmverbot trägt dazu bei, dem Schutzzweck des § 136 AktG zur Geltung zu verhelfen. Dieser besteht nach herrschender Meinung darin, Sonderinteressen von Aktionären zu neutralisieren, welche ihrer Art nach typischerweise dazu führen, dass sich die im Hauptversammlungsbeschluss mündende Stimmabgabe nicht überwiegend am Gesellschaftsinteresse, sondern an den Eigeninteressen des abstimmenden Aktionärs orientiert.<sup>1144</sup>

**(iv) Anwendung des in Rechtsfortbildung gewonnenen Stimmverbots für offensichtliche, typisierend umschreibbare Interessenkonflikte auf Empty Voting Sachverhalte**

Empty Voting Konstellationen sind, jedenfalls in Fällen, in welchen der Empty Voter aufgrund des Abschlusses der außerverbandlichen Empty Voting Transaktion ein Interesse an einer negativen wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaft hat, grundsätzlich als typisierbarer Fall eines Interessenskonflikts zu beschreiben. Ein solches Interesse an einer negativen wirtschaftlichen Entwicklung liegt allerdings nicht zwangsläufig in allen Empty Voting Konstellationen vor. Die Typisierung bedarf folglich im Sinne der Rechtssicherheit, welche im Rahmen von § 136 AktG von überragender Bedeutung ist<sup>1145</sup>, einer einschränkenden Präzisierung.

**(v) Unterschiedliche Interessenbilanz als einschränkende Präzisierung**

Als einschränkende Präzisierung, welche solche Empty Voting Konstellationen destillieren kann, die als typisierbarer Fall eines Interessenkonflikts eine analoge Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG nach vorliegend zugrunde gelegtem Verständnis begründen können, bietet sich das durch *Hu* und *Black* eingeführte Kriterium der „*net economic ownership*“ an.<sup>1146</sup> Dieses definieren die Autoren als „*a person's combined economic ownership of host shares and coupled assets*“.<sup>1147</sup> Die Autoren etablieren durch diese Betrachtungsweise das Konzept einer „Interessenbilanz“.<sup>1148</sup> Hiernach kann die anreizstrukturierende wirtschaftliche Betroffenheit errechnet werden, indem die wirtschaftliche Betroffenheit aus den stimmberechtigten Aktien der betreffenden Gesellschaft zur

<sup>1144</sup> OLG München v. 23.4.2009 – 23 U 4199/08 – Rz. 30; Hüffer/*Koch*, AktG, § 136 Rn. 1; Thielmann/*Gahr*, AG 2016, 199 (202); K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 1.

<sup>1145</sup> Den Gedanken der Rechtssicherheit als Argument gegen eine analoge Anwendung betonend insbesondere Hügel/*Klepsch*, NZG 2005, 905 (906); MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 21; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 50.

<sup>1146</sup> Siehe zu diesem Konzept grundlegend *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (825).

<sup>1147</sup> *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (825).

<sup>1148</sup> Siehe zu diesem Terminus *Mittermeier*, Empty Voting, S. 182; hinsichtlich eines etwaigen Stimmverbots *de lege ferenda* ebenfalls nach Fallgruppen unterscheidend *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (73 ff.)

wirtschaftlichen Betroffenheit aus der jeweiligen Empty Voting Transaktion addiert wird, wobei Letztere negativ sein kann.<sup>1149</sup> Entsprechend der vorliegend etablierten Definition besteht die wirtschaftliche Betroffenheit aus den stimmberechtigten Aktien aus dem Dividendenanspruch und dem Aktienkurs<sup>1150</sup> der Gesellschaft. Die wirtschaftliche Betroffenheit aus der Empty Voting Transaktion setzt sich aus den insoweit erzielten Gewinnen oder Verlusten abzüglich etwaiger Transaktionskosten zusammen. Der Vergleich der beiden Positionen kann zu drei möglichen Ergebnissen führen.

In bestimmten Fallkonstellationen überwiegt das wirtschaftliche Interesse aus der Aktienposition das wirtschaftliche Interesse aus der Empty Voting Transaktion (positive Interessenbilanz).<sup>1151</sup> In diese Kategorie fallen beispielsweise Aktionäre, welche durch den Abschluss eines Forward/Futures, welcher zum Verkauf der Aktie der betreffenden Gesellschaft in der Zukunft verpflichtet, zu reinen hedging Zwecken ihre wirtschaftliche Betroffenheit in Form des Kursrisikos auf den außerhalb des Verbandes stehenden Vertragspartner des Forwards/Futures für den Zeitraum zwischen Abschluss des Derivatkontrakts und Fälligkeit ausgelagert haben. Für diesen Zeitraum bleibt jedoch die positive wirtschaftliche Betroffenheit in Form des Dividendenanspruchs. Die Veranschlagung als positive wirtschaftliche Betroffenheit ist nicht im Sinne einer summenmäßigen Betrachtung zu verstehen, sondern aus der Warte der Mitgesellschafter und der betreffenden Gesellschaft im Sinne einer ökonomischen Interessengleichgerichtetheit. Die Interessenbilanz eines solchen Aktionärs ist positiv, denn es besteht ein Interesse an einer positiven wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaft. Verglichen mit seinen Mitaktionären ist dieses Interesse lediglich reduziert.

Weiterhin kann die Interessenbilanz neutral ausfallen.<sup>1152</sup> Dies ist vor allem bei Wertpapierdarlehen der Fall, denn bei diesen leitet der Darlehensnehmer (Aktionär) zum einen die Dividende an den Darlehensgeber weiter, zum anderen ist das Risiko eines steigenden oder fallenden Aktienkurses aufgrund der Pflicht zur Rückgewähr auf den Darlehensgeber ausgelagert. Diese Überlegungen gelten freilich nur dann, wenn der betreffende Aktionär nicht noch zusätzlich

---

<sup>1149</sup> *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (825).

<sup>1150</sup> Der Residualanspruch der Gesellschaft, welcher vorliegend ebenfalls als Teil der wirtschaftlichen Betroffenheit definiert worden ist, geht bei börsennotierten Aktiengesellschaft im Börsenkurs auf.

<sup>1151</sup> Begriff nach *Mittermeier*, Empty Voting, S. 182.

<sup>1152</sup> Begriff nach *Mittermeier*, Empty Voting, S. 182.

weitere Aktien hält, die er nicht im Wege des Wertpapierdarlehens erworben hat, sondern regulär auf dem Markt.

Letztlich kann die Interessenbilanz auch negativ ausfallen,<sup>1153</sup> wenn ein Aktionär durch die Empty Voting Transaktion auf fallende Kurse gesetzt hat.<sup>1154</sup> Zu nennen sind hierbei vor allem Fälle, in welchen der Aktionär durch den Abschluss mehrerer Equity Swaps an einem fallenden Aktienkurs der Gesellschaft interessiert ist und das Interesse aus den Equity Swaps zusätzlich den Dividendenanspruch übersteigt.

#### (vi) Einbeziehung der Delta-Adjustierung in die Interessenbilanz

Die vorgenannten Überlegungen müssen hinsichtlich der wirtschaftlichen Betroffenheit aus Finanzderivaten durch eine Delta-Adjustierung weiter ausdifferenziert werden. Der sogenannte Delta-Faktor zeigt bei Finanzderivaten an, wie sich eine Veränderung des Preises des Basiswerts auf den Preis des Finanzderivats auswirkt, wobei sich der numerische Wert als Quotient der zugrunde liegenden Aktien- und Optionspreisveränderung ergibt.<sup>1155</sup> Ein Deltawert von 0,6 bedeutet beispielsweise, dass bei einer Änderung des Aktienkurses um 1,00 Euro sich der Wert einer die betreffende Aktie referenzierenden Option um 0,60 Euro verändert.<sup>1156</sup>

Unterschiedliche Finanzderivate haben unterschiedliche Deltawerte. Bei Equity Swaps ist die Wertentwicklung unmittelbar an die als Basiswert referenzierte Aktie gekoppelt. Folge dieses unmittelbaren Zusammenhangs ist, dass der Deltafaktor bei einem Equity Swap, bezogen auf die als Basiswert dienende Aktie, stets bei 1 liegt.<sup>1157</sup> Anders hingegen ist dies bei Optionen zu beurteilen. Die Preisentwicklung einer Option hängt nach dem für die Bewertung von Optionen zumeist verwendeten *Black-Scholes-Modell*<sup>1158</sup> nicht lediglich von der Wertentwicklung der als

<sup>1153</sup> Begriff nach *Mittermeier*, Empty Voting, S. 183 f.

<sup>1154</sup> *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (75); *Mittermeier*, Empty Voting, S. 184; siehe für ein Stimmverbot in diesen Fällen auch *Hu/Black*, 156 U. Pa. L. Rev. (2008), 625 (703).

<sup>1155</sup> *Seibt*, ZGR 2010, 795 (832); *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (882 f.); *U. H. Schneider*, AG 2011, 645 (651 f.); *Hull*, Optionen, S. 338; *Tautges*, Empty Voting, S. 410; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419 (1422); *Renn*, Einsatz und Offenlegung, S. 71; *Veranneman*, GWR 2010, 337 (338).

<sup>1156</sup> Beispiel nach *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419 (1422).

<sup>1157</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 410.

<sup>1158</sup> Siehe hierzu grundlegend *Black/Scholes*, 81 Journal of Political Economy (1973), 637 ff.; sehr detailliert und ausführlich *Hull*, Optionen, S. 277 ff.; *Seibt*, ZGR 2010, 795 (832); *Renn*, Einsatz und Offenlegung, S. 68 ff.; *Renn/C. Weber/Gotschev*, AG 2012, 440 (441 f.); der Optionspreis eines europäischen Calls auf eine Aktie beträgt  $c = S_0 N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$ ; dabei ist  $d_1 = (\ln(S_0/K) + (r + 0,5\sigma^2)T) / (\sigma\sqrt{T})$  und  $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$ ;  $S_0$  steht für den Kurs der Referenzaktie,  $N$  für die Dichtefunktion der Standardnormalverteilung;  $K$  für den Basispreis der Option,  $r$  für den kurzfristigen risikolosen Marktzinssatz (auf der Grundlage stetiger Verzinsung),  $\sigma$  für die angenommene

Basiswert dienenden Aktie hab, sondern auch von der Restlaufzeit der Option, der Volatilität des Aktienkurses, dem risikolosen Zinssatz und den zukünftig zu erwartenden Dividendenzahlungen<sup>1159</sup>.<sup>1160</sup> Die Folge ist, dass sich das Delta bei Optionen stetig verändert und gerade nicht immer bei 1 liegt.<sup>1161</sup>

### **(vii) Folge der einschränkenden Präzisierung**

Aufgrund der möglichen unterschiedlichen Interessenbilanzen wird deutlich, dass nicht alle Empty Voting Konstellationen die Anwendung des in Rechtsfortbildung gewonnenen Stimmverbots analog § 136 Abs. 1 AktG rechtfertigen. Ein Stimmverbot kommt nur in Fällen in Betracht, in welchen die Interessenbilanz den Schluss auf einen offensichtlichen und typisierend umschreibbaren Interessenkonflikt zulässt.

Ein solcher Interessenkonflikt besteht jedenfalls in Fällen einer negativen Interessenbilanz. In Fällen, in welchen die wirtschaftlichen Interessen aus der Empty Voting Transaktion die Interessen aus der Beteiligung überwiegen, ist dem Aktionär folglich die Stimmabgabe analog § 136 Abs. 1 AktG verboten.

Ambivalent zu beurteilen ist die Frage nach einem Interessenkonflikt im Fall der neutralen wirtschaftlichen Betroffenheit. In diesen Fällen könnte ebenfalls ein Konflikt mit den Interessen der Gesellschaft und der Mitaktionäre bestehen. Legt man einen rational handelnden Aktionär zugrunde, so kommt man in einem ersten Schritt zu der Erkenntnis, dass ein solcher nur dann seine Stimmrechte aus einer risikoneutralen Beteiligung ausüben wird, wenn er hierdurch Vorteile erlangt, die nicht mit seiner Aktionärsstellung zusammenhängen.<sup>1162</sup> Hintergrund ist, dass die Ausübung des Stimmrechts Kosten verursacht, welche aufgrund der neutralen wirtschaftlichen Betroffenheit nicht durch entsprechende Vorteile der Stimmrechtsausübung aus der Beteiligung ausgeglichen werden.<sup>1163</sup>

---

Volatilität der Aktienrendite in Prozent p.a. und T für die Restlaufzeit der Option in Jahren; die Dividende wird vernachlässigt (erweiterte Modelle beziehen sie mit ein); Beispiel nach *Renn/C. Weber/Gotschev*, AG 2012, 440 (441 f.).

<sup>1159</sup> Die Dividendenzahlungen werden nur bei erweiterten Modellen in die Berechnung einbezogen, vgl. die Nachweise in Fn. 1158.

<sup>1160</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 411; *Hull*, Optionen, S. 278 ff.; *Renn/C. Weber/Gotschev*, AG 2012, 440 (441 f.).

<sup>1161</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 411.

<sup>1162</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 183.

<sup>1163</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 183; siehe zu diesen Fällen auch *Kahan/Rock*, 96 Geo. L. J. (2008), 1227 (1264 f.).

Allerdings kann bei einer neutralen wirtschaftlichen Betroffenheit nicht automatisch davon ausgegangen werden, dass der Aktionär entgegen den Interessen der Mitaktionäre und der Gesellschaft abstimmt. Auf Verbandsebene könnte ihn beispielsweise seine Treupflicht davon abhalten, außerverbandlich besteht zu seinen Vertragspartnern eine gegebenenfalls haftungsbewehrte vertragliche Bindung.<sup>1164</sup> So würde sich beispielsweise ein Wertpapierdarlehensnehmer bei schädigender Stimmrechtsausübung gegenüber dem Wertpapierdarlehensgeber wegen einer Verletzung des Wertpapierdarlehensvertrags schadensersatzpflichtig machen.<sup>1165</sup> Außerdem besteht die Möglichkeit, dass die risikoentleerten Stimmrechte zu Zwecken erworben werden, die im Interesse der Mehrheit der Aktionäre liegt. Denkbar ist beispielsweise der Erwerb im Wege des Wertpapierdarlehens zu aktivistischen Motiven, welche eine wohlfahrtssteigernde Wirkung für alle Mitaktionäre haben. Der Vorteil des Erwerbs im Wege eines Wertpapierdarlehens gegenüber eines regulären Erwerbs liegt in geringeren Transaktionskosten. Wie dargestellt<sup>1166</sup> können derartige aktivistische Maßnahmen zur Abmilderung des Prinzipal-Agent-Konflikts beitragen und sind aus dieser Warte aus Sicht der Mitaktionäre unter Umständen begrüßenswert. Diese wohlfahrtssteigernden Aktivitäten würden durch ein striktes Stimmverbot analog § 136 AktG in Fällen der neutralisierten wirtschaftlichen Betroffenheit unterbunden.<sup>1167</sup>

Kein Stimmverbot besteht dagegen bei einer positiven Interessenbilanz. Überwiegen die Interessen aus der Beteiligung gegenüber den Interessen aus der Empty Voting Transaktion, fehlt es an einem typisierbar beschreibbaren Interessenkonflikt, welcher die analoge Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG rechtfertigt.

### **(viii) Beweislastverteilung bei analoger Anwendung**

In den gesetzlich geregelten Fällen des § 136 Abs. 1 AktG gilt eine unwiderlegliche Vermutung der Befangenheit wegen Interessenkollision.<sup>1168</sup> Dieses Konzept lässt sich auf die Fälle der negativen Interessenbilanz problemlos übertragen, denn in diesen Fällen besteht eine derartige Interessenkollision. Anders hingegen ist dies in den ambivalent zu beurteilenden Fällen der

<sup>1164</sup> *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (75).

<sup>1165</sup> Siehe hierzu *Schneider/Brouwer*, FS K. Schmidt, 1411 (1416).

<sup>1166</sup> Siehe zu den Strategien aktivistischer Aktionäre oben unter D.II.6.a)bb)(ii).

<sup>1167</sup> Ebenso *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (217); *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. (2006), 811 (821, 889, 907); *Theusinger/Möriz*, NZG 2010, 607 (609).

<sup>1168</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 5; BGHZ 51, 209, 215; *Wank*, ZGR 1979, 222 (225).

neutralen wirtschaftlichen Betroffenheit. Hier ist es sachgerecht, dem betreffenden Aktionär die Möglichkeit zu geben, die Vermutung der Befangenheit zu widerlegen, indem er darlegt, dass er sich trotz der außerverbandlichen Neutralisierung seiner wirtschaftlichen Betroffenheit durch den Abschluss der Empty Voting Transaktion nicht in einem Interessenkonflikt befindet, welcher den Ausschluss seines Stimmrechts analog § 136 Abs. 1 AktG rechtfertigt. Auf diese Weise kann zum einen maximale Rechtssicherheit gewährt werden, denn der betreffende Aktionär kann grundsätzlich nicht in gesellschaftsschädigender Weise an der Abstimmung mitwirken. Zum anderen wird den vorgetragenen Bedenken gegen ein striktes Stimmverbot in diesen Fällen ausreichend Rechnung getragen.

#### **(ix) Rechtsfolgen einer verbotswidrigen Stimmabgabe**

Die Rechtsfolgen einer gegen § 136 Abs. 1 AktG analog verstoßenden Stimmabgabe bestimmen sich nach denjenigen der direkten Anwendung der Vorschrift.

Soweit eine Stimme unter Verstoß gegen ein Stimmverbot abgegeben wird, ist die Stimmabgabe gemäß § 134 BGB nichtig.<sup>1169</sup> Zwar bleibt der Hauptversammlungsbeschluss trotz des Verstoßes gegen § 136 Abs. 1 AktG wirksam, er ist jedoch anfechtbar, soweit sich die verbotswidrigen Stimmen auf das Beschlussergebnis ausgewirkt haben.<sup>1170</sup> Eine Pflicht zum Ausschluss der von einem Stimmverbot betroffenen Aktionäre ergibt sich im Bereich der direkten Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG nur in evidenten Fällen, da das Bestehen eines Stimmverbots häufig zweifelhaft ist.<sup>1171</sup> Selbiges muss erst recht für eine analoge Anwendung der Vorschrift auf Empty Voting Konstellationen gelten, da diese noch schwieriger zu bewerten sind.

In Betracht kommt weiterhin eine Schadensersatzpflicht des Abstimmenden wegen der verbotenen Stimmabgabe gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 136 Abs. 1 AktG analog, sowie gemäß § 826

---

<sup>1169</sup> Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 136 Rn. 42; Petersen/Schulze De la Cruz, NZG 2012, 453 (455); Grigoleit/Herrler, AktG, § 136 Rn. 25; Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 136 Rn. 95; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 136 Rn. 33; Zöllner, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 364; Bürgers/Körper/Holzborn, AktG, § 136 Rn. 21; Hüffer/Koch, AktG, § 136 Rn. 24; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 136 Rn. 58.

<sup>1170</sup> RGZ 106, 258, 263; BGH NZG 2006, 191 (192 f.); OLG Frankfurt NJW-RR 2001, 466 (467); Hüffer/Koch, AktG, § 136 Rn. 24; Spindler/Stilz/Rieckers, AktG, § 136 Rn. 42; Petersen/Schulze De la Cruz, NZG 2012, 453 (455); Grigoleit/Herrler, AktG, § 136 Rn. 25; MüKoAktG/Arnold, AktG, § 136 Rn. 58; a.A. Semler/Asmus, NZG 2004, 881 (890): Scheinbeschluss, wenn sämtliche den Beschluss tragenden Stimmen einem Stimmverbot unterfallen.

<sup>1171</sup> Grigoleit/Herrler, AktG, § 136 Rn. 25; K. Schmidt/Lutter/Spindler, AktG, § 136 Rn. 33; Grunsky, ZIP 1991, 778 (782).

BGB.<sup>1172</sup> Die Schutzgesetzeigenschaft des § 136 AktG liegt darin begründet, dass die Vorschrift im Interesse der Mitglieder die Organwillensbildung von unerwünschten Eigeninteressen der vom Stimmrecht ausgeschlossenen freihalten will.<sup>1173</sup> Als Schaden kommen vor allem die erforderlichen Kosten für eine erneute Durchführung der Hauptversammlung oder Kosten, die durch den Aufschub von hauptversammlungspflichtigen Strukturmaßnahmen entstanden sind, in Betracht.<sup>1174</sup>

Diese Rechtsfolge fügt sich sehr passend in die abstrakt vorgeschlagene Lösung der Problematik der erhöhten *agency costs* ein. Die Nichtigkeit der Stimmabgabe gemäß § 134 BGB sorgt dafür, dass ein Aktionär, der seine im Optimalfall der proportionalen Betroffenheit bestehende Rechtsschutzkomponente in Form der eigenen wirtschaftlichen Betroffenheit durch eine außerverbandliche Empty Voting Transaktion reduziert hat, gar nicht erst an der jeweiligen Abstimmung teilnehmen kann. Hierdurch wird ein opportunistisches Verhalten verhindert. Zusätzlich wird durch die potenzielle Schadenersatzpflicht eine weitere Rechtsschutzkomponente etabliert, welche den Empty Voter von einer Stimmabgabe abhält.

#### **(x) Verhaltenspflichten des Abstimmungsleiters**

Schwierigkeiten bereitet das Verfahren bei Zweifeln über das Eingreifen eines Stimmverbots und insbesondere eine etwaig bestehende Pflichtenbindung des Versammlungsleiters in diesem Zusammenhang. Der Versammlungsleiter ist nur in evidenten Fällen verpflichtet, einen Aktionär wegen eines Stimmverbots von der Abstimmung auszuschließen.<sup>1175</sup>

Empty Voting Konstellationen sind oftmals nicht erkennbar, verschärft wird dieses Problem durch die aufgezeigte mangelnde Transparenz. Soweit dennoch Anhaltspunkte für das Vorliegen eines Stimmverbots analog § 136 AktG bestehen, ergibt sich nach in der Literatur vertretener Ansicht eine konkrete Nachfragepflicht.<sup>1176</sup> In Zweifelsfällen wird empfohlen, die umstrittene Stimme zur Abstimmung zuzulassen, denn der Versammlungsleiter ist verpflichtet, einen

---

<sup>1172</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 59; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 99; K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 34.

<sup>1173</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 99.

<sup>1174</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 99; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 59; siehe zur Haftung des Versammlungsleiters Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 100, welche im vorliegenden Zusammenhang jedoch nicht von Interesse ist.

<sup>1175</sup> *Grigoleit/Herrler*, AktG, § 136 Rn. 25.

<sup>1176</sup> *Spindler/Stilz/Rieckers*, § 136 Rn. 41; Kölner Komm AktG/*Tröger*, § 136 Rn. 95; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 57.

bestandskräftigen Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen.<sup>1177</sup> Aufgrund der mangelnden Publizität von Empty Voting Konstellationen werden sich auch derartige Anhaltspunkte in der Regel nicht ergeben. Zwar wurde vorliegend ein Stimmverbot in offensichtlichen Fällen eines Interessenkonflikts in analoger Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG bejaht. Insoweit könnte vertreten werden, dass eine solche Offensichtlichkeit auch für den Versammlungsleiter erkennbar sein müsste, sodass ihm ein Ausschluss des betreffenden Aktionärs möglich wäre. Eine derartig vertiefte Prüfungspflicht wird man dem Versammlungsleiter indes nicht auferlegen können, denn das Aufstellen der erforderlichen Interessenbilanz ist kompliziert und daher nur ex post durch eine gerichtliche Entscheidung im Anfechtungsprozess zu leisten.

### **bb) Einzelanalogie**

Auch wenn die herrschende Meinung eine Gesamtanalogie im Rahmen des § 136 Abs. 1 AktG ablehnt, so spricht sie sich doch für die Möglichkeit einer Einzelanalogie aus.<sup>1178</sup> Eine solche soll in Betracht kommen, wenn ein den gesetzlich geregelten Fällen quantitativ und qualitativ vergleichbarer Interessenkonflikt vorliegt.<sup>1179</sup>

Nach einer Ansicht in der Literatur scheidet unter diesen Voraussetzungen für Empty Voting Konstellationen eine Einzelanalogie zu den gesetzlich normierten Fällen aus.<sup>1180</sup> Diese Ansicht argumentiert, dass die vielgestaltigen Empty Voting Konstellationen sich weder in quantitativer, noch in qualitativer Hinsicht mit den gesetzlich normierten Fällen vergleichen lassen.<sup>1181</sup> Nach vorliegend vertretener Auffassung kann die Frage nach einer Einzelanalogie offen bleiben, Empty Voting Strategien werden bereits von der Gesamtanalogie zu § 136 Abs. 1 AktG erfasst.

---

<sup>1177</sup> MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 57; *Grunsky*, ZIP 1991, 778 (781); Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 95.

<sup>1178</sup> K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 30; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 22; *Grigoleit/Herrler*, AktG § 136 Rn. 11; *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 136 Rn. 16.

<sup>1179</sup> K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 30; *Spindler/Stilz/Rieckers*, AktG, § 136 Rn. 16; MüKoAktG/*Arnold*, AktG, § 136 Rn. 22; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 136 Rn. 53; K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 136 Rn. 30; *Grigoleit/Herrler*, AktG, § 136 Rn. 11; *Hölters/Hirschmann*, AktG, § 136 Rn. 8.

<sup>1180</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 251, welcher jedoch sowohl eine Gesamt-, als auch eine Einzelanalogie im Rahmen des § 136 Abs. 1 AktG ausschließt.

<sup>1181</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 251.

## 2. Mitgliedschaftliche Treupflicht

Die in Folge der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten *agency costs* könnten entsprechend der vorgeschlagenen rechtstechnischen Lösung durch die Etablierung eines Rechtsschutzes durch bewegliche Stimmrechtsschranken reduziert werden. In Betracht kommt eine Beschränkung der Stimmrechtsmacht aufgrund der mitgliedschaftlichen Treupflicht. Anders als für ein Stimmverbot kommt eine solche Beschränkung für alle drei untersuchten Fälle einer Divergenz, d. h. für Vorzugsaktien, Empty Voting Konstellationen und Investmentaktiengesellschaften zur Reduktion der erhöhten *agency costs* in Betracht.

Hierfür wird zunächst der Zusammenhang zwischen Treubindung und Stimmrechtsmacht dargestellt. Im weiteren Verlauf wird das bereits erarbeitete Konzept der proportionalitätsfördernden Dimension der Treupflicht als Instrument zur Begrenzung der Stimmrechtsmacht etabliert. Sodann sind die drei untersuchten Fallgestaltungen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf eine Beschränkung der Stimmrechtsmacht durch die Treupflicht hin zu überprüfen.

### a) Treubindung und Stimmrechtsmacht

Während die allgemeinen Grundlagen der Treupflicht im Gesellschaftsrecht, sowie deren Beitrag zur Verbindung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit, bereits dargestellt worden sind, gilt es im Folgenden die stimmrechtsbegrenzende Funktion der Treupflicht zu erörtern.

Die heute herrschende Meinung nimmt an, dass bei der Stimmrechtsausübung des Aktionärs eine Treupflicht sowohl gegenüber dem Verband (vertikale Treubindung)<sup>1182</sup>, als auch gegenüber den Mitaktionären besteht (horizontale Treubindung)<sup>1183</sup>.<sup>1184</sup> Bei der Mitwirkung der Aktionäre an der verbandsinternen Willensbildung durch Stimmabgabe im Rahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses müssen diese auf das wohlverstandene Unternehmensinteresse sowie auf die gesellschaftsbezogenen Belange der Mitaktionäre angemessen Rücksicht

<sup>1182</sup> Siehe hierzu vor allem BGH v. 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136, 142 = ZIP 1995, 819.

<sup>1183</sup> Siehe hierzu vor allem BGH v. 1.2.1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 (194 ff.) = ZIP 1988, 301 (m. Bespr. Kort, ZIP 1990, 294) – Linotype, dazu EWiR 1988, 529 (*Drygala*); noch ausdrücklich abgelehnt in BGH v. 16.2.1976 – II ZR 61/74, JZ 1976, 561 (562) – VW-Audi/NSU.

<sup>1184</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 260.

nehmen.<sup>1185</sup> Der Aktionäre darf aufgrund seiner Treubindung weder Beschlüsse herbeiführen, die ihm einseitig zulasten der AG oder seiner Mitaktionäre Vorteile verschaffen, noch darf er Beschlüsse verhindern, die im Interesse der AG und der Mitaktionäre zwingend erforderlich sind.<sup>1186</sup> Hierbei kann es mittlerweile als herrschende Meinung bezeichnet werden, dass die Treubindung bei Stimmrechtsausübung nicht davon abhängt, dass die abgegebene Stimme für das Beschlussergebnis erheblich geworden ist, sondern dass es entscheidend allein auf den Beschlussinhalt ankommt.<sup>1187</sup>

Die Treubindung ist im Rahmen der Stimmrechtsausübung als notwendiges Gegengewicht gegen den rechtlich vermittelten Einfluss auf das Gesellschaftsinteresse bzw. das Interesse der Mitgesellschafter zu verstehen.<sup>1188</sup> Die Notwendigkeit der Etablierung eines Gegengewichts ist zwingende Folge der durch das Gesellschaftsverhältnis geregelten unvollständigen Vertragsbeziehungen, welche durch den Lebenszyklus der Gesellschaft hinweg immer wieder angepasst werden müssen.<sup>1189</sup> In den Corporate Governance Kontext übersetzt ist die Treupflicht somit, vergleichbar mit der wirtschaftlichen Betroffenheit, als opportunistenminimierender Rechtsschutz bei der Anpassung der durch das Gesellschaftsverhältnis geregelten unvollständigen Vertragsbeziehungen einzuordnen. Nichts anderes ist mit dem in der Literatur zumeist verwendeten Begriff des „Gegengewichts“<sup>1190</sup> gemeint. Da die Treupflicht somit aus ökonomischer Warte die gleiche Funktion einnimmt, wie die wirtschaftliche Betroffenheit,

---

<sup>1185</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 96; BGHZ 103, 184, 194 – Lynotype; BGHZ 129, 136, 142 – Girmes; K. Schmidt/Lutter/*Fleischer*, AktG, § 53a Rn. 54; Lutter, ZHR 153 (1989), 446 (454 f.).

<sup>1186</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 100; BGHZ 103, 184, – Lynotype; BGHZ 129, 136, 142 – Girmes.

<sup>1187</sup> *Seibt*, ZIP 2014, 1909 (1910); Lutter, JZ 1995, 1053 (1054); *Henrichs*, AcP 195 (1995), 221 (237); *Grigoleit/Grigoleit*, AktG, § 1 Rn. 65; *Henze*, BB 1996, 489 (496); K. Schmidt/Lutter/*Fleischer*, AktG, § 53a Rn. 50; a.A. OLG Frankfurt NZG 2009, 222 (223 f.) m. zust. Anm. *Peitsmeyer/Theusinger*, EWiR 2010, 805 (806); ausdrücklich abweichend auch *Dreher*, ZHR 157 (1993), 150 (158 ff.); *Marsch-Barner*, ZHR 157 (1993), 172 (176); in diese Richtung auch *Cahn*, FS Wiese, 71 (83), welcher auch bei Zufallsmehrheiten keine besondere Treubindung annimmt; jetzt jedoch ausdrücklich gegen eine wirkungsbezogene Treupflicht *Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 44.

<sup>1188</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 261; für die GmbH lehnt der BGH das Konzept einer „wirkungsbezogenen Treupflicht“ in seiner *Media-Saturn*-Entscheidung *obiter dicta* ausdrücklich ab, vgl. BGH; Urt. v. 12.4.2016 – II ZR 275/14, NJW 2016, 2739 Rn. 17.

<sup>1189</sup> Dieses aus der Institutionenökonomie stammende Bild des *nexus of contracts* wurde bereits dargestellt, vgl. oben unter D.I.2.a); im Zusammenhang mit der Treupflicht ebenfalls auf dieses Konzept abstellend Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 262; *Behrens*, FS Drobnig, 491 (494 ff.); *Fleischer*, ZGR 2001, 1 (4 f.).

<sup>1190</sup> Den Begriff des Gegengewichts verwendete die Rechtsprechung bereits in der ITT-Entscheidung, in welcher sie die Treubindung der Gesellschafter einer GmbH erstmals anerkannte, vgl. BGHZ 71, 40 (44 ff.). Geistiger Vater des Gedankens einer Korrelation zwischen Macht und Verantwortung ist *Zöller*, Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, *passim*.

erscheint sie als ideale Stellschraube, um die durch eine im Vergleich zur Stimmrechtsmacht reduziert wirtschaftliche Betroffenheit entstehenden Probleme auszugleichen.

#### **b) Allgemeiner Kontrollmaßstab**

Die Kontrolle eines Hauptversammlungsbeschlusses auf Treuwidrigkeit erfolgt im Sinne einer Missbrauchskontrolle im Einzelfall, wobei zu fragen ist, ob der Beschluss eine willkürliche Benachteiligung der Minderheit darstellt oder deren Interessen in unangemessener Weise zurücksetzt.<sup>1191</sup> Zu prüfen ist, ob die Stimmrechtsausübung durch den Gesellschaftszweck gedeckt ist und die Interessen der Aktiengesellschaft und der übrigen Aktionären gewahrt sind, sowie ob der Beschluss und seine Folgen erforderlich, verhältnismäßig und bei einer Interessenabwägung zwischen den Interessen der Gesellschaft und der betroffenen Aktionäre zumutbar sind.<sup>1192</sup>

#### **c) Erhöhte Kontrolldichte bei Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit**

Im Fall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit unterliegt der betreffende Hauptversammlungsbeschluss *per se* einer erhöhten Kontrolldichte, denn diejenigen Aktionäre, deren Stimmrechtsmacht im Vergleich zu ihrer wirtschaftlichen Betroffenheit überproportional ist, unterliegen einer erhöhten Treubindung. Dies erklärt sich wie folgt:

##### **aa) Erhöhte Kontrolldichte aufgrund erhöhter Treubindung**

Gedanklicher Ausgangspunkt der Annahme einer erhöhten Kontrolldichte ist der von einer neueren Strömung in der Literatur vertretene Ansatz, dass Hauptversammlungsbeschlüsse dem Grunde nach keiner materiellen Kontrolle unterliegen und die Rechtsprechung den dogmatisch falschen Ansatzpunkt wählt.<sup>1193</sup> Die Treupflichtlehre betreffend die Stimmrechtsausübung soll vielmehr dort ansetzen, wo die Richtigkeitsgewähr der Mehrheitsentscheidung nicht mehr gesichert ist, was immer dann der Fall ist, wenn die grundsätzliche Gleichrichtung der Interessen,

---

<sup>1191</sup> Kölner Komm AktG/*Noack/Zetzsche*, AktG, § 243 Rn. 285; *Röhrich*, ZGR 1999, 445, 473 f.; MüKoAktG/*Hüffer/Schäfer*, AktG, § 243 Rn. 285; BGH 1.12.1986 – II ZR 287/85 = NJW 1987, 1019 (1020) BGH 15.11.1982 – II ZR 62/82, BGHZ 85, 350 (360 f.);

<sup>1192</sup> Grundlegend *Zöllner*, Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 351 ff.; BGHZ 125 (239, 244); Kölner Komm AktG/*Noack/Zetzsche*, AktG, § 243 Rn. 285.

<sup>1193</sup> Bayer/*Habersack/Verse*, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 579, 604; *Fastrich*, Funktionales Rechtsdenken, S. 24 ff.; in diese Richtung auch *Paefgen*, Unternehmerische Entscheidung, S. 68; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 318.

durch welche eine Entscheidung im Sinne aller Aktionäre gewährleistet werden soll, aufgehoben ist.<sup>1194</sup> *Fastrich* spricht insoweit davon, dass Mehrheitsbeschlüsse eine „prozedurale Gewährleistung der Richtigkeit“ mit sich bringen, denn die Mehrheit müsse sich bereits im eigenen Interesse darum bemühen, im Interesse der Gesellschaft liegende Beschlüsse zu fassen, was zugleich auch die Interessen der Minderheit berücksichtigt.<sup>1195</sup>

Ansatzpunkt zur Bestimmung der Treuwidrigkeit ist hiernach nicht der Beschlussinhalt, sondern vielmehr ein Vergleich der Anreizstruktur des jeweils abstimmenden Aktionärs mit dem gesetzlichen Normalfall. Anreizstrukturierendes Merkmal der Aktionärsstellung ist die wirtschaftliche Betroffenheit der Aktionäre durch die Folgen ihrer im Beschluss mündenden Stimmrechtsausübung, welche im gesetzlichen Normalfall bei allen Aktionären gleich ist. Diese ökonomische Gleichrichtung der Interessen schließt Interessenkonflikte im Ausgangspunkt aus und sichert auf diese Weise die Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsentscheidungen in der Aktiengesellschaft.

Soweit diese Interessengleichrichtung aufgrund einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit (teilweise) aufgehoben ist, wird ein Verstoß gegen die Interessen der Mitaktionäre wahrscheinlicher. Hieraus rechtfertigt sich eine erhöhte Kontrolldichte von Hauptversammlungsbeschlüssen, an welchen Aktionäre teilnehmen, in deren Person eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit vorliegt. In diesen Fällen wird die Treupflicht in ihrer proportionalitätsfördernden Dimension aktiviert um die Richtigkeitsgewähr der Mehrheitsentscheidung wieder herzustellen, denn aufgrund der divergierenden Interessen kann nicht mehr von vornherein von dieser Richtigkeitsgewähr ausgegangen werden. Vorteil einer solchen Lösung ist, dass durch sie das weite Ermessen der Aktionäre im Rahmen ihrer Stimmrechtsausübung respektiert wird. Das Korrektiv der Treupflicht in seiner proportionalitätsfördernden Dimension greift nur ein, wenn mangels proportionaler Selbstbetroffenheit zu befürchten ist, dass die Mehrheit zulasten der Minderheit abstimmt. Es

---

<sup>1194</sup> *Fastrich*, Funktionales Rechtsdenken, S. 22 f; Bayer/Habersack/*Verse*, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 579, 604; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 318; *Paefgen*, Unternehmerische Entscheidungen, S. 68.

<sup>1195</sup> *Fastrich*, Funktionales Rechtsdenken, S. 20; in diesem Sinne auch *T. Bezenberger*, ZIP 2002, 1917 (1924): „Wenn die Interessen gleichgerichtet sind, kann man der Beschlussmehrheit vertrauen“; dem Konzept von *Fastrich* zustimmend Bayer/Habersack/*Verse*, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 579, 604; in diese Richtung ebenfalls BVerfG NJW 2001, 279 (280) zur Gesamtveräußerung nach § 179a AktG: Bei Veräußerung bestehe wegen der Interessenhomogenität der Gesellschaft „kein Schutzbedürfnis für die Minderheitsgesellschafter“; siehe zu diesen Nachweisen Bayer/Habersack/*Verse*, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 579, 604 Fn. 150.

erhöht im Ausgangspunkt lediglich die Kontrolldichte und indiziert nicht automatisch einen Pflichtverstoß.

Liegt eine Divergenz zwischen Stimmrechtsmacht und wirtschaftlicher Betroffenheit vor, erhöht sich die Kontrolldichte von Hauptversammlungsbeschlüssen folglich dahingehend, dass abweichend vom allgemeinen Kontrollmaßstab nicht lediglich eine Missbrauchskontrolle im Einzelfall vorgenommen wird, sondern *per se* zu kontrollieren ist, ob der Hauptversammlungsbeschluss gegen die Treupflicht in ihrer proportionalitätsfördernden Dimension verstößt.

## **bb) Kontrollmaßstab**

Aufgrund der Ausrichtung der Treupflicht am Gesellschaftszweck liegt in den Fällen, in welchen die Treupflicht als proportionalitätsförderndes Korrektiv aktiviert wird, lediglich dann eine Treupflichtverletzung vor, wenn das Stimmrecht entgegen dem Gesellschaftszweck oder zum Schaden der Gesellschaft oder der Mitaktionäre ausgeübt wird. Dies rechtfertigt sich daraus, dass der Aktionär zumindest bei der Wahrnehmung uneigennütziger<sup>1196</sup> Rechte deren Ausübung am Gesellschaftsinteresse auszurichten hat und dem Interesse der Gesellschaft Vorrang vor dem Individualinteresse des Aktionärs gebührt.<sup>1197</sup> Hinsichtlich des Stimmrechts muss diese Aussage weiter ausdifferenziert werden, denn nach mittlerweile vorherrschender Auffassung kann das Stimmrecht nicht ohne Weiteres den uneigennütigen Mitgliedschaftsrechten zugeordnet werden.<sup>1198</sup> Vielmehr bedarf es einer Unterscheidung nach dem Beschlussgegenstand im Einzelfall.<sup>1199</sup> Hierbei ist maßgeblich, ob der Beschlussgegenstand den Gesellschaftszweck

---

<sup>1196</sup> Umstritten ist, ob die Einteilung in eigennützige und uneigennützige Rechte überhaupt sinnvoll ist; dafür *Zöllner*, Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 344 ff.; *Kölner Komm AktG/Drygala*, AktG, § 53a Rn. 97; *Marsch-Barner*, ZHR 157 (1993), 172 (175); *Winter*, Mitgliederschaftliche Treubindung, S. 121 ff.; *Henze*, BB 1996, 489 (492 ff.); *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (116); *ders.*, ZHR 162 (1998), 164 (168); *Hüffer/Koch*, AktG, § 53a Rn. 17; *Raiser/Veil*, KapGesR, § 11 Rn. 62; *Grigoleit/Grigoleit*, AktG, § 1 Rn. 64; *GroßKomm AktG/Henze/Notz*, § 53a Anh. Rn. 54; ablehnend hingegen *Hommelhoff/Hopt/Röhrich*, Corporate Governance, S. 513, 536 f., mit dem Argument, dass die Unterteilung auf die Besonderheiten bei Personengesellschaften zurückgehen; differenzierend *Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 51, welche die Unterteilung als „erste Orientierung“ anerkennen; ebenso *K. Schmidt/Lutter/Fleischer*, AktG, § 53a Rn. 55, welcher in dieser Unterscheidung nur einen „ersten Anhalt“ sieht.

<sup>1197</sup> *Marsch-Barner*, ZHR 157 (1993), 172 (175); *Zöllner*, Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 344 ff.; *Winter*, Mitgliederschaftliche Treubindung, S. 121 ff.

<sup>1198</sup> *Henze*, BB 1996, 489 (492 f.); *GroßKomm AktG/ders./Notz*, § 53a Rn. 54; *Ostler*, Stimmrecht, S. 197; *Zöllner*, Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 344 ff.; *Tautges*, Empty Voting, S. 272; anders hingegen *Hüffer/Koch*, AktG, § 53a Rn. 17, welcher das Stimmrecht pauschal als uneigennütziges Recht einordnet.

<sup>1199</sup> *Kölner Komm AktG/Drygala*, AktG, § 53a Rn. 97; *GroßKomm AktG/Henze/Notz*, § 53a Anh. Rn. 54.

berührt oder nicht. Beschließen die Aktionäre beispielsweise gemäß § 119 Abs. 2 AktG auf Verlangen des Vorstands über Fragen der Geschäftsführung, so müssen sie ihr Abstimmungsverhalten an den Interessen der Gesellschaft ausrichten.<sup>1200</sup> Hingegen berührt beispielsweise der Gewinnverwendungsbeschluss gemäß § 174 AktG das Verbandsinteresse nur, falls Maßnahmen nach § 58 Abs. 3 AktG vorgesehen sind.<sup>1201</sup>

#### **d) Grenzen einer Lösung auf Grundlage der gesellschaftsrechtlichen Treubindung**

Bei der Suche nach einer Lösung auf Grundlage der Treupflicht darf die Ambivalenz dieses Rechtsinstituts nicht außer Betracht bleiben. Aufgrund der Flexibilität und Offenheit der Treupflicht besteht die Gefahr, dass Lösungswege ohne gesetzliche Grundlage gefunden werden.<sup>1202</sup> Dem Rechtsinstitut der Treupflicht ist *per se* die Gefahr erheblicher Rechtsunsicherheit inhärent.<sup>1203</sup> Eine Lösung der aufgezeigten Probleme darf nur innerhalb der notwendigen Grenzen der Treupflicht erfolgen. Soweit durch die Anwendung der Treupflicht zusätzliche Unsicherheiten etabliert werden, steigen letztlich die Transaktionskosten für die Betroffenen.<sup>1204</sup>

#### **aa) Beschränkung auf den gesellschaftsrechtlichen Bereich**

Die Treupflicht wird zunächst durch das Kriterium des gesellschaftsrechtlichen Bereichs beschränkt. Die aus der Treupflicht erwachsende Rücksichtnahmepflicht erstreckt sich lediglich auf den vom Gesellschaftsvertrag definierten und vom Gesellschaftszweck umschriebenen Bereich, sodass der Inhalt der Treupflicht gerade nicht darin besteht, die außergesellschaftlichen Interessen der Mitaktionäre zu wahren und deren persönliche Rechte nicht zu beeinträchtigen.<sup>1205</sup>

---

<sup>1200</sup> Henze, BB 1996, 489 (493); Marsch-Barner, ZHR 157 (1993), 172 (175); Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 322; Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 280; U. H. Schneider, AG 1979, 57 (63).

<sup>1201</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 54; Nehls, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, S. 79 f.

<sup>1202</sup> Siehe zu dieser Kritik K. Schmidt/Lutter/Fleischer, AktG, § 53a Rn. 42; Mittermeier, Empty Voting, S. 309; Röhrich, ZGR 1999, 445 (459); Begrenzung fordern auch Lutter, ZHR 162 (1998), 164 (166).

<sup>1203</sup> Großkomm AktG/Brändel, § 1 Rn. 89; Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 12, 97; MüKoAktG/Bungeroth, AktG, Vor § 53a Rn. 31; Bayer/Habersack/Verse, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 579, 602; wohl zu kritisch hingegen K. Schmidt/Martens, Rechtsdogmatik und Rechtspolitik, S. 266, welcher die Treupflicht als „rechtspolitische Allzweckwaffe, um [...] beliebige Ergebnisse zu produzieren“ bezeichnet.

<sup>1204</sup> Röhrich, ZGR 1999, 445 (469).

<sup>1205</sup> MüKoAktG/Bungeroth, AktG, Vor § 53a Rn. 32; BGH NJW 1992, 3167, 3171 – IBH/Scheich Kamel; OLG Hamburg AG 2011, 301, 303; Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 25, 97; Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 283; Bügers/Körber/Göz, AktG, § 243 Rn. 12; Hommelhoff/Hopt/Röhrich,

In diesem Bereich vermittelt die Treupflicht keine Abwehrposition gegen die Beeinträchtigung persönlicher Rechte.<sup>1206</sup> Diese Beschränkung rechtfertigt sich daraus, dass die Treupflicht im Gesellschaftsverhältnis wurzelt.<sup>1207</sup> Sie kann aus dieser Warte als aus der Satzung bzw. dem Organisationsvertrag der Gründer herzuleitende richterrechtliche Generalklausel bezeichnet werden.<sup>1208</sup> Teilweise wird weiter differenziert, indem ausnahmsweise dann eine aus der Treupflicht folgende Rücksichtnahmepflicht angenommen wird, wenn wegen einer engen im Hinblick auf das Zusammenwirken in der Gesellschaft bedeutsamen persönlichen Verbundenheit Störungen im privaten Bereich auf die Mitgliedschaft durchschlagen.<sup>1209</sup>

### **bb) Keine Unterscheidung nach der Realstruktur der Gesellschaft**

Nach wohl herrschender Ansicht<sup>1210</sup> ist die Treubindung in der Aktiengesellschaft von der Realstruktur der Gesellschaft abhängig. Hierbei wird vertreten, dass das Maß der Treubindung mit dem Grad der persönlichen Verbindung unter den Gesellschaftern steigt.<sup>1211</sup> Würde man dieser Ansicht folgen, so müsste eine auf Grundlage der Treupflicht erarbeitete Lösung nach den

---

Corporate Governance, S. 513, 533 f. Die Bindung an abschließende Regelungen des Gesetzgebers wird auch mit dem Verweis auf Art. 20 Abs. 3 GG begründet, vgl. Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 25, 97 m.w.N.

<sup>1206</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 25; BGH ZIP 1992, 1464 (1470 f.).

<sup>1207</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 25. Der Geltungsgrund der Treupflicht ist bis heute nicht abschließend geklärt: Zum Teil wird die „Doppelthese“ vertreten, nach welcher erstens die Treubindung der Aktionäre zur AG und auch die zwischen ihnen bestehende Treubindung im Organisationsvertrag der Gründer wurzeln und zweitens den Aktionären die Treupflicht als richterrechtliche Generalklausel auferlegt ist (vgl. hierfür MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 44; Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 15. Nach der „Trennungsthese“ der Gegenansicht folgt die Treupflicht zur Gesellschaft aus § 705 BGB als Grundnorm des Verbandsrechts, während die Treupflicht zwischen den Aktionären entweder aus dem Gesellschaftsvertrag oder aus § 242 BGB abgeleitet wird (vgl. Zöllner, Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 350; Bälz, AG 1992, 277 (293 f.); Hennrichs, AcP 195 (1995), 221 (228 ff.), welcher § 242 BGB auch als Rechtsgrundlage der Treupflicht gegenüber dem Verband ansieht; Winter, Mitgliedschaftliche Treubindung, S. 14, 67 ff.; differenzierend Kölner Komm AktG/Noack/Zetsche, AktG, § 243 Rn. 276).

<sup>1208</sup> Henze, BB 1996, 489 (491 f.); Weber, Vormitgliedschaftliche Treuebindungen, S. 53 ff.; Wastl, NZG 2005, 17 (19).

<sup>1209</sup> Lutter, AcP 180 (1980), 128; Zöllner, Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 349, welcher jedoch in diesem Bereich eine Schadensersatzpflicht infolge der Pflichtverletzung verneint; siehe auch BGH ZIP 1992, 1464, 1470 f. IBH/Scheich Kamel.

<sup>1210</sup> BGH, Urt. v. 1.2.1988 II ZR 75/87 (Linotype) = ZIP 1988, 301; Lutter, AcP 180 (1980), 84 (105 ff.); Henze, BB 1996, 489 (492); K. Schmidt, GesR, § 20 IV 2 d, S. 592; K. Schmidt/Lutter/Fleischer, AktG, § 53a Rn. 54; Zöllner, Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 349 ff.; Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 8. Einschränkend auch Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 134 Rn. 262, welcher in Bezug auf die vertikale Treubindung vertritt, dass die Bedeutung der Realstruktur sich darin erschöpft, die Reichweite positiver Förderpflichten zu beschränken, während ein das Verbandsinteresse schädigendes Verhalten unabhängig von der Realstruktur der Gesellschaft in jedem Fall gegen die Treupflicht verstößt.

<sup>1211</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 1210.

unterschiedlichen Realstrukturen unterschiedlicher Gesellschaften abstuft differenzieren. Indes ist eine Differenzierung nach der Realstruktur der Gesellschaft abzulehnen. Maßgeblich ist, dass sich die Treupflicht aus der notwendigen Offenheit der durch den Gesellschaftsvertrag geregelten Beziehungen und der daraus resultierenden Unmöglichkeit der Festlegung *ex ante* rechtfertigt.<sup>1212</sup> Diese beiden Elemente sind aber bei jeder Gesellschaft in gleichem Maße vorzufinden. Sie stehen in keinem Zusammenhang mit einer mehr oder weniger ausgeprägten personalistischen Struktur der Aktiengesellschaft. Weiterhin bringt eine solche Differenzierung erhebliche Rechtsunsicherheit mit sich. Für einen neu eintretenden Aktionär ist der Grad der personalistischen Verflechtung der Altaktionäre untereinander nicht ohne Weiteres erkennbar. Erforderlich wäre eine handhabbare Fallgruppenbildung einzelner Realstrukturen.<sup>1213</sup> Aufgrund der Vielgestaltigkeit der Ausprägungen von Aktiengesellschaften in der Praxis kann eine solche Fallgruppenbildung nur sehr indifferent erfolgen. Gewonnen ist hierdurch letztlich nichts, es entstehen nur weitere Unsicherheiten. Eine Differenzierung anhand der Realstruktur der Aktiengesellschaft ist für die Problemlösung auf Grundlage der Treupflicht richtigerweise auszublenden.

### cc) Grundlegende Entscheidungen des Gesetzgebers

Weiterhin müssen die grundlegenden Entscheidungen des Gesetzgebers respektiert werden. In abschließend durch den Gesetzgeber geregelten Bereichen verbietet sich eine Lösung auf Grundlage der mitgliedschaftlichen Treupflicht.<sup>1214</sup> Eine derartige strikte Bindung an die gesetzgeberischen Vorgaben ist insbesondere vor dem Hintergrund der Einordnung der aktienrechtlichen Treupflicht als richterrechtliche Generalklausel anzunehmen und rechtfertigt sich auch *sub specie* der verfassungsrechtlichen Bindung des Richters an das Gesetz (Art. 20 Abs. 3, Art. 97 Abs. 1 GG).<sup>1215</sup>

Insoweit ist die Perspektive des Richters einzunehmen, der die vorliegend entwickelten Grundsätze zur Beschränkung des Stimmrechts anzuwenden hat. Dieser hat primär das geltende Aktienrecht anzuwenden. Bei der Entwicklung von Stimmrechtsschranken auf Grundlage der

<sup>1212</sup> Zum diesem Gedanken Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 45.

<sup>1213</sup> Siehe einen Versuch derartige Fallgruppen zu bilden bei Piepenburg, Mitgliedschaftliche Treupflichten, S. 235 ff., 272 ff.

<sup>1214</sup> Wastl, NZG 2005, 17 (19); Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 97; Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 54; Vetter, AG 2000, 193 (202); Großkomm AktG/Grundmann, § 136 Rn. 50; Mittermeier, Empty Voting, S. 311.

<sup>1215</sup> MüKoAktG/Bungeroth, AktG, Vor § 53a Rn. 33.

Treupflicht dürfen deshalb keine hierzu in Widerspruch stehenden Lösungen gefunden werden. Durch die Treupflicht darf das Aktienrecht nur in seinen Feinheiten modifiziert werden.

#### dd) Ermessen der Aktionäre

Besonders wichtige Grenze der Treupflicht ist die Freiheit unternehmerischer Entscheidungen der Aktionäre bei Stimmrechtsausübung. Diese Freiheit muss bei der Etablierung eines Rechtsschutzes gegen eine opportunistische Ausübung des Stimmrechts auf Grundlage der Treupflicht unbedingt beachtet werden.

Die Ausübung des Stimmrechts steht grundsätzlich im Ermessen der Aktionäre.<sup>1216</sup> Der Aktionär braucht bei der Ausübung seines Stimmrechts seine eigenen Interessen nicht grundsätzlich hinter den Interessen der Aktiengesellschaft zurückstellen.<sup>1217</sup> Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass das Gesellschaftsinteresse einen höheren Rang hat, als das Privatinteresse des abstimmenden Aktionärs.<sup>1218</sup> Jeder Aktionär trifft im Rahmen seiner Stimmabgabe unternehmerische Entscheidungen,<sup>1219</sup> bei welchen die Auswirkungen *ex ante* nicht vollends abgeschätzt werden können, sodass ein unternehmerisches Ermessen erforderlich ist.<sup>1220</sup>

Aufgrund des den Aktionären eingeräumten Freiraums darf das Rechtsinstitut der Treupflicht nicht dafür missbraucht werden, eine umfassende Beschlusskontrolle aller Hauptversammlungsbeschlüsse zu etablieren.<sup>1221</sup> Ein derartiges Verständnis der Treupflicht würde

<sup>1216</sup> Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 53; Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 98; Thaeter/Guski, AG 2007, 301 (303); Tautges, Empty Voting, S. 269; Kölner Komm AktG/Zöllner, AktG, § 243 Rn. 190.

<sup>1217</sup> BGHZ 14, 25, 38; sinngemäß auch Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 58; Marsch-Barner, ZHR 157 (1993), 172 (177).

<sup>1218</sup> Hommelhoff/Hopt/Werder/Röhrich, Handbuch Corporate Governance, 513, 534 f.

<sup>1219</sup> BGHZ 125, 239 (246); Westermann, ZHR 156 (1992), 203 (217); Mittermeier, Empty Voting, S. 314; MüKoAktG/Bungeroth, AktG, Vor § 53a Rn. 40; OLG Stuttgart NZG 2003, 1025 (1027); Lutter, JZ 1995, 1053 (1055); Zöllner, AG 2000, 145 (153); Grigoleit/Grigoleit, AktG, § 1 Rn. 65; vgl. auch Henze, ZHR 162 (1998), 186 (189).

<sup>1220</sup> Lutter, ZHR 153 (1989), 446 (457); ders., JZ 1995, 1053 (1055); Marsch-Barner, ZHR 157 (1993), 172 (177); Wiedemann, ZGR 1980, 147 (157); Beckerhoff, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung, S. 74; Schockenhoff, Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung, S. 16; siehe auch BGHZ 153, 47 (58 f.) zum delisting, welches nach Ansicht des Gerichts ebenfalls eine unternehmerische Entscheidung der abstimmenden Aktionäre darstellt und deshalb keines sachlichen Grundes zur Rechtfertigung bedarf; siehe hierzu kritisch Lutter, JZ 2003, 684 (686), welcher darauf hinweist, dass auch der Ausschluss des Bezugsrechts, an welchem der BGH die Lehre vom sachlichen Grund gerade entwickelt hat (BGHZ 71, 40 (44 ff.)), der Begriff der „Lehre vom sachlichen Grund“ geht zurück auf Wiedemann, ZGR 1999, 857 (859)), eine unternehmerische Entscheidung darstellt; siehe zum Ganzen auch Bayer/Habersack/Verse, Aktienrecht im Wandel, 579 (598).

<sup>1221</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 98; OLG Stuttgart ZIP 2003, 2024 (2027); Lutter, JZ 1995, 1053 (1055); Hommelhoff/Hopt/Röhrich, Corporate Governance, S. 513, 534 f.

dazu führen, dass eine gerichtliche Kontrolle für Bereiche eingeführt werden würde, die von einer richterlichen Überprüfung gerade frei bleiben sollen.<sup>1222</sup> Verfehlt wäre es, allein aufgrund der nachteiligen Auswirkungen einer Stimmrechtsabgabe *ex post* auf deren Treuwidrigkeit zu schließen.<sup>1223</sup> Treuwidrig ist eine Stimmrechtsausübung erst, wenn bereits bei Stimmabgabe erkennbar war, dass diese unter Berücksichtigung der im Zeitpunkt der Beschlussfassung erkennbaren Umstände und der absehbaren Entwicklung zur Förderung des Gesellschaftszwecks nicht geeignet war, bzw. zum Schaden der Mitgesellschafter oder der Gesellschaft erfolgt ist.<sup>1224</sup> Nur soweit ein deutlicher Eingriff in das Mitgliedschaftsrecht und/oder ein Fall eines Machtmissbrauchs vorliegt, darf auf eine Kontrolle durch die Treupflicht zurückgegriffen werden.<sup>1225</sup> Das Ermessen des Aktionärs bei der Stimmrechtsausübung ist jedoch nicht völlig frei, sondern es bestehen im Einzelfall zu konkretisierende Bindungen. Anders gewendet ist das Ermessen des Aktionärs bei der Stimmrechtsausübung gebundenes Ermessen.<sup>1226</sup>

#### ee) **Zwischenergebnis**

Trotz dieser grundsätzlichen Bedenken gegen die Lösung von gesellschaftsrechtlichen Problemen auf Grundlage der Treupflicht ist diese durchaus ein Instrument zur Erfassung noch unbekannter Konfliktlagen.<sup>1227</sup> Somit erscheint es zweckmäßig, eine Problemlösung durch die Treupflicht in Betracht zu ziehen, ohne dieses heuristische<sup>1228</sup> Konzept zu überspannen. Die Lösung hat entlang den oben dargelegten Grenzen der Treupflicht zu erfolgen.

---

<sup>1222</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 98; OLG Stuttgart ZIP 2003, 2024 (2027); Zöllner, AG 2000, 145 (153); Lutter, JZ 1995, 1053 (1055); Rottbauer, NZG 2001, 115 (120 f.).

<sup>1223</sup> Lutter, JZ 1995, 1053 (1055); Semler, BB 1983, 1566 (1568); Beckerhoff, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung, S. 75, welcher insoweit auch auf die Probleme hinweist, welche durch den sogenannten *hindsight bias* entstehen.

<sup>1224</sup> Winter, Treubindungen, S. 107, 148 ff.; Beckerhoff, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung, S. 75.

<sup>1225</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 98.

<sup>1226</sup> Siehe zum Gedanken der Ermessenbindung Kölner Komm AktG/Tröger, AktG, § 134 Rn. 265.

<sup>1227</sup> Dieser Gesichtspunkt knüpft letztlich wieder an der Unvollständigkeit des Gesellschaftsvertrags an K. Schmidt/Lutter/Fleischer, AktG, § 53a Rn. 45; ders., ZGR 2001, 1 (4 f.); in diese Richtung auch Kumpan, ZHR 170 (2006), 39 (70); Schmolke, ZGR 2007, 701 (729); Tautges, Empty Voting, S. 269; Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 9.

<sup>1228</sup> Die Treupflicht als „heuristische[n] Topos“ bezeichnend Rottbauer, NZG 2001, 115 (117).

**ff) Anwendung auf die drei untersuchten Fälle einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit**

Die zuvor erarbeiteten Grundlagen der mitgliedschaftlichen Treupflicht sind auf die drei Konstellationen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit anzuwenden, um zu erörtern, ob die Treupflicht als Instrument zur Lösung der Problematik der erhöhten *agency costs* dienen kann.

**(i) Erhöhte Kontrolldichte bei Emission von Vorzugsaktien**

Im Lichte der vorstehenden Ausführungen rechtfertigt sich eine erhöhte Treupflicht der Stammaktionäre in Aktiengesellschaften, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert haben. Die im Normalfall bestehende Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung wird durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit im Sinne einer unterproportionalen Betroffenheit aufgehoben. Zwar haben die Stammaktionäre im Grundsatz keine von den Vorzugsaktionären abweichenden Interessen, denn sie sind ebenfalls an einem Anstieg der Dividenden und des Aktienkurses interessiert. Allerdings treffen sie in ihrer Rolle als einzig Stimmberechtigte zugleich Entscheidungen für ihre Mitaktionäre. Wie dargestellt ist bei derartigen Aktiengesellschaften die Gefahr der Ausbeutung der Vorzugsaktionäre durch die Stammaktionäre in Form von *private benefits* besonders hoch. Die Möglichkeit, die für die Gesellschaft bestehenden Nachteile durch eine Transaktion, welche private Kontrollrenten für den Stammaktionär verspricht, in Form verminderter wirtschaftlicher Vorteile auf alle Aktionäre der Gesellschaft umzulegen, begründet die im Vergleich zum gesetzlichen Optimalfall bestehende verzerrte Anreizstruktur. Ausgeglichen werden kann diese durch eine erhöhte Treubindung der Stammaktionäre. Während aufgrund der Interessengleichrichtung durch die gleichmäßige wirtschaftliche Betroffenheit unter den Aktionären einer *one share – one vote*-Gesellschaft die durch die Treupflichtkontrolle eröffnete Missbrauchskontrolle<sup>1229</sup> nicht automatisch eröffnet ist, ist dies aufgrund des durch die Divergenz bestehenden Missbrauchspotenzials bei einer Gesellschaft mit Stamm- und Vorzugsaktien anders zu beurteilen. Die Treupflichtkontrolle ist hier bereits aufgrund der Kapitalstruktur der Gesellschaft eröffnet, sodass sich eine erhöhte Kontrolldichte ergibt.

---

<sup>1229</sup> Bayer/Habersack/*Verse*, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 579, 601 spricht sehr treffend von einer „treupflichtgestützten Missbrauchskontrolle“

Entsprechend den dargestellten Grundsätzen des besonderen Kontrollmaßstabs bei einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit kann eine Treupflichtverletzung durch einen Stammaktionär im horizontalen Verhältnis gegenüber den Vorzugsaktionären angenommen werden, wenn das Stimmrecht entgegen dem Gesellschaftszweck oder zum Schaden der Gesellschaft oder der Mitaktionäre ausgeübt wird. Die Freiheit der Stimmrechtsausübung und das damit einhergehende Ermessen der Aktionäre wird durch diese Sichtweise nicht übermäßig beschränkt, denn die Anwendung der proportionalitätsfördernden Dimension der Treupflicht führt zu einer Ermessensbindung der Stammaktionäre an den Gesellschaftszweck.

## **(ii) Erhöhte Kontrolldichte in Empty Voting Konstellationen**

Eine erhöhte Kontrolldichte in Empty Voting Konstellationen besteht, soweit durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit die grundsätzlich bestehende Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsentscheidungen aufgehoben ist. Ausgangspunkt hierfür ist die für Empty Voting Konstellationen bereits etablierte Figur der Interessenbilanz<sup>1230</sup>.

Erste Fallgruppe ist eine Empty Voting Konstellation, in welcher eine negative Interessenbilanz des abstimmenden Aktionärs vorliegt. In dieser hat der Aktionär durch die Empty Voting Transaktion auf fallende Kurse gesetzt. Von einem rational handelnden Aktionär ist in diesem Fall zu erwarten, dass er sein Stimmrecht zulasten einer Steigerung des Unternehmenswerts ausübt.<sup>1231</sup> Die erhöhte Kontrolldichte von Beschlüssen, an welchen Aktionäre mit einer durch die Empty Voting Transaktion derartig ausgestalteten Anreizstruktur teilnehmen, rechtfertigt sich aus der in Folge der nicht mehr bestehenden Interessengleichrichtung aufgehobenen Richtigkeitsgewähr der Willensbildung.

Eine Verletzung der Treupflicht gegenüber der Gesellschaft und den Mitaktionären bei Stimmabgabe liegt in diesen Fällen vor, wenn der betreffende Aktionär sein Stimmrecht zum Schaden der Mitaktionäre oder entgegen dem Gesellschaftszweck ausübt. Die Stimmabgabe bei

<sup>1230</sup> Siehe hierzu unter F.III.1.b)aa)(v).

<sup>1231</sup> So auch *Tautges*, Empty Voting, S. 275; *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404 (411).

einer negativen Interessenbilanz ist folglich nicht *per se* treuwidrig.<sup>1232</sup> In der Regel wird es sich jedoch so verhalten, dass der betreffende Aktionär sein Stimmrecht entsprechend seiner im Vergleich zu seinen Mitaktionären verzerrten Anreizstruktur ausübt und versucht, durch die Stimmrechtsausübung den Börsenkurs der Gesellschaft zu senken. Der Aktionär ist in dieser Situation ausschließlich an der Erlangung gesellschaftsfremder Sondervorteile interessiert. Durch den sinkenden Börsenkurs schädigt er außerdem seine Mitaktionäre und fördert nicht den Gesellschaftszweck. Eine derartige Stimmabgabe verstößt folglich gegen die Treupflicht gegenüber der Aktiengesellschaft und den Mitaktionären in ihrer proportionalitätsfördernden Dimension.

Im Fall einer neutralen Interessenbilanz liegt ebenfalls im Ausgangspunkt eine vom gesetzlichen Regelfall abweichende Anreizstruktur vor, welche die Richtigkeitsgewähr der Willensbildung der Hauptversammlung infrage stellt. Der Interessenkonflikt wird offensichtlich, wenn man sich vergegenwärtigt, dass jedenfalls im gedanklichen Ausgangspunkt davon auszugehen ist, dass der Aktionär, der seine wirtschaftliche Betroffenheit durch eine Empty Voting Transaktion neutralisiert hat, lediglich abstimmen wird, wenn er durch die Abstimmung *private benefits* realisieren kann.<sup>1233</sup> Wie gezeigt<sup>1234</sup> wäre eine kostenträchtige Abstimmung aus der Sicht eines rationalen Aktionärs nicht sinnvoll. Unter diesem Gesichtspunkt ergibt sich eine divergierende Anreizstruktur und mithin ein Interessenkonflikt, welcher eine erhöhte Kontrolldichte rechtfertigt. Ausgehend hiervon könnte weiter argumentiert werden, dass sich in den Fällen einer neutralen Interessenbilanz im Regelfall auch eine Verletzung der Treupflicht ergeben wird, wenn der betreffende Aktionär abstimmt.<sup>1235</sup> Ein derartiger Automatismus kann freilich nur gelten, wenn die maßgebliche Interessenbilanz für den abstimmenden Aktionär insgesamt bewertet wird. Diese Einschränkung erklärt sich daraus, dass es durchaus möglich ist, dass stimmberechtigte Anteile

---

<sup>1232</sup> Andere Ansicht jedoch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 315 ff., 324, welcher in diesen Fällen stets von einer Treuwidrigkeit ausgeht; differenzierend *Tautges*, Empty Voting, S. 276, welcher davon spricht, dass bei einer negativen Interessenbilanz „mit hoher Wahrscheinlichkeit“ ein Verstoß gegen die gegenüber der Gesellschaft und gegenüber den Mitaktionären bestehenden Treupflicht vorliegt; in diese Richtung auch *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (49, 75); *Theusinger/Moritz*, NZG 2010, 607 (610); abweichend auch *Ostler*, Stimmrecht, S. 195, dessen Argumentation darauf beruht, dass ein Beschluss trotz des außergesellschaftlichen Interesses des Aktionärs letztlich im Gesamtinteresse aller Aktionäre liegen kann. Diese Argumentation trägt jedoch bei einem Abstimmen, welches zu einer Senkung des Börsenkurses beiträgt, nicht. Ein solches ist für die Mitgesellschafter in jedem Fall schädlich.

<sup>1233</sup> Siehe zu dieser Argumentation *Tautges*, Empty Voting, S. 277.

<sup>1234</sup> Vgl. hierzu oben unter F.III.1.b)aa)(v).

<sup>1235</sup> So *Tautges*, Empty Voting, S. 277.

mit einem neutralisierten wirtschaftlichen Interesse sich vom abstimmenden Aktionär durchaus zu im Interesse der Mitaktionäre liegenden Zwecken beschafft werden können. Im Fall der Aktienleihe kann dies beispielsweise der Fall sein, wenn ein Aktionär versucht, seinen Stimmrechtsanteil aus aktivistischen Motiven durch den Abschluss von Wertpapierdarlehensverträgen zu vergrößern. Vorteil dieser Methode sind, verglichen mit einem Erwerb der entsprechenden Aktien, niedrigere Transaktionskosten.<sup>1236</sup> Stimmt der Aktionär nun aus den geliehenen Anteilen ab, so ist die sich aus diesen ergebende wirtschaftliche Betroffenheit neutral. Es kann jedoch keineswegs davon ausgegangen werden, dass die entsprechende Stimmabgabe als treuwidrig einzustufen ist, denn sie widerspricht weder zwingend dem Gesellschaftsinteresse, noch schadet sie den Mitgesellschaftern. Mithin liegt sie sogar in deren Interesse.

Folglich ist auch bei einer neutralen Interessenbilanz eine Prüfung im Einzelfall vorzunehmen. Ein Treupflichtverstoß liegt lediglich vor, wenn das Stimmrecht zum Schaden der Mitaktionäre oder entgegen dem Gesellschaftsinteresse ausgeübt wird. Indiz gegen eine Treupflichtverletzung kann im Einzelfall sein, dass der Wertpapierdarlehensnehmer das Stimmrecht entsprechend den Weisungen des Darlehensgebers auszuüben hat, denn in diesem Fall ist der wirtschaftlich Betroffene zugleich derjenige, der die inhaltliche Entscheidung trifft.<sup>1237</sup>

Liegt eine positive Interessenbilanz des Empty Voters vor, d. h. übersteigt die wirtschaftliche Betroffenheit aus der Beteiligung die wirtschaftliche Betroffenheit aus der Empty Voting Transaktion, besteht die Interessengleichrichtung zu den anderen Aktionären im Grundsatz fort. Der Empty Voter, dessen wirtschaftliche Betroffenheit aus den Anteilen reduziert ist, kann in diesem Fall Gewinne aus der Beteiligung nur realisieren, soweit der Aktienkurs der Gesellschaft steigt. Folge dessen ist, dass bei einer Abstimmung des betreffenden Aktionärs grundsätzlich die Interessengleichrichtung verglichen mit den Mitaktionären und infolge dessen auch die Richtigkeitsgewähr der Willensbildung fortbesteht. Nach hier vertretener Ansicht ist folglich keine erhöhte Kontrolle der Stimmabgabe und des Hauptersammlungsbeschlusses angezeigt. Im Einzelfall kann selbstverständlich auch die Stimmabgabe eines Aktionärs mit einer solchen

---

<sup>1236</sup> Siehe zu dieser Argumentation bereits oben unter F.III.1.b)aa)(v).

<sup>1237</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 279; siehe auch *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (619); *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404 (410).

Anreizstruktur gegen die Treuepflicht verstoßen, denn die allgemeine Missbrauchskontrolle<sup>1238</sup> bleibt selbstverständlich auch in diesen Fällen anwendbar. Im Übrigen geht auch die Literatur davon aus, dass in diesen Fällen in der Regel kein Treupflichtverstoß vorliegt.<sup>1239</sup>

### **(iii) Erhöhte Kontrolldichte bei Investmentaktiengesellschaften**

Bei Investmentaktiengesellschaften besteht im Ausgangspunkt ebenfalls eine erhöhte Kontrolldichte der Beschlüsse der Unternehmensaktionäre. Es besteht eine erhebliche Parallele zu den Beschlüssen von Stammaktionären in einer Gesellschaft, die auch Vorzugsaktien emittiert hat. In beiden Fällen übt eine Aktionärsgruppe das Stimmrecht für die jeweils andere Gruppe aus, was eine erhebliche Verschärfung des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts mit sich bringt. Teilweise wird vertreten, dass die Unternehmensaktionäre einer erhöhten Treubindung unterliegen.<sup>1240</sup> Die Annahme einer solchen gesteigerten Treubindung ließe sich entsprechend der vorliegenden Argumentationslinie durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit bei Unternehmensaktionären rechtfertigen. Unternehmensaktionäre sind von ihrer Stimmrechtsausübung unterproportional betroffen. Demnach ist es ihnen möglich, die negativen Folgen von Entscheidungen, welche in Form eines geminderten Börsenkurses und/oder geringerer Dividenden zum Ausdruck kommt, auf alle Aktionäre gleichmäßig zu verteilen, was die Wahrscheinlichkeit der Realisierung von *private benefits* durch Unternehmensaktionäre erhöht. Hieraus ergibt sich ein Interessenkonflikt, welcher die Richtigkeitsgewähr der Willensbildung in der Investmentaktiengesellschaft infrage stellt. Folglich wäre nach dem bisher gesagt eine erhöhte Kontrolldichte angezeigt.

Indes muss in diesem Zusammenhang den Einschränkungen einer Lösung auf Grundlage der Treupflicht Rechnung getragen werden. Insbesondere ist zu beachten, dass in Investmentaktiengesellschaften ein umfassendes Corporate Governance System zum Schutz der Anlageaktionäre gesetzlich vorgesehen ist. Wie gezeigt muss eine Lösung auf Grundlage der Treupflicht in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen stehen. Aufgrund der Regelungsdichte des Schutzes der Anlageaktionäre in Investmentaktiengesellschaften ist davon auszugehen, dass

---

<sup>1238</sup> Siehe zu diesem Prüfungsmaßstab, der vom Vorliegen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit unabhängig ist oben unter F.III.2.b).

<sup>1239</sup> Siehe *Tautges*, Empty Voting, S. 277; *Mittermeier*, S. 333 f.

<sup>1240</sup> *Wallach*, Der Konzern 2007, 487 (489); *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft, S. 111; a.A. *Wegner*, Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investmentaktiengesellschaft, S. 236; *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 189 ff.

hierdurch grundsätzlich ein abschließendes Schutzkonzept durch den Gesetzgeber geschaffen worden ist. Es wäre verfehlt, eine Modifikation dieser gesetzgeberischen Entscheidung durch die Etablierung einer allgemeinen Kontrolle des im Beschluss mündenden Stimmrechts der Unternehmensaktionäre auf Grundlage der proportionalitätsfördernden Dimension der Treupflicht vorzunehmen. Eine erhöhte Kontrolldichte ist nicht angezeigt. Es bleibt allerdings der allgemeine Kontrollmaßstab der Missbrauchskontrolle auf Grundlage der Treupflicht bestehen.

### **gg) Rechtsfolgen**

Ist anhand der dargestellten Kriterien ein Verstoß gegen die mitgliedschaftliche Treupflicht festgestellt worden, stellt sich die Frage nach den Rechtsfolgen. In Betracht kommen die Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses, die Unwirksamkeit der Stimmabgabe sowie eine Schadensersatzpflicht des treuwidrig abstimmenden Aktionärs.

#### **(i) Nichtigkeit der Stimmabgabe**

Eine Stimmabgabe ist unwirksam, soweit sie gegen die mitgliedschaftliche Treupflicht verstößt. Die einzelne Stimmabgabe ist ein Rechtsgeschäft, erfolgt sie treuwidrig ist sie als solches nichtig.<sup>1241</sup> Teilweise wird einschränkend gefordert, die Stimmabgabe nur bei offensichtlichen Treupflichtverstößen als unbeachtlich zu behandeln.<sup>1242</sup> Stimmabgaben, die gegen die Treupflicht verstoßen, stehen im Hinblick auf die Stimmenzählung einer Stimmenthaltung gleich.<sup>1243</sup> Erkennt der Versammlungsleiter die Treuwidrigkeit, zählt er die betreffenden Stimmen nicht mit.<sup>1244</sup> Dies

---

<sup>1241</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Rn. 14; Lutter, ZHR 153 (1989), 446 (458); Lutter/Grunewald, AG 1989, 109; K. Schmidt/Lutter/Fleischer, AktG, § 53a Rn. 63; Beckerhoff, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung, S. 85 ff.; Tautges, Empty Voting, S. 280; Grigoleit/Grigoleit, AktG, § 1 Rn.75; Nehls, Gesellschafterliche Treupflicht, S. 94 ff.; Ostler, Stimmrecht, S. 203; Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 30; grundlegend Zöllner, Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, 366 ff.; aA. Timm, WM 1991, 481 (486); Höchstrichterliche Rechtsprechung existiert zu dieser Frage im Aktienrecht nicht. Vgl zur GmbH für Nichtigkeit BGHZ 102, 172 (176 f.) = NJW 1988, 969; BGH NJW 1991, 846; BGH AG 1993, 514 (515); OLG Düsseldorf AG 1996, 373 (375); OLG Hamburg ZIP 1991, 1430 (1432); OLG Stuttgart AG 2000, 369 (371).

<sup>1242</sup> K. Schmidt/Lutter/Fleischer, AktG, § 53a Rn. 63; Marsch-Barner, ZHR 157 (1993), 172 (189); MüKoAktG/Bungeroth, AktG, Vor § 53 Rn. 44; Kölner Komm AktG/Drygala, AktG, § 53a Rn. 138; Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg, AktG, § 53a Rn. 56

<sup>1243</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 128; Zöllner, Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 359.

<sup>1244</sup> Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 129; Großkomm AktG/K. Schmidt, § 243 Rn. 47; Nehls, Gesellschaftsrechtliche Treupflicht, S. 96; Seibt, ZIP 2014, 1909 (1915); Stüzle/Walgenbach, ZHR 155 (1991), 516 (536); kritisch Marsch-Barner, ZHR 157 (1993), 172 (189); Koppensteiner, ZIP 1994, 1325 (1327 f.); siehe ausführlichst zum Meinungsstand bei Großkomm AktG/Henze/Notz, § 53a Anh. Rn. 130, die sich dezidiert mit dem Meinungsspektrum auseinandersetzen.

wird jedoch nur dann infrage kommen, wenn er die Wirksamkeit der in Rede stehenden Stimmen abschließend beurteilen kann.<sup>1245</sup>

Im vorliegenden Zusammenhang bedeutet dies, dass soweit ein Stammaktionär gegen seine gesteigerte Treupflicht gegenüber den Vorzugsaktionären oder ein Empty Voter, mit einer neutralen oder negativen Interessenbilanz, gegen die Treupflicht verstößt, indem er sein Stimmrecht zum Schaden der Mitaktionäre oder entgegen dem Gesellschaftsinteresse ausübt, seine Stimmabgabe von vornherein unwirksam ist. Diese Unwirksamkeit etabliert entsprechend der abstrakt vorgeschlagenen rechtstechnischen Lösung einen Rechtsschutz gegen ein opportunistisches Verhalten durch die Stimmrechtsausübung, da diese bei der Feststellung des Beschlussergebnisses nicht berücksichtigt wird. Problematisch ist jedoch die Erkennbarkeit des Treupflichtverstoßes. Jedenfalls in Empty Voting Konstellationen, in welchen der abstimmende Aktionär eine negative oder neutrale Interessenbilanz aufweist, ist die von den übrigen Aktionären abweichende Anreizstruktur und der daraus resultierende Interessenkonflikt keineswegs offensichtlich.<sup>1246</sup> Die opportunistisch und damit zum Schaden der Mitaktionäre und/oder entgegen dem Gesellschaftszweck ausgeübten Stimmen gehen somit im Ausgangspunkt in den Hauptversammlungsbeschluss ein, sodass jedenfalls für Empty Voting Konstellationen in einem ersten Schritt durch die Annahme der Treuwidrigkeit kein Rechtsschutz etabliert wird.

Anders könnte dies für Stammaktionäre im Verhältnis zu Vorzugsaktionären zu bewerten sein. Hier ist zumindest der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit bestehende Interessenkonflikt, welcher nach hier vertretener Ansicht eine erhöhte Kontrolldichte und eine gesteigerte Treupflicht begründet, für den Versammlungsleiter offensichtlich. Allerdings gilt auch in diesen Fällen, dass eine opportunistische treuwidrige Ausübung des Stimmrechts im Einzelfall nicht ohne Weiteres offensichtlich erkennbar ist. Die Treuwidrigkeit, welche sich insbesondere durch eine Realisierung von *private benefits* unter Externalisierung der Nachteile für die Gesellschaft auf die Mit- und insbesondere

---

<sup>1245</sup> Speziell zum Empty Voting *Tautges*, Empty Voting, S. 280; allgemein *Beckerhoff*, Treupflicht bei der Stimmrechtsausübung, S. 87; *Timm*, WM 1991, 481 (486); *Stützle/Walgenbach*, ZHR 155 (1991), 516 (536); Großkomm AktG/*Henze/Notz*, § 53a Anh. Rn. 133; Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 138; K. Schmidt/*Lutter/Fleischer*, AktG, § 53a Rn. 63; *Hüffer/Koch*, AktG, § 130 Rn. 22.

<sup>1246</sup> Siehe zu diesem Problem auch *Tautges*, Empty Voting, S. 280; siehe auch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 327 ff., welcher den Empty Voter zur Offenlegung auf Grundlage der Treupflicht verpflichtet sieht.

Vorzugsaktionäre ergibt, muss im Einzelfall genau geprüft werden und kann aus diesem Grund in der Regel ebenfalls nicht durch den Versammlungsleiter festgestellt werden.

Die Einordnung der Stimmabgabe als nichtig etabliert somit mangels Erkennbarkeit der Treuwidrigkeit keinen Rechtsschutz zur Senkung der *agency costs*, welche durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehen.

## (ii) Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses gemäß § 243 Abs. 1 AktG

Kommt ein Hauptversammlungsbeschluss unter Berücksichtigung von treuwidrig abgegebenen Stimmen zustande, ist der Beschluss jedoch anfechtbar.<sup>1247</sup> Ein Verstoß gegen die mitgliedschaftliche Treupflicht ist eine „Verletzung des Gesetzes“ i. S. v. § 243 Abs. 1 AktG.<sup>1248</sup> Subjektive Momente seitens des treuwidrig abstimmenden Aktionärs sind nicht von Belang, maßgeblich ist allein, dass objektiv eine Verletzung der Treupflicht vorliegt.<sup>1249</sup>

Fraglich ist, ob im Lichte der herrschenden Relevanztheorie<sup>1250</sup> eine Differenzierung dahingehend notwendig ist, dass eine Beschlussanfechtung lediglich dann möglich ist, wenn die gegen die Treupflicht verstoßende Stimmrechtsausübung kausal für das Beschlussergebnis gewesen ist. Die Relevanztheorie zugrunde gelegt kommt eine Anfechtung eines Verfahrensmangels lediglich dann in Betracht, wenn die hiervon betroffenen Stimmen sich rechnerisch auf das Beschlussergebnis ausgewirkt hätten.<sup>1251</sup> Ein Verfahrensverstoß liegt vor, wenn eine treuwidrig abgegebene Stimme durch den Versammlungsleiter mitgezählt worden ist, denn dann liegt eine fehlerhafte Feststellung des Beschlussergebnisses vor, welche als Verfahrensverstoß zu qualifizieren ist.<sup>1252</sup>

In dieser Situation wäre eine Anfechtung lediglich möglich, wenn die treuwidrig abgegebene Stimme für das Beschlussergebnis kausal geworden ist. Ist dies jedoch der Fall gewesen, so ist

---

<sup>1247</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 139; BGHZ 103, 184 (193) - Linotype; BGHZ 142, 167 (169 f.); Großkomm AktG/*Henze/Notz*, § 53a Anh. Rn. 137; Hüffer/*Koch*, AktG, § 53a Rn. 29; Spindler/*Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 56; OLG München WM 2014, 943 ff.; abweichend Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 230 f.; ausdrücklich gegen diesen wiederum Zöllner, AG 2000, 145 (153).

<sup>1248</sup> Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 139; K. Schmidt/*Lutter/Fleischer*, AktG, 53a Rn. 64; Großkomm AktG/*K. Schmidt*, § 243 Rn. 9; MüKoAktG/*Hüffer/Schäfer*, AktG, § 243 Rn. 44.

<sup>1249</sup> *Lutter*, JZ 1995, 1053 (1054 f.); *Winter*, Mitgliedschaftliche Treubindungen, S. 110.

<sup>1250</sup> Siehe zur Relevanztheorie grundlegend Kölner Komm AktG/*Zöllner*, AktG, 1. Auflage, § 243 Rn. 81 ff. Die Mitglieder des 2. Senats des BGH haben diese Ansicht in unterschiedlichen Beiträgen ausdrücklich übernommen, vgl. *Goette*, ZGR 2008, 436 (438); *Henze*, BB 2002, 847 (848); siehe aus der Rechtsprechung BGHZ 149, 158 (164 f.); BGHZ 194, 14 Rn. 28.

<sup>1251</sup> *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 6 Rn. 252.

<sup>1252</sup> Spindler/*Stilz/Drescher*, AktG, § 243 Rn. 108.

automatisch auch der Beschlussinhalt treuwidrig, denn dann wurde die für die einzelne Stimmrechtsausübung als treuwidrig bezeichnete Entscheidung auch durch den Hauptversammlungsbeschluss getroffen. Anders gewendet: Besteht die Entscheidung zwischen A und B und wäre für den einzelnen Aktionär eine Entscheidung für A treuwidrig, so ist, soweit seine Stimmrechtsausübung für A kausal dazu führt, dass insgesamt eine Mehrheit für A entsteht, letztlich der gesamte Beschluss treuwidrig. Aus dieser Warte könnte man davon sprechen, dass eine treuwidrige Stimmabgabe, welche für das Beschlussergebnis kausal ist, den gesamten Beschlussinhalt infiziert. Im Fall der Treupflicht ist das Kausalitätskriterium somit nicht von Bedeutung, denn soweit die Stimmabgabe für das Beschlussergebnis relevant geworden ist, liegt immer auch ein inhaltlicher Mangel vor. Dieser Argumentationslinie entspricht es, dass im Fall der Mitzählung wegen Treupflichtverstoßes nichtiger Stimmen ein doppelter Anfechtungsgrund einerseits wegen Inhaltsmangels, andererseits wegen fehlerhafter Zählung angenommen wird.<sup>1253</sup>

Die Anfechtbarkeit etabliert den notwendigen Rechtsschutz *ex post*. Hierbei verbleiben freilich die Risiken eines gerichtlichen Verfahrens, sowie das insbesondere bestehende Risiko, dass die Treuwidrigkeit der Stimmabgabe den übrigen Aktionären verborgen bleibt. Letztlich kann die Anfechtbarkeit aber als probates Mittel bezeichnet werden, um die durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden erhöhten *agency costs* zu reduzieren.

### **(iii) Schadensersatzpflicht des treuwidrig abstimmenden Aktionärs gemäß § 280 Abs. 1 S. 1 BGB**

Weitere Folge einer Verletzung der Treupflicht bei der Stimmabgabe durch einen Aktionär ist ein Schadensersatzanspruch gemäß § 280 Abs. 1 S. 1 AktG gegenüber der Gesellschaft und den übrigen Aktionären, da die Treupflicht ein Schuldverhältnis i. S. d. § 241 BGB darstellt.<sup>1254</sup> Soweit lediglich ein Schaden im Vermögen der Aktiengesellschaft entstanden ist, können die übrigen Aktionäre den hieraus folgenden Reflexschaden jedoch nicht ersetzt verlangen, vielmehr

<sup>1253</sup> Kölner Komm AktG/*Noack/Zetsche*, AktG, § 243 Rn. 251. Siehe zu diesem Gedanken allgemein auch Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 279, welcher insoweit von einer „Duplizität der Folge“ spricht.

<sup>1254</sup> MüKoAktG/*Bungeroth*, AktG, Vor § 53 Rn. 45; K. Schmidt/*Lutter/Fleischer*, AktG, 53a Rn. 70; Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 278; Spindler/*Stilz/Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 57; Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 131.

bleibt es bei einem Anspruch der Gesellschaft.<sup>1255</sup> Klageberechtigt sind sowohl die Gesellschaft als auch die Mitaktionäre.<sup>1256</sup> Nach herrschender Meinung soll die Beschlussanfechtung grundsätzlich Vorrang vor dem Anspruch auf Schadensersatz haben.<sup>1257</sup>

Zu vertreten sind nur vorsätzliche Pflichtverstöße, denn anderenfalls wäre die Ausübung des Stimmrechts aufgrund eines drohenden Schadensersatzanspruchs mit einem erheblichen Risiko behaftet, welches Aktionäre unter Umständen von einer Beteiligung abhalten könnte.<sup>1258</sup> Die Beschränkung auf vorsätzliche Treupflichtverstöße verdient Zustimmung. Eine bereits bei Fahrlässigkeit eingreifende Haftung würde den Grundsatz der freien Stimmrechtsausübung und das Ermessen der Aktionäre zu sehr einschränken und auf diese Weise die *per se* erwünschte Mitwirkung der Aktionäre verhindern.

Im Ausgangspunkt ist die Etablierung eines Rechtsschutzes durch eine Schadensersatzpflicht des gegen die Treupflicht verstoßenden Aktionärs gut geeignet, um dem Problem der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten *agency costs* entgegenzuwirken. Die Aussicht, im Fall der opportunistischen Vorteilsverfolgung auf Kosten der Mitaktionäre und der Gesellschaft zum Schadensersatz verpflichtet zu sein, senkt den Erwartungswert des opportunistischen Verhaltens. Auf diese verhindert ein drohender Schadensersatzanspruch das opportunistische Verhalten bereits vorab. Aufgrund der Flexibilität der Treupflicht erscheint dieses Instrument ideal, denn durch eine zurückhaltende Anwendung im Einzelfall kann dem unternehmerischen Ermessen der Aktionäre ausreichend Rechnung getragen werden.

Problematisch ist jedoch, dass die Schadensberechnung bei einem Verstoß gegen die Treupflicht oftmals sehr schwierig vorzunehmen ist. Für Empty Voting Konstellation wurde aus diesem Grund eingewandt, dass die Schadensberechnung nicht realisiert werden kann und deshalb die

---

<sup>1255</sup> K. Schmidt/Lutter/*Fleischer*, AktG, 53a Rn. 70; Großkomm AktG/*Henze/Notz*, § 53a Anh. Rn. 146; Spindler/Stilz/*Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 57; Lutter, ZHR 162 (1998), 164 (178).

<sup>1256</sup> Spindler/Stilz/*Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 57; Lutter, ZHR 162 (1998), 164 (177 ff.); Hüffer/*Koch*, AktG, § 53a Rn. 28.

<sup>1257</sup> Großkomm AktG/*Henze/Notz*, § 53a Anh. Rn. 148; *Marsch-Barner*, ZHR 157 (1993), 172 (191); K. Schmidt/Lutter/*Fleischer*, AktG, 53a Rn. 70; MüKoAktG/*Bungeroth*, AktG, Vor § 53a Rn. 45.

<sup>1258</sup> Spindler/Stilz/*Cahn/v. Spannenberg*, AktG, § 53a Rn. 58; Kölner Komm AktG/*Drygala*, AktG, § 53a Rn. 131; K. Schmidt/Lutter/*Fleischer*, AktG, 53a Rn. 70; MüKoAktG/*Bungeroth*, AktG, Vor § 53a Rn. 45; Hüffer/*Koch*, AktG, § 53a Rn. 28; *Tautges*, Empty Voting, S. 281; a.A. *Grigoleit/Grigoleit*, AktG, § 1 Rn. 67; *Beckerhoff*, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung, S. 97 ff.; *Nehls*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, S. 104 ff.; *Wastl*, NZG 2005, 17 (21) Fn. 32 welche jede Form der Fahrlässigkeit für ausreichend erachtet; durch die Rechtsprechung wurde die Frage ausdrücklich offen gelassen, vgl. BGHZ 129, 136, 162; ebenso Lutter, JZ 1995, 1053 (1055).

Durchsetzung der Schadensersatzansprüche unsicher wäre.<sup>1259</sup> Im Lichte dieser Unsicherheiten ist die incentivierende Wirkung eines drohenden Schadensersatzanspruchs als deutlich geringer zu bewerten.

#### **hh) Zwischenergebnis**

Zur Reduzierung der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten *agency costs* bietet sich eine Lösung auf Grundlage der mitgliedschaftlichen Treupflicht an. Dieses Rechtsinstitut nimmt im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft eine vergleichbare Funktion ein wie die wirtschaftliche Betroffenheit, denn es ist nach Ansicht der herrschenden Meinung in der Literatur notwendiges Gegengewicht zum Einfluss der Aktionäre. Besteht eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit, ist eine erhöhte Kontrolldichte des entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses angezeigt. Diese rechtfertigt sich aus der Aufhebung der durch die wirtschaftliche Betroffenheit bestehenden Interessengleichrichtung unter den Aktionären, welche die Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung zur Folge hat.

Soweit die dargelegten Grenzen einer Lösung auf Grundlage der Treupflicht eingehalten werden, ist diese somit konzeptionell das optimale Instrument, um die Folgen einer reduzierten wirtschaftlichen Betroffenheit auszugleichen.

Problematisch ist jedoch die Rechtsfolgenseite. Soweit entsprechend den spezifisch für den Fall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entwickelten Grundsätzen der mitgliedschaftlichen Treupflicht ein Verstoß gegen selbige festgestellt worden ist, führt dies zur Nichtigkeit der Stimmabgabe, zur Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses und unter Umständen zu einem Schadensersatzanspruch des gegen die Treupflicht verstoßenden Aktionärs. Ein opportunistusminimierender Rechtsschutz wird durch diese Rechtsfolgen allerdings nur in geringem Maße etabliert. Hinsichtlich der Nichtigkeit der Stimmabgabe und der Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses fehlt es in der Regel an der Erkennbarkeit des Treupflichtverstoßes. Die drohende Schadensersatzpflicht verliert ihre abschreckende Wirkung aufgrund der Schwierigkeiten bei der Schadensberechnung, welche die Durchsetzbarkeit im Einzelfall erheblich erschwert.

---

<sup>1259</sup> *Hu/Black*, 156 U. Pa. L. Rev. (2008), 625 (703); *Mittermeier*, Empty Voting, S. 342; *Seibt*, ZGR 2010, 795 (824); *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (643).

### 3. Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen, § 243 Abs. 2 AktG

Die erhöhten *agency costs*, welche durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit eintreten, könnten durch das in § 243 Abs. 2 AktG geregelte Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen reduziert werden. Dies wäre der Fall, wenn durch die Vorschrift eine Rechtsschutzkomponente gegen eine opportunistische Ausübung des Stimmrechts etabliert werden könnte, welche die reduzierte wirtschaftliche Betroffenheit in dieser Funktion substituiert.

#### a) Grundlagen

Gemäß § 243 Abs. 2 AktG kann die Anfechtung eines Hauptversammlungsbeschlusses darauf gestützt werden, dass ein Aktionär mit der Ausübung des Stimmrechts für sich oder einen Dritten Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre zu erlangen suchte und der Beschluss geeignet ist, diesem Zweck zu dienen. Die Vorschrift zielt auf die Ergänzung des § 243 Abs. 1 AktG ab<sup>1260</sup> und regelt einen Sonderfall eines Verstoßes gegen die gesellschaftsrechtliche Treupflicht.<sup>1261</sup> Die beiden Anfechtungstatbestände stehen unabhängig nebeneinander.<sup>1262</sup>

Die praktische Bedeutung des § 243 Abs. 2 AktG ist gering<sup>1263</sup>, denn in den in Betracht kommenden Fällen ist in der Regel bereits eine Anfechtbarkeit gemäß § 243 Abs. 1 AktG zu bejahen, sodass die Frage, ob § 243 Abs. 2 AktG ebenfalls erfüllt ist, häufig offenbleiben kann.<sup>1264</sup> Eine eigenständige Bedeutung gewinnt der Tatbestand jedoch dadurch, dass die Anfechtungsbefugnis im Fall des § 243 Abs. 2 AktG gemäß § 245 Nr. 3 AktG nicht davon abhängt,

<sup>1260</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 69.

<sup>1261</sup> Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 191; Grigoleit/Ehmann, AktG, § 243 Rn. 17; K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 24; in der Linotype-Entscheidung wurde sogar die Beschlussanfechtung auf Grundlage der Treupflicht in Analogie zu § 243 Abs. 2 AktG entwickelt, vgl. Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 52, was jedoch nach dem heutigen dogmatischen Verständnis der Treupflicht im Aktienrecht abzulehnen ist.

<sup>1262</sup> BGHZ 71, 40 (49) = NJW 1978, 1316 (1318) – Kali & Salz: „verschiedene Anfechtungsründe, die nicht unmittelbar zusammenhängen und (...) nicht miteinander vermengt werden dürfen“; siehe hierzu auch Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 53; Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 191.

<sup>1263</sup> Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 53; MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 72 f.; Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 192; Grigoleit/Ehmann, AktG, § 243 Rn. 18; Kölner Komm AktG/Noack/Zetsche, AktG, § 243 Rn. 397; Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, S. 178; Tettinger, Bezugsrechtsausschluß, S. 104; Mittermeier, Empty Voting, S. 305; Ostler, Stimmrecht, S. 175. Zur Zeit der Einführung der Vorschrift hatte diese noch erhebliche praktische Bedeutung, was auf den geringen Entwicklungsstand des Konzernrechts zu dieser Zeit zurückzuführen ist, vgl. hierzu Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 51 f.

<sup>1264</sup> K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 24; Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 192; MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 73.

dass der anfechtende Aktionär in der Hauptversammlung erschienen ist und Widerspruch zu Protokoll erhoben hat.<sup>1265</sup>

## **b) Tatbestandsvoraussetzungen**

### **aa) Sondervorteil**

Zunächst ist die auf die Erlangung eines Sondervorteils zielende Ausübung des Stimmrechts erforderlich. Unter einem Sondervorteil ist jedweder Vorteil ohne Rücksicht auf die Art der Erlangung, sofern es bei einer Gesamtwürdigung sämtlicher Umstände des Falls als sachwidrige Bevorzugung erscheint, dem Aktionär oder einem Dritten den Vorteilerwerb zu gestatten oder den bereits vollzogenen Erwerb hinzunehmen.<sup>1266</sup> Hierbei ist entscheidend, dass der Sondervorteil zulasten der Gesellschaft erlangt wird, d. h. ein verbotener Sondervorteil liegt vor, wenn der Aktionär oder ein Dritter auf Kosten der Gesellschaft bessergestellt wird als ein anderer Aktionär oder ein vergleichbarer Dritter.<sup>1267</sup> Das Tatbestandsmerkmal des Sondervorteils ist weit auszulegen. Von der Anfechtung ausgeschlossen sind nur Beschlüsse, die objektiv völlig untauglich sind, einen Sondervorteil zu erlangen.<sup>1268</sup>

Das Kriterium der Sachwidrigkeit wird teilweise durch einen Verweis auf die Verkehrsüblichkeit konkretisiert.<sup>1269</sup> Andere stellen darauf ab, ob der Vorteil allen in vergleichbarer Lage zufließt.<sup>1270</sup> Eine etwas allgemeinere Ansicht prüft, ob es für den Sondervorteil eine wirtschaftliche Rechtfertigung gibt.<sup>1271</sup> Richtig erscheint, eine Konkretisierung anhand einer wirtschaftlichen Rechtfertigung unter Heranziehung eines Dritt- oder Marktvergleichs vorzunehmen.<sup>1272</sup> Vorteil dieser Sichtweise ist die Kombination der durch den Dritt- oder Marktvergleich eingeführten Messbarkeit in Verbindung mit dem flexiblen Kriterium der wirtschaftlichen Rechtfertigung.

---

<sup>1265</sup> K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 24.

<sup>1266</sup> BGH NJW 1998, 2054, 2056 = BGHZ 138, 71 – Sachsenmilch; BGH AG 2009, 534, 535; Grigoleit/Ehmann, AktG, § 243 Rn. 19.

<sup>1267</sup> Grigoleit/Ehmann, AktG, § 243 Rn. 19.

<sup>1268</sup> K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 25.

<sup>1269</sup> Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 200.

<sup>1270</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 79; in diese Richtung auch BGH, 4.10.1976 II ZR 204/74, WM 1976, 1226 (1227) zur GmbH.

<sup>1271</sup> Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 53; kritisch hiergegen Hüffer/Koch, AktG, § 243 Rn. 35 welcher die Ansicht als „unscharf“ bezeichnet.

<sup>1272</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 78.

## **bb) Sondervorteil in den drei Konstellationen**

Zu prüfen ist, inwieweit durch die in den drei untersuchten Fallgruppen entstehende Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit die Gefahr, dass ein solcher Sondervorteil angestrebt wird, steigt.

### **(i) Vorzugsaktien**

Die durch die Emission von Vorzugsaktien entstehende Divergenz begünstigt eine Ausbeutung durch die Extraktion von *private benefits* durch die Stammaktionäre.<sup>1273</sup> In diesen liegt ein Vorteil, welcher nicht mit der Aktionärgesamtheit geteilt wird und somit ein Sondervorteil i. S. v. § 243 Abs. 2 AktG. Als Beispiel mag die Abstimmung im Wege einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz in einer Holzmüller-Konstellation über die Veräußerung eines Unternehmensteils zu nicht marktgerechten Konditionen dienen. In der Literatur<sup>1274</sup> wird ein solcher Erwerb zu besonders günstigen Bedingungen als Vorteil i. S. v. § 243 Abs. 2 AktG eingeordnet. Eine sachliche Rechtfertigung nach dem hier aufgestellten Maßstab liegt ebenfalls nicht vor, denn ein solches Geschäft hält weder einem Dritt- oder Marktvergleich stand, noch liegt eine anderweitige wirtschaftliche Rechtfertigung vor. Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit macht das Streben nach einem Sondervorteil noch wahrscheinlicher. Der für die Veräußerung stimmende Stammaktionär kann die in Folge der Veräußerung bei der Gesellschaft und den Aktionären eintretenden Nachteile, insbesondere in Form eines geminderten Börsenkurses und reduzierter Dividenden auf die Gesamtheit der Aktionäre umlegen.

### **(ii) Empty Voting Konstellationen**

In Empty Voting Konstellationen kann ein Sondervorteil darin liegen, dass ein Aktionär das Abstimmungsergebnis zum Schaden der Gesellschaft beeinflusst, um aus dem Kursverfall Gewinne zu erzielen.<sup>1275</sup> Dieser Sondervorteil ist auch sachwidrig, da der Vorteil nicht allen zufließt, die sich gegenüber der Gesellschaft in einer vergleichbaren Lage befinden und der Empty

---

<sup>1273</sup> Siehe hierzu unter E.I.7.a)bb).

<sup>1274</sup> Kölner Komm AktG/Noack/Zetsche, AktG, § 243 Rn. 411.

<sup>1275</sup> Kölner Komm AktG/Noack/Zetsche, AktG, § 243 Rn. 536; Osterloh-Konrad, ZGR 2012, 35, (48 ff.); Theusinger/Moritz, NZG 2010, 607 (610); Hölters/Englisch, AktG, § 243 Rn. 53.

Voter für den Vorteil keine angemessene Gegenleistung erbringt und diesen somit nicht zu marktüblichen Konditionen erlangt.<sup>1276</sup>

Hierbei ist jedoch erneut eine Differenzierung nach den unterschiedlichen Interessenbilanzen erforderlich. Soweit der Empty Voter eine positive Interessenbilanz aufweist, d. h. seine wirtschaftliche Betroffenheit aus der Beteiligung an der Gesellschaft diejenige aus der Empty Voting Position übersteigt, ist aufgrund der Interessengleichrichtung nicht davon auszugehen, dass das Stimmrecht zulasten der Gesellschaft ausgeübt wird, um Sondervorteile zu erlangen. Eine Ausnahme kann darin bestehen, dass der Aktionär versucht, durch die Reduktion der wirtschaftlichen Betroffenheit die Gesellschaft als Vehikel zur kostengünstigen Extraktion von *private benefits* zu verwenden. In diesen Fällen liegt eine Konstellation vor, in welcher die reduzierte wirtschaftliche Betroffenheit Stimmrechte erzeugt, die weniger *cash flow* sensibel sind als im Fall einer proportionalen Betroffenheit. Letztlich entsteht eine Situation, die mit Vorzugsaktien vergleichbar ist, denn in beiden Fällen können die negativen Folgen der Extraktion von *private benefits* aufgrund der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher kostengünstig auf alle Aktionäre externalisiert werden. Bei einer neutralen Interessenbilanz gilt Entsprechendes. Soweit eine negative Interessenbilanz vorliegt, d. h. der Empty Voter von einem Kursverlust der Gesellschaft profitiert, ist die oben dargestellte Ansicht der Literatur zutreffend.

### **(iii) Investmentaktiengesellschaften**

Bei Investmentaktiengesellschaft stellt sich das Problem, dass in der Literatur teilweise vertreten wird, dass den durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit besonders benachteiligten Anlageaktionäre kein Anfechtungsrecht zukommen soll.<sup>1277</sup> Begründet wird dies mit dem fehlenden Teilnahmerecht der Anlageaktionäre an der Hauptversammlung, welches dazu führen soll, dass den Anlageaktionären auch alle anderen Mitgliedschaftsrechte, die eine Teilnahme an der Hauptversammlung voraussetzen, nicht zustehen.<sup>1278</sup> Die Folge dieser Ansicht wäre im vorliegenden Zusammenhang, dass zur Reduktion der durch die disproportionale Betroffenheit erhöhten *agency costs* die Etablierung eines kostensenkenden Rechtsschutzes nicht durch ein Anfechtungsrecht gemäß § 243 Abs. 2 AktG erfolgen kann.

---

<sup>1276</sup> Tautges, Empty Voting, S. 253.

<sup>1277</sup> Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 120.

<sup>1278</sup> Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 120.

Gegen einen generellen Ausschluss des Anfechtungsrechts von Anlageaktionären spricht jedoch der bereits dargestellte Umstand, dass eine Anfechtung gemäß § 243 Abs. 2 AktG nach § 245 Nr. 3 AktG keine Anwesenheit in der Hauptversammlung voraussetzt. Diese Ausnahme vom Anwesenheitserfordernis rechtfertigt sich daraus, dass der Anfechtungsgrund gemäß § 243 Abs. 2 AktG einen gravierenden Fall des Stimmrechtsmissbrauchs darstellt und derartige Fälle oftmals nicht in der Hauptversammlung erkennbar sind.<sup>1279</sup> Anders als § 245 Nr. 1 und Nr. 2 AktG setzt § 245 Nr. 3 AktG auch kein implizites Teilnahmerecht voraus, sodass aus aktienrechtlicher Sicht nichts gegen die Anfechtungsbefugnis eines Anlageaktionärs gemäß § 245 Nr. 3 AktG und ein Anfechtungsrecht gemäß § 243 Abs. 2 AktG spricht.<sup>1280</sup> Aus investmentrechtlicher Sicht liegt der Grund für den Ausschluss der Anlageaktionäre von der Hauptversammlung in der schnelleren und kostengünstigeren Abhaltung der Hauptversammlung.<sup>1281</sup> Ein Anfechtungsrecht der Anlageaktionäre würde diesen Zweck nicht konterkarieren, denn bei § 243 Abs. 2 AktG handelt es sich um einen eng umgrenzten Ausnahmetatbestand, sodass keine systemwidrigen Lähmungs- oder Blockademöglichkeiten entstehen würden.<sup>1282</sup> Demnach stehen auch die Wertungen des Investmentrechts der Annahme eines Anfechtungsrechts der Anlageaktionäre gemäß § 243 Abs. 2 AktG, sowie einer Anfechtungsbefugnis gemäß § 245 Nr. 3 AktG nicht entgegen.<sup>1283</sup>

In Investmentaktiengesellschaften kann der angestrebte Sondervorteil ebenfalls darin liegen, *private benefits* aus der Gesellschaft zulasten der übrigen Aktionäre zu ziehen. Freilich ist hierbei der eingeschränkte Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft zu beachten. Gemäß § 110 Abs. 2 KAGB muss der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand einer Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital ausschließlich die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach einer festen Anlagestrategie und dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage zum Nutzen ihrer Aktionäre sein. Durch diesen gesetzlich festgelegten Unternehmensgegenstand wird sichergestellt, dass die Investmentaktiengesellschaft sich auf die kollektive Vermögensanlage beschränkt und nicht unternehmerisch tätig wird.<sup>1284</sup> Ein

---

<sup>1279</sup> Kölner Komm AktG/*Noack/Zetzsche*, AktG, § 245 Rn. 121; Großkomm AktG/*K. Schmidt*, AktG, § 245 Rn. 29.

<sup>1280</sup> Zum Ganzen auch *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 76

<sup>1281</sup> BT-Drs. 16/5576, S. 84; *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 76.

<sup>1282</sup> *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 76.

<sup>1283</sup> Im Ergebnis ebenso *Blenk*, Die Mitgliedschaft, S. 76; *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen, S. 140; a.A. *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 120.

<sup>1284</sup> Zum alten Recht *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft, S. 82; Begr. RegE, BT-Drs. 15/1553, S. 104 li. Sp.; *Eckhold*, ZGR 2007, 654 (656).

Unternehmensaktionär kann folglich Sondervorteile nur im Rahmen der Anlageentscheidungen der Investmentaktiengesellschaft erstreben. Denkbar ist beispielsweise, dass ein Unternehmensaktionär sein Stimmrecht dazu einsetzt, im Rahmen einer Holzmüller-Entscheidung dafür zu stimmen, dass große Teile des Anlagevermögens an eine ihm nahe stehende Gesellschaft unter Marktwert veräußert werden. Dieser Fall weist erhebliche Parallelen zur beschriebenen Extraktion von *private benefits* durch einen Stammaktionär gegenüber Vorzugsaktionäre auf, sodass eine auf die Erlangung eines Sondervorteils gerichtete Stimmrechtsausübung vorliegt, welche den Tatbestand des Anfechtungsrechts gemäß § 243 Abs. 2 AktG erfüllt.

### cc) Schaden der Gesellschaft

Weitere Tatbestandsvoraussetzung des § 243 Abs. 2 AktG ist, dass der Sondervorteil zum Schaden der Gesellschaft erlangt werden soll. Ein Kausalzusammenhang zwischen dem Vorteil und dem Schaden ist erforderlich.<sup>1285</sup> Keine Voraussetzung ist hingegen Stoffgleichheit in dem Sinne, dass dem Vorteil des Aktionärs ein Nachteil der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre gegenübergestellt werden kann.<sup>1286</sup> Der Schaden muss nicht bei allen anderen Aktionären eintreten, ausreichend ist, wenn ein Teil der übrigen Aktionäre benachteiligt wird.<sup>1287</sup> Die Abgrenzungskraft des Schadenserfordernisses ist eher gering, denn in einer sachwidrigen Bevorzugung in Form eines Sondervorteils liegt immer zugleich ein Nachteil der übrigen Aktionäre oder der Gesellschaft.<sup>1288</sup> Durch die Verfolgung von *private benefits*, welche durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in allen drei Fallkonstellationen begünstigt wird, entsteht ein Schaden im Sinne des § 243 Abs. 2 AktG. In der Konstellation der Vorzugsaktien werden sowohl die Aktiengesellschaft als auch mittelbar durch ein gesunkenes Gesellschaftsvermögen insbesondere die Vorzugsaktionäre geschädigt, wenn die Stammaktionäre ihr Stimmrecht dazu verwenden, der Gesellschaft, beispielsweise durch die erwähnte Veräußerung eines Unternehmensteils zu nicht marktgerechten Konditionen, Vermögenswerte ohne entsprechende Kompensation zu entziehen. Entsprechendes gilt für die Konstellation in Investmentaktiengesellschaften. In Empty Voting Konstellationen ergibt sich bei einer

<sup>1285</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 83.

<sup>1286</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 83; K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 27; Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 57.

<sup>1287</sup> K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 27.

<sup>1288</sup> Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 423; MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 83.

Stimmrechtsausübung eines Empty Voters mit negativer Interessenbilanz zunächst ein Schaden der Gesellschaft in Form des gesunkenen Aktienkurses, mittelbar jedoch auch eine Schädigung der übrigen Aktionäre, denn das der Gesellschaft entzogene Vermögen steht nicht mehr zur Ausschüttung per Dividende zur Verfügung.<sup>1289</sup>

#### dd) Subjektiver Tatbestand

Im subjektiven Tatbestand ist für eine Anfechtung gemäß § 243 Abs. 2 AktG in allen drei Konstellationen erforderlich, dass der jeweils abstimmende Aktionär zumindest bedingten Vorsatz<sup>1290</sup> hinsichtlich des Erwerbs eines Sondervorteils hat. Der Aktionär muss das Bewusstsein haben, dass der Beschluss die Grundlage für den Erwerb eines besonderen Vorteils sein kann, weiterhin muss er den Willen haben, diesen Sondervorteil zu erwerben.<sup>1291</sup> Nicht erforderlich ist, dass sich der Vorsatz auch auf den Schaden bezieht.<sup>1292</sup>

In den drei untersuchten Konstellationen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit wird es dem abstimmenden Aktionär in der Regel sogar darauf ankommen, einen Sondervorteil in Gestalt der *private benefits* zu erlangen. Dementsprechend wird hinsichtlich des Sondervorteils oftmals Absicht und nicht nur bedingter Vorsatz vorliegen.<sup>1293</sup>

#### ee) Rechtsfolgen

Rechtsfolge eines Verstoßes gegen das Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen gemäß § 243 Abs. 2 AktG ist die Anfechtbarkeit des Beschlusses. Der Anfechtungskläger hat sämtliche Voraussetzungen einschließlich der subjektiven Elemente zu beweisen.<sup>1294</sup> Teilweise wird vertreten, dass dem Kläger Beweiserleichterungen in Form einer sekundären Darlegungslast der Gesellschaft und die Grundsätze des Anscheinsbeweises zugutekommen können.<sup>1295</sup> Andere

<sup>1289</sup> Tautges, Empty Voting, S. 254; Ostler, Stimmrecht, S. 180.

<sup>1290</sup> Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 204; Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 447; Bürgers/Körber/Göz, AktG, § 243 Rn. 18; Hüffer/Koch, AktG, § 243 Rn. 34; MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 85; a.A. K. Schmidt/Lutter/Schwab, AktG, § 243 Rn. 28, welcher Absicht fordert.

<sup>1291</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 85; Hüffer/Koch, AktG, § 243 Rn. 34; Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 204.

<sup>1292</sup> Reg. Begr. (AktG 1965), 3.2.1962, BT-Drucks- IV/171, S. 201; Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 204; MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 86; Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 448.

<sup>1293</sup> Siehe für das Empty Voting Tautges, Empty Voting, S. 255.

<sup>1294</sup> Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 495.

<sup>1295</sup> MüKoAktG/Hüffer/Schäfer, AktG, § 243 Rn. 152; Hölters/Englisch, AktG, § 243 Rn. 104; Spindler/Stilz/Drescher, AktG, § 243 Rn. 208, 240 ff.; Großkomm AktG/K. Schmidt, AktG, § 243 Rn. 57.

Stimmen sprechen sich hingegen für eine volle Darlegungs- und Beweislast des Klägers aus.<sup>1296</sup> In Empty Voting Konstellationen kommt zusätzlich eine Vorsatzvermutung jedenfalls dann in Betracht, wenn eine negative Interessenbilanz des Empty Voters vorliegt.<sup>1297</sup>

#### **ff) Zwischenergebnis**

Die Anfechtbarkeit wegen einer Verfolgung von Sondervorteilen gemäß § 243 Abs. 2 AktG ist grundsätzlich als taugliches Instrument zur Etablierung eines Rechtsschutzes gegen opportunistische Verhaltensweisen, welche durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit besonders begünstigt werden, einzuordnen. Hierbei besteht jedoch das Problem, dass insbesondere in Empty Voting Konstellationen die im Vergleich zur wirtschaftlichen Betroffenheit disproportionale Stimmrechtsmacht häufig nicht erkennbar ist. Folglich ist es für einen durch den Sondervorteil benachteiligten Aktionär oftmals bereits nicht erkennbar, dass der Empty Voter zur Erlangung eines sich aus der Empty Voting Transaktion ergebenden Sondervorteils abstimmt. Insoweit ist die mangelnde Transparenz von Empty Voting Konstellationen erneut das Kriterium, das letztlich eine effektive Rechtsdurchsetzung verhindert. Die Schaffung eines umfassenden Transparenzregimes ist aus dieser Warte umso wichtiger.

In anderen Fällen wird der Sondervorteil nicht ohne Weiteres ersichtlich sein, denn dieser wird sich erst nach einiger Zeit zeigen oder einen erheblichen Bewertungsaufwand erfordern, welchen vor allem benachteiligte Kleinaktionäre nicht leisten können. Insoweit ergeben sich vergleichbare Probleme wie bei einer Anfechtung gemäß § 243 Abs. 1 AktG wegen einer Verletzung der mitgliedschaftlichen Treupflicht.

Zusammenfassend ist die Anfechtung gemäß § 243 Abs. 2 AktG zwar theoretisch ein probates Mittel, um die durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten *agency costs* zu senken, die Durchsetzung wird allerdings in vielen Fällen an der mangelnden Transparenz scheitern.

---

<sup>1296</sup> Grigoleit/Ehmann, AktG, § 243 Rn. 37; so auch Kölner Komm AktG/Noack/Zetzsche, AktG, § 243 Rn. 495.

<sup>1297</sup> Ostler, Stimmrecht, S. 185; Tautges, Empty Voting, S. 256 f., welcher jedoch auch bei einer neutralen Interessenbilanz von einer Vorsatzvermutung ausgeht. Dieser Ansicht ist nicht zu folgen, denn eine neutrale Ausgestaltung kann, insbesondere im Fall eines Wertpapierdarlehens, auch zu aktivistischen Motiven, welche im Interesse aller Gesellschafter liegen, genutzt werden.

#### 4. De lege ferenda

Zur Reduktion der in den einzelnen Konstellationen erhöhten *agency costs* sollen im Folgenden auch gesetzgeberische Handlungsmöglichkeiten aufgezeigt werden, welche eine taugliche Reaktionsmöglichkeit darstellen können.

##### a) Mindesthaltedauer von Aktien

Die durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten *agency costs* könnten durch die Einführung einer Mindesthaltedauer für Aktien abgeschwächt werden. In der Literatur ist diese Lösungsmöglichkeit zur Entspannung der durch Empty Voting Transaktionen entstehenden Konfliktslagen vorgeschlagen worden.<sup>1298</sup> Sofern die Aktien keine volle Beteiligung am wirtschaftlichen Substrat der Gesellschaft besitzen, soll nach dieser Ansicht eine Vorbesitzzeit vor Ausübung der mit den Aktien verbundenen Stimmrechte eingeführt werden.<sup>1299</sup>

Insbesondere die Record Date Capture durch den Abschluss von Leihverträgen, die lediglich eine sehr kurze Laufzeit haben und bei welchen deshalb in besonderem Maße die Vermutung des Gebrauchs im Rahmen einer Empty Voting Transaktion besteht, könnte auf diese Weise ausgeschlossen werden.<sup>1300</sup> Der Vorteil einer solchen Regelung liegt vor allem darin, dass Investoren, welche risikoentleerte Stimmrechte dazu verwenden wollen, um kurzfristige, von den übrigen Aktionären abweichende Ziele zu verfolgen, jedenfalls teilweise hiervon abgehalten werden. Es erscheint auch denkbar, eine solche Regelung nicht lediglich für Empty Voting Konstellationen einzuführen, sondern auch für die beiden anderen Fallgruppen, d. h. für Vorzugsaktien und Investmentaktiengesellschaften. Durch eine Mindesthaltedauer würde auch in diesen Konstellationen, in welchen die proportionale Selbstbetroffenheit und damit die Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung verzerrt ist, ein Rechtsschutz vor opportunistischen Verhaltensweisen etabliert, indem eine sehr kurzfristige Ausnutzung der Aktionärsstellung zur Erlangung von *private benefits* verhindert werden würde.

Letztlich ist eine Mindesthaltedauer aber weder in Empty Voting Konstellationen, noch in den anderen diskutierten Fällen ein probates Mittel zur Reduktion der *agency costs* im horizontalen

---

<sup>1298</sup> Seibt, ZGR 2010, 795 (833 f.).

<sup>1299</sup> Seibt, ZGR 2010, 795 (834).

<sup>1300</sup> Seibt, ZGR 2010, 795 (834).

Verhältnis zwischen den Aktionären. Allein die Haltedauer sagt nichts über den Inhalt der Stimmrechtsausübung.<sup>1301</sup> Selbst wenn der betreffende Aktionär die Aktien über einen langen Zeitraum hält, ist er nicht gehindert, sein Stimmrecht entgegen den Interessen der Gesellschaft und der Mitaktionäre auszuüben. Der horizontale Prinzipal-Agent-Konflikt wird durch die Einführung einer Mindestheldauer vor Stimmrechtsausübung nicht entspannt, denn eine solche führt letztlich nicht zu einer Interessengleichrichtung in der Gesellschaft. Ein Aktionär, der plant, sich gegenüber seinen Mitaktionären opportunistisch zu verhalten, kann dies weiterhin tun, sobald die Mindestheldauer überschritten ist.

## b) Treustimmrecht

Ebenfalls zur Abschwächung der durch das Empty Voting entstehenden Probleme ist die Einführung von Treustimmrechten diskutiert worden.<sup>1302</sup> Vorbild könnte insoweit das französische Recht sein, welches ein entsprechendes Treustimmrecht in Article L225-123 Code de Commerce vorsieht, nach welchem einem Aktionär ein doppeltes Stimmrecht zugebilligt wird, wenn er den Nachweis erbringt, bereits mindestens zwei Jahre Aktionär zu sein.<sup>1303</sup> Es erscheint denkbar, ein solches Treustimmrecht auch Vorzugsaktionären und Anlageaktionären zu gewähren, wenn diese die Aktien der Gesellschaft für eine bestimmte Dauer halten. Die Erfüllung dieser Mindestheldauer würde zeigen, dass die Interessen der betreffenden Aktionäre langfristig ausgerichtet sind und sich mit den Interessen der übrigen Aktionäre decken.

Zur Reduzierung der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten *agency costs* eignet sich dieses Mittel allerdings nicht. Zum einen würde es auch solchen Aktionäre zugutekommen, die vermehrt *private benefits* aus der Gesellschaft ziehen wollen.<sup>1304</sup> Außerdem ist der ökonomische Nutzen einer solchen Maßnahme fraglich.<sup>1305</sup> Vor allem spricht gegen die Einführung von Treustimmrechten aber, dass durch diese ebenfalls eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehen würden. Diejenigen Aktionäre, die durch die Erfüllung der Haltedauer in den Genuss eines doppelten Stimmrechts kämen, hätten ein im Vergleich zu ihrem Kapitaleinsatz überproportionales Stimmgewicht. Zwar haben diese

<sup>1301</sup> So auch für das Empty Voting Mittermeier, Empty Voting, S. 356.

<sup>1302</sup> Leyens, JZ 2007, 1061 (1070); Mittermeier, Empty Voting, S. 357.

<sup>1303</sup> Siehe detailliert hierzu Seibert, FS Westermann, 1505 (1506 f.).

<sup>1304</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 357; ablehnend auch Seibert, FS Westermann, 1505 (1506 f.).

<sup>1305</sup> Mittermeier, Empty Voting, S. 357; Leyens, JZ 2007, 1061 (1070); Seibert, FS Westermann, 1505 (1506 f.); Spindler/Bednarz, WM 2006, 601 (605); Kumpan, ZHR 170 (2006), 39 (70).

Aktionäre gezeigt, dass sie einen längerfristigen Anlagehorizont haben, allerdings ist dieser keinesfalls *per se* mit einer grundsätzlichen Interessengleichrichtung mit den Mitaktionären gleichzusetzen. Zusammenfassend sind Treustimmrechte weder geeignet, den Gefahren von Empty Voting Konstellationen entgegenzuwirken<sup>1306</sup>, noch die abseits hiervon untersuchten Konstellationen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit sinnvoll zu regeln.

### c) **Konsequente Zuordnung der Stimmrechtsinhaberschaft zu den Inhabern der Residualrechte**

Weiterhin wurde zur Lösung der Empty Voting Problematik von den Professoren *Martin* und *Partnoy* vorgeschlagen, dass gerade diejenigen Vertragsparteien, auf welche im Rahmen der Empty Voting Transaktion die wirtschaftliche Betroffenheit abgewälzt wird, ein Stimmrecht erhalten sollen.<sup>1307</sup> Argument für diese Neuverteilung soll sein, dass nur auf diese Weise die anreizstrukturierende Wirkung der wirtschaftlichen Betroffenheit zur Stimmrechtsausübung wirksam wäre.<sup>1308</sup> Die Folge dieser vorgeschlagenen Umverteilung wäre beispielsweise, dass der Darlehensgeber eines Wertpapierdarlehens ein Stimmrecht in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft erhalten würde, obwohl er nicht mehr Eigentümer der in Rede stehenden Aktien ist.<sup>1309</sup> Einschränkend wird jedoch vorgebracht, dass nur solche risikoexponierten Parteien ein Stimmrecht erhalten sollten, die ihre wirtschaftliche Betroffenheit in Form eines vertraglich abgebildeten Residualanspruchs unmittelbar von einem stimmberechtigten Aktionär ableiten.<sup>1310</sup> Auf diese Weise wird vermieden, dass durch die Eingehung eines Derivatkontrakts neue Stimmrechte synthetisiert werden.<sup>1311</sup> Eine derartige Umverteilung sei jedenfalls möglich, wenn durch eine konstante Weiterentwicklung des Finanzsystems die hierfür anfallenden Transaktionskosten erheblich sinken würden.<sup>1312</sup> Spiegelbildlich soll ein Aktionär seine Stimmrechte dann nicht ausüben dürfen, wenn er die wirtschaftliche Betroffenheit aus den Aktien

---

<sup>1306</sup> So für Empty Voting Konstellationen auch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 357; *Leyens*, JZ 2007, 1061 (1070); *Ostler*, Stimmrecht, S. 304 f.

<sup>1307</sup> *Martin/Partnoy*, University of Illinois Law Review (2005), 775 (807); diesen Vorschlag ebenfalls diskutierend *Mittermeier*, Empty Voting, S. 358.

<sup>1308</sup> *Martin/Partnoy*, University of Illinois Law Review (2005), 775 (806).

<sup>1309</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 358.

<sup>1310</sup> *Martin/Partnoy*, University of Illinois Law Review (2005), 775 (805).

<sup>1311</sup> *Martin/Partnoy*, University of Illinois Law Review (2005), 775 (804).

<sup>1312</sup> *Martin/Partnoy*, University of Illinois Law Review (2005), 775 (805, 807 ff.).

durch eine Empty Voting Transaktion, beispielsweise durch den Abschluss einer *put option*, ausgeräumt hat.<sup>1313</sup>

Der Vorschlag der Autoren setzt letztlich an der bereits erläuterten Überlegung an, dass die Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung durch die Zuweisung der Stimmrechte an die durch die Stimmrechtsausübung wirtschaftlich Betroffenen gewährleistet wird.<sup>1314</sup> Dieser Ansatz kann als ökonomisch geprägte Modifikation des *one share one vote*-Grundsatzes, welcher im deutschen Aktienrecht vor allem durch § 12 Abs. 1 S. 1 AktG implementiert wird<sup>1315</sup>, umschrieben werden. Die Stimmrechtsträgerschaft würde nicht an der formalen Inhaberschaft der Aktie ausgerichtet, sondern vielmehr an der wirtschaftlichen Betroffenheit. Die ökonomische Optimalität des *one share one vote*-Grundsatzes konnte bislang nicht empirisch nachgewiesen werden<sup>1316</sup>, sodass eine an ökonomischen Überlegungen ausgerichtete Modifikation der Stimmrechtsverteilungsregelung begrüßenswert erscheint.

Die Umsetzung einer solchen Reformüberlegung würde die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Empty Voting Konstellationen eindämmen und ließe sich auch auf die beiden anderen diskutierten Fällen, d. h. auf Vorzugsaktien und Investmentaktiengesellschaften übertragen. Die Konsequenz einer Zuordnung der Stimmrechte zu den Residualberechtigten wäre letztlich die rechtspolitische Forderung einer Abschaffung der Aktiengattung der Vorzugsaktie und der Investmentaktiengesellschaft.

Eine solche strikte Zuordnung der Stimmrechte zu den Residualberechtigten kann aber weder für Empty Voting Konstellationen, noch für Vorzugsaktien oder Investmentaktiengesellschaft als adäquater Lösungsansatz angesehen werden.

Für Empty Voting Konstellationen stehen die durch *Martin* und *Partnoy* bereits selbst angeführten erheblichen Transaktionskosten der praktischen Durchführbarkeit einer Umverteilung entgegen.<sup>1317</sup> Zunächst wäre die Umverteilung selbst sehr kostenintensiv, da durch eine genaue Analyse der wirtschaftlichen Betroffenheit im Einzelfall festgestellt werden müsste, auf wen die Stimmrechte umverteilt werden müssten. Zu klären wäre außerdem auch, wie eine lediglich

---

<sup>1313</sup> *Martin/Partnoy*, University of Illinois Law Review (2005), 775 (793 f.).

<sup>1314</sup> Siehe hierzu oben unter D.III.

<sup>1315</sup> Siehe hierzu oben unter D.V.3.a).

<sup>1316</sup> Kölner Komm AktG/*Tröger*, AktG, § 134 Rn. 19; kritisch hierzu auch K. Schmidt/*Lutter/Spindler*, AktG, § 134 Rn. 16; *Grundmann/Winkler*, ZIP 2006, 1421 (1426).

<sup>1317</sup> So auch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 359.

partielle Verlagerung der wirtschaftlichen Betroffenheit auf eine außerhalb des Verbandes stehende Partei zu behandeln wäre. Dies ist vor dem Hintergrund der Unteilbarkeit der Aktie problematisch, wenn beispielsweise ein Aktionär, der lediglich eine Aktie hält, sein wirtschaftliches Risiko durch den Abschluss eines Equity Swaps nur teilweise auf einen außerhalb des Verbandes stehenden Vertragspartner auslagert. In diesen Fällen ist eine konsequente Umverteilung nach Maßgabe der anteiligen Beteiligung am Residualwert der Gesellschaft schon aktienrechtlich untersagt. Werden diese Fälle aber von vornherein ausgenommen, so entstehen neue Dissonanzen bei der Verteilung der Stimmrechtsmacht.

Weiterhin wäre zu befürchten, dass die Inhaber der durch die Derivatposition vermittelten wirtschaftlichen Betroffenheit das umverteilte Stimmrecht entweder nicht informiert, oder sogar überhaupt nicht ausüben würden, denn die dem Stimmrecht als Corporate Governance Instrument anhaftenden Probleme<sup>1318</sup>, insbesondere das der rationalen Apathie, würden im gleichen Maße fortbestehen. Auch könnten die Inhaber der umverteilten Stimmrechte selbst neue Empty Voting Transaktionen vornehmen, durch welche sie ihre durch die Derivatposition vermittelte wirtschaftliche Betroffenheit neutralisieren. Nach dem von *Martin* und *Partnoy* vorgeschlagenen Regelungskonzept würde in diesem Fall keine erneute Redistribution des Stimmrechts erfolgen. Aber nicht nur die Umverteilung des Stimmrechts würde erhebliche Kosten verursachen. Vielmehr würde auch die aktienrechtskonforme Durchführung von Hauptversammlungen, welche ohnehin bereits einen erheblichen bürokratischen Aufwand darstellt, weiter erschwert werden. Fraglich erscheint, wie die Inhaber der umverteilten Stimmrechte ihre abgeleitete Legitimation nachweisen sollen. Das gleiche Problem stellt sich hinsichtlich derjenigen Aktionäre, die ihre wirtschaftliche Betroffenheit durch den Abschluss einer Empty Voting Transaktion ausgeräumt haben. Für die Gesellschaft müsste in irgendeiner Form ersichtlich sein, dass diese ihr Stimmrecht trotz des Innehabens der Aktionärsstellung nicht ausüben dürfen. Die Umsetzung des Vorschlags von *Martin* und *Partnoy* würde demnach erhebliche Folgeänderungen auf dem Gebiet der Aktionärslegitimation erfordern.

Für Vorzugsaktien und Investmentaktiengesellschaften stellen sich diese Probleme nicht. Eine Neuverteilung der Stimmrechte entsprechend der wirtschaftlichen Betroffenheit könnte ohne Weiteres vorgenommen werden, hierfür wäre nur eine Änderung des Aktienrechts und des KAGB

---

<sup>1318</sup> Siehe hierzu oben unter D.II.5.d).

erforderlich. Gegen eine konsequente Zuordnung der Stimmrechtsinhaberschaft am Residualanspruch in diesen Konstellationen spricht allerdings, dass für potenzielle Investoren bereits bei der Investition in die Gesellschaft ersichtlich ist, dass die Verteilung der Stimmrechte sich nicht nach der Inhaberschaft am Residualanspruch richtet. Neben der Möglichkeit der Einpreisung<sup>1319</sup> sowie im Fall von Investmentaktiengesellschaft der spezifischen Corporate Governance Struktur<sup>1320</sup>, ist zu beachten, dass der Gesetzgeber durch die Bereitstellung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien und Anlageaktien eine bestehende Nachfrage auf dem Markt befriedigt.

Beide Formen der Beteiligung an einer (Investment-) Aktiengesellschaft bilden das Interesse vieler Anleger an einer reinen Kapitalbeteiligung ab. Eine Umverteilung der Stimmrechte entsprechend der wirtschaftlichen Betroffenheit wäre aus dieser Warte keine sachgerechte Problemlösung. Vorzugsaktionären und Anlageaktionären steht es frei, ihre Anteile zu veräußern und die hierdurch frei werdenden Mittel in stimmberechtigte Anteile einer anderen Aktiengesellschaft zu investieren. Auch aus Sicht einer an den Kapitalmarkt strebenden Gesellschaft sind Gestaltungsmöglichkeiten, die auf die Konservierung einer (überproportionalen) Einflussnahmemöglichkeit gerichtet sind, in bestimmten Fällen durchaus legitim. So bleiben Vorzugsaktien vor allem für Familiengesellschaften eine wichtige Gestaltungsoption.<sup>1321</sup>

Die konsequente Zuordnung der Stimmrechtsinhaberschaft zu den Inhabern der Residualrechte ist zusammenfassend kein probates Mittel, um die Probleme, welche durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehen, zu lösen.

#### **IV. Problem: Keine Transparenz in Empty Voting Konstellationen**

Die mangelnde Transparenz in Empty Voting Konstellationen wurde als weiteres wesentliches Problemfeld herausgearbeitet. Während die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit und damit die Diskrepanz zum gesetzlich vorgesehenen und ökonomisch optimalen Normalfall der proportionalen Betroffenheit bei Vorzugsaktien und Investmentaktiengesellschaften ohne Weiteres ersichtlich ist, kann ein Aktionär seine aus dem Anteilsbesitz folgende wirtschaftliche Betroffenheit durch eine Empty Voting Transaktion

---

<sup>1319</sup> Siehe für Vorzugsaktien bereits oben unter E.I.8.

<sup>1320</sup> Siehe oben unter E.III.4.b).

<sup>1321</sup> Spindler/Stilz/Vatter, AktG, § 11 Rn. 2; Bezenberger, Vorzugsaktien, S. 40 f.; siehe exemplarisch aus dem älteren Schrifttum *Reckinger*, AG 1983, 216 (219).

außerverbundlich und ohne Publizität modifizieren. Die Akzeptanz von Vorzugsaktien und Investmentaktiengesellschaft ist maßgeblich auf die bestehende Publizität zurückzuführen. Dem Risiko der Ausbeutung durch die stimmberechtigten Aktionäre, sowie der durch die Gefahr einer Externalisierung von negativen Effekten erhöhten *agency costs* kann durch Einpreisung begegnet werden.<sup>1322</sup> Aufgrund der festgestellten mangelnden Transparenz kann diese rechtfertigende Wertung nicht auf Empty Voting Konstellationen übertragen werden. Das gesetzliche Transparenzregime des WpHG verpflichtet Aktionäre nicht zur Offenlegung einer Empty Voting Transaktion, sodass keine Publizität der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit besteht.<sup>1323</sup> Zwar unterfallen Konstellationen, in welchen der Empty Voter ein Interesse an einer negativen Kursentwicklung hat, teilweise dem Transparenzregime der Leerverkaufsverordnung, allerdings ist das hierdurch etablierte Transparenzniveau aus den dargestellten Gründen nicht ausreichend.<sup>1324</sup>

### 1. Pflicht zur Offenlegung *de lege ferenda*

Das diagnostizierte Publizitätsdefizit könnte *de lege ferenda* durch eine Erweiterung des Transparenzregimes gelöst werden.<sup>1325</sup> Die bestehenden gesetzlichen Regelungen müssen dergestalt modifiziert werden, dass sie zu einer Offenlegung der durch Empty Voting Transaktionen entstehenden Abweichung von der proportionalen Selbstbetroffenheit der Aktionäre führen, sodass die erhöhte Transparenz eine Einpreisung der festgestellten Probleme ermöglicht.

Weiterer wesentlicher Vorteil einer Offenlegungspflicht ist, dass hierdurch die bereits *de lege lata* bestehenden Reaktionsmöglichkeiten des Aktienrechts auf die Gefahren des Empty Votings effektiv genutzt werden können. Das Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG, die aktienrechtliche

---

<sup>1322</sup> Siehe hierzu auch *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 164, welcher die fehlende Einpreisungsmöglichkeit der durch Empty Voting Transaktionen entstehenden Probleme insbesondere verglichen mit Vorzugsaktien als zentrales Problem beschreibt.

<sup>1323</sup> Siehe zur mangelnden Transparenz in Empty Voting Konstellationen oben unter E.II.4.b).

<sup>1324</sup> Siehe hierzu oben unter E.II.4.b)aa)(iv).

<sup>1325</sup> Ebenfalls für eine Lösung durch erhöhte Publizitätsanforderungen *Hu/Black*, 79 S. Cal L. Rev. (2006), 811 (819); *Barry/Hatfield/Kominers*, 99 Va. L. Rev. (2013), 1103 (1110, 1149 ff.); *Frankel*, 33 Seattle Law Review (2010), 931 (944); *KölkowpHG/Heinrich*, § 25 Rn. 5; *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (76); *Ringe*, 36 Seattle U. L. Rev. (2013), 1027 (1087); *ders.*, *The Deconstruction of Equity*, S. 162; *Theusinger/Möritz*, NZG 2010, 607 (610); *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 376; *Tautges*, *Empty Voting*, S. 421; *Seibt*, ZGR 2010, 795 (828 ff.).

Treupflicht, sowie das Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen sind auf Transparenz angewiesen, damit sie ihre volle Wirksamkeit entfalten können.<sup>1326</sup>

Die Etablierung eines Transparenzregimes für Empty Voting Konstellationen könnte als Transmissionsriemen einer Übertragung des für die anderen Konstellationen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erarbeiteten Rechtfertigungsgrundes der Einpreisungsmöglichkeit dienen. Das insoweit bestehende Transparenzniveau muss folglich die Richtschnur der zu erarbeitenden Regelungen darstellen.

#### a) **Regelungsstandort**

Es stellt sich zunächst die Frage nach dem sinnvollsten Regelungsstandort einer Publizitätspflicht. Prädestiniert erscheint *prima facie* das WpHG, möglich und denkbar wäre jedoch auch die Kodifikation einer Offenlegungspflicht im Aktienrecht. Geeignet wären insbesondere die durch die Umsetzung der ARRL II stipulierten Offenlegungspflichten von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern gemäß § 134c AktG.

Rechtshistorisch erfolgte der Schutz der gegenwärtigen und zukünftigen Aktionäre in Deutschland, anders als beispielsweise in den USA, durch das Aktienrecht.<sup>1327</sup> Offenlegungspflichten bestanden vor allem nach den §§ 20 f. AktG<sup>1328</sup>, deren Anwendungsbereich sich ursprünglich mit dem kapitalmarktrechtlichen Melderegime der §§ 21 ff. WpHG überschneidet<sup>1329</sup>, bis durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.3.1998 eine Trennung dergestalt erfolgte, dass die §§ 20 f. AktG lediglich eine Meldepflicht für nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften begründen, vgl. §§ 20 Abs. 8, 21 Abs. 5 AktG.<sup>1330</sup> Diese traditionelle Sicht, welche den Aktionär primär als Verbandsmitglied im Verhältnis zu seinen Mitaktionären einordnet, wurde zunehmend um eine eher kapitalmarktorientierte Sichtweise ergänzt, nach welcher der gegenwärtige und künftige

<sup>1326</sup> Tautges, Empty Voting, S. 421; KölKoWpHG/Heinrich, § 25 Rn. 5.

<sup>1327</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, Vor § 33 Rn. 21; Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, *passim*.

<sup>1328</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, Vor § 33 Rn. 21.

<sup>1329</sup> Hopt, ZHR 159 (1995), 135 (139); Möllers, ZGR 1997, 334 (343 f.).

<sup>1330</sup> Siehe hierzu MüKoAktG/Bayer, AktG, Überblick über die §§ 33 ff. WpHG Rn. 10.; diese Änderung wurde durch die Literatur ausdrücklich gefordert, vgl. Neye, ZIP 1996, 1853 (1855 ff.); Pöttsch, AG 1997, 193 (198 f.); ders., WM 1998, 949 (957), siehe zum Ganzen auch Fuchs/Zimmermann, WpHG, Vor §§ 21-30 Rn. 37.

Aktionär als Investor und Anleger auf dem für Unternehmensfinanzierung und Geldanlage zwingend erforderlichen Kapitalmarkt in den Blick genommen wird.<sup>1331</sup>

Dieser kapitalmarktrechtliche Ansatz hat auch Aufnahme in die Begründung des Regierungsentwurfs zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie I gefunden, wonach auf die Erwägungsgründe der Richtlinie rekurrierend der Gesetzeszweck der §§ 21 ff. WpHG darin zu sehen ist, die Transparenz für Anleger und Gesellschaften im Wertpapierhandel zu fördern.<sup>1332</sup>

Durch die angemessene Unterrichtung über die Beteiligungsverhältnisse soll ein Schutz der Anleger und ihrer Anlegerinteressen und das Vertrauen in den Kapitalmarkt gestärkt werden, was zu einer Förderung der Funktionstüchtigkeit der Kapitalmärkte beitragen soll.<sup>1333</sup> Zweck der §§ 33 ff. WpHG ist es weiterhin, den Aktionären in ihrer Eigenschaft als Gesellschafter einen besseren Überblick über die Aktionärsstruktur und die Beherrschungsverhältnisse zu geben.<sup>1334</sup>

Das Vorhandensein wesentlicher Beteiligungen im Sinne der §§ 33 ff. WpHG ist für die Anlageentscheidung und damit auch für die Kursentwicklung von entscheidender Bedeutung.<sup>1335</sup>

Unter dem Eindruck dieser verstärkten Kapitalmarktorientierung des Gesetzgebers, sowie der generellen Verortung von die Beteiligungsstruktur betreffenden Informationspflichten, ist der richtige Regelungsstandort für eine Publizitätspflicht für Empty Voting Konstellationen das WpHG.

## **b) Rechtsökonomische Implikationen verschärfter Publizitätspflichten**

Die Konzeption eines möglichst effizienten Transparenzregimes für Empty Voting Konstellationen muss unter Berücksichtigung der einschlägigen Erkenntnisse aus der rechtsökonomischen Forschung erfolgen.

### **aa) Keine anreizverzerrende Redistribution von Informationen**

Ein Transparenzregime für Empty Voting Konstellationen muss für einen sachgerechten Ausgleich zwischen dem für die Informationseffizienz der Märkte notwendigen

---

<sup>1331</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, Vor § 33 Rn. 21 unter Hinweis auf Begr. RegE zu § 21 Abs. 1 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, 52.

<sup>1332</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, Vor § 33 Rn. 24; siehe zum Normzweck auch Fuchs/Zimmermann, WpHG, Vor §§ 21-30 Rn. 15.

<sup>1333</sup> Begr. RegE zu § 21 Abs. 1 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, 52.

<sup>1334</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/U. H. Schneider, Wertpapierhandelsrecht, Vor § 33 Rn. 24.

<sup>1335</sup> Begr. RegE zu § 21 Abs. 1 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, 52; KölKoWpHG/Hirte, § 21 Rn. 3.

Informationsbedürfnis der Marktteilnehmer und einer anreizverzerrenden Redistribution von Informationen auf Kosten besser informierter Marktteilnehmer sorgen.

Mitteilungen über wesentliche Beteiligungen, zu welchen auch eine Mitteilungspflicht für Empty Voting Konstellationen gehören würde, stehen in unmittelbarem Zusammenhang zum Börsenkurs einer Gesellschaft.<sup>1336</sup> Hieraus wird geschlossen, dass solche Mitteilungspflichten zu einer verbesserten Informationseffizienz der Märkte führen.<sup>1337</sup> Die durch die Mitteilungen gewonnenen Informationen werden durch die Marktteilnehmer eingepreist und führen zu einer Veränderung des Börsenkurses. Durch ein erhöhtes Transparenzniveau wird es für die Inhaber wesentlicher Beteiligungen außerdem schwieriger, *private benefits* zu vereinnahmen.<sup>1338</sup> Mitaktionäre und andere Marktteilnehmer wissen um die potenzielle Opportunismusooption, welche die Stimmrechtsmacht dem Inhaber einer wesentlichen Beteiligung vermittelt. Dies fördert eine Sensibilisierung für eine verbesserte Überwachung. Die Gefahr der Extraktion von *private benefits* kann durch die anderen Marktteilnehmer eingepreist werden, sodass die Informationseffizienz weiter gefördert wird. Diese Erkenntnis ist im vorliegenden Zusammenhang von besonderer Bedeutung, da die Extraktion von privaten Sondervorteilen als besondere Problematik der durch Empty Voting Transaktionen eintretenden Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit identifiziert worden ist. Erweiterte Offenlegungspflichten können ferner auch den Markt für Unternehmenskontrolle als Instrument der externen Corporate Governance<sup>1339</sup> stärken, indem sie einen heimlich aufgebauten *toehold* Vorteil durch einen unter Umständen weniger optimalen Bieter verhindert.<sup>1340</sup>

Allerdings können zu weitgehende Offenlegungspflichten zu einer nicht erwünschten Redistribution von Informationen führen. So können die Suchanreize für Finanzinvestoren zur Identifizierung unterbewerteter Unternehmen abnehmen, da diese einen auf eigene Kosten erarbeiteten Vorteil durch eine erweiterte Offenlegungspflicht frühzeitig mit der Gesamtheit der Anleger teilen müssen.<sup>1341</sup> Eine zu weitgehende Offenlegungspflicht, die Publizität für jegliche aufgrund des Einsatzes eigener Ressourcen gewonnenen Information verlangen würde, würde den

---

<sup>1336</sup> *Mikkelson/Ruback*, 14 *Journal of Financial Economics* (1985), 523; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1509); *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (205).

<sup>1337</sup> *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1509); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (829).

<sup>1338</sup> *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1509); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (829); *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (205).

<sup>1339</sup> Siehe allgemein hierzu oben unter D.II.5.e).

<sup>1340</sup> *Seibt*, ZGR 2010, 795 (829); *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1510).

<sup>1341</sup> *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1510).

für den Wettbewerb auf den Märkten unabdingbaren Konkurrenzkampf um überlegene Informationen negativ beeinträchtigen, denn den Informationssuchkosten würde kein ökonomischer Vorteil durch eine überlegene Informationslage mehr gegenüber stehen.<sup>1342</sup>

Fehlen die Anreize zur Informationssuche aufgrund einer zu weitgehenden Offenlegungspflicht sogar vollständig, hätte dies vor allem auch weitreichende Folgen, wenn das gesetzliche Transparenzregime versagt. Denn in diesem Fall würde weder eine Offenlegung durch den Verpflichteten erfolgen, noch würden die Marktteilnehmer nach den Informationen suchen. Publizitätspflichten können weiterhin auch zur Offenlegung von einer zu großen Menge an Informationen führen.<sup>1343</sup> Ausgehend von diesem Befund ist letztlich nicht die Menge, sondern die Qualität der veröffentlichten Informationen von entscheidender Bedeutung.

Ein Transparenzregime für Empty Voting Konstellationen muss so weitgehend für Publizität sorgen, dass es zu einer Steigerung der Informationseffizienz beiträgt, ohne jedoch zu einer zu weitgehenden Offenlegung von Informationen zu führen. Um wohlfahrtsminimierende redistributive Effekte zu vermeiden und gleichzeitig für eine sinnvolle Begrenzung der offenzulegenden Informationen zu sorgen, bietet es sich für Empty Voting Sachverhalte an, eine Offenlegungspflicht erst ab einem bestimmten relativ hohen Stimmrechtsgewicht und einer ebenfalls nicht zu niedrig anzusetzenden Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit zu stipulieren.

#### **bb) Erhöhte Kosten durch erhöhte Transparenzanforderungen**

Weiterhin sind für die Forderung nach einem Transparenzregime für Empty Voting Konstellationen die hierdurch entstehenden Mehrkosten zu beachten.<sup>1344</sup> Erhöhte Kosten entstehen zum einen unmittelbar durch die Erfüllung neuer Transparenzpflichten für die Verpflichteten (*compliance costs*).<sup>1345</sup> Die betroffenen Marktteilnehmer müssen die offenzulegenden Informationen zunächst identifizieren, in einem nächsten Schritt evaluieren, was

---

<sup>1342</sup> Siehe grundlegend hierzu *Grossman/Stiglitz*, 70 *American Economic Review* (1980), 393 ff.; siehe auch *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 377; *Brandt*, BKR 2008, 441 (446 f.); *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 (405); *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116 (2119).

<sup>1343</sup> *Paredes*, 81 *Washington University Law Quarterly* (2003), 417 ff.; *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 (406); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (830 f.); *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 377; *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 175.

<sup>1344</sup> Siehe zum Aspekt der erhöhten Kosten auch *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 377; *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 (406); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (830).

<sup>1345</sup> *Ringe*, *The Deconstruction of Equity*, S. 173.

unter Umständen externe Berater erfordert, und sodann entsprechend veröffentlichen. All diese Schritte verursachen entweder bereits *per se* Kosten oder erfordern die Aufwendung personeller Ressourcen. Weiterhin entstehen auch Kosten für die gesetzgeberische Aktivität.<sup>1346</sup> Sehr schwer messbar sind gegebenenfalls entstehende Vermeidungskosten (*avoidance costs*), welche beispielsweise dadurch entstehen können, dass Gesellschaften aufgrund besonders strenger Transparenzanforderungen von einem Börsengang absehen.<sup>1347</sup> Wenn eine solche Gesellschaft in der Folge auf eine kostenintensivere Finanzierungsmethode zurückgreifen muss, führt dies aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive zu Wohlfahrtsverlusten, die freilich kaum empirisch messbar sind.<sup>1348</sup>

*Sub specie* dieser kostenökonomischen Implikationen ergibt sich als Anforderung an ein Transparenzregime für Empty Voting Konstellationen, dass der durch die Offenlegung entsprechender Informationen entstehende Mehrwert die durch die zusätzliche Transparenz entstehenden Kosten übersteigen muss.<sup>1349</sup>

### c) **Vorschläge für eine Transparenzregime *de lege ferenda***

In der Literatur wurden unterschiedliche Vorschläge für ein Transparenzregime für Empty Voting Konstellationen erarbeitet. Die Konzepte werden im Folgenden dargestellt und ihre Vor- und Nachteile herausgearbeitet.

#### aa) **Vorschlag von *Mittermeier*: Offenlegung erst bei signifikanter disproportionaler Anreizstruktur**

Namentlich von *Mittermeier* wurde vorgeschlagen, auf Basis einer Doppelanknüpfung an Stimmrecht und wirtschaftliches Interesse eine Offenlegung erst bei einer signifikant disproportionalen Anreizstruktur zu fordern.<sup>1350</sup> Bei der Bemessung des wirtschaftlichen Interesses ist eine Interessenbilanz maßgeblich, in welche Optionen auf der Basis des

---

<sup>1346</sup> *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 173.

<sup>1347</sup> *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 173.

<sup>1348</sup> *Ringe*, The Deconstruction of Equity, S. 173.

<sup>1349</sup> In diesem Sinne auch *Mittermeier*, Empty Voting, S. 379; *Seibt*, ZGR 2010, 795 (830).

<sup>1350</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 391 ff.; einen ähnlichen Ansatz schlägt auch *Seibt*, ZGR 2010, 795 (830), welcher eine „alternative und verschränkte Doppelanknüpfung an Stimmrechtsbesitz und wirtschaftliche Betroffenheit“ fordert.

Optionsdeltas eingestellt werden müssen.<sup>1351</sup> Auf diese Weise soll ein möglichst detailliertes Bild der tatsächlich bestehenden Risikoexposition durch die Meldepflicht publiziert werden.<sup>1352</sup>

Die Offenlegung erst ab einer signifikant disproportionalen Anreizstruktur rechtfertigt *Mittermeier* unter Hinweis auf die nicht erwünschte Erfassung von regulären Absicherungsstrategien.<sup>1353</sup> Als sinnvollen Wert erachtet er 3 Prozent Diskrepanz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlichem Interesse.<sup>1354</sup> Soweit sich dieser Schwellenwert als zu hoch oder zu niedrig erweisen sollte, müsse er entsprechend nachgebessert werden.<sup>1355</sup> Da die Offenlegungspflicht für disproportionale Beteiligungen mit der Offenlegungspflicht gemäß § 21 WpHG a. F. (jetzt § 33 WpHG) verwandt sei, müsse die Meldung „unverzüglich“, spätestens jedoch nach vier Handelstagen erfolgen.<sup>1356</sup> Auf Rechtsfolgenseite befürwortet *Mittermeier* einen doppelten Sanktionsmechanismus: Zum einen sollen die auch im Rahmen von § 21 WpHG anwendbare Ordnungswidrigkeitentatbestände einschlägig sein, zum anderen soll ein Stimmverbot für alle Aktien, die der gegen die Meldepflicht verstoßende Aktionär hält, eingreifen.<sup>1357</sup>

## **bb) Bewertung**

Der von *Mittermeier* unterbreitete Vorschlag ist ambivalent zu bewerten. Zustimmung verdient, dass die intendierte Offenlegungspflicht erst ab einem gewissen Ausmaß der Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit eingreifen soll. Auf diese Weise wird der beschriebenen Gefahr des *information overload* entgegengewirkt, den Marktteilnehmern werden vielmehr nur Sachverhalte offengelegt, welche tatsächlich eine Gefahr für Mitaktionäre und potenzielle Investoren darstellen. Auch der Einbezug einer Interessenbilanz kann als richtiger Ansatz zur Vermessung der wirtschaftlichen Betroffenheit eingeordnet werden.

Kritisch zu sehen ist jedoch die mangelnde Bestimmtheit des von *Mittermeier* vorgelegten Regelungskonzepts. So wird nicht deutlich, an welcher konkreten Stelle im Gesetz die Vorschläge umgesetzt werden sollen. Vielmehr werden nur grobe Leitlinien vorgegeben, anhand welcher ein Regelungskonzept erarbeitet werden kann. Die mangelnde Präzision zeigt sich beispielsweise auch

---

<sup>1351</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 392.

<sup>1352</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 392 f.

<sup>1353</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 393.

<sup>1354</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 393 unter Hinweis auf *Seibt*, ZGR 2010, 795 (831).

<sup>1355</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 393.

<sup>1356</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 394

<sup>1357</sup> *Mittermeier*, Empty Voting, S. 394.

darin, dass nicht klar wird, was der maßgebliche Zeitpunkt für die Berechnung der Frist für die Offenlegung ist. Das Problem der Unbestimmtheit des Vorschlags wird durch die Forderung nach einer Anwendung der im Rahmen von § 33 WpHG anwendbare Ordnungswidrigkeitentatbestände verschärft. Das verfassungsrechtlich in Art. 103 Abs. 2 GG verankerte Bestimmtheitsgebot<sup>1358</sup>, welches auch für Ordnungswidrigkeitentatbestände Anwendung findet<sup>1359</sup>, fordert, dass Normen derart bestimmt sein müssen, dass vorhersehbar ist, welches Verhalten verboten und mit Strafe bedroht ist.<sup>1360</sup> Jedenfalls muss das Risiko einer Bestrafung erkennbar sein.<sup>1361</sup> Diese verfassungsrechtlichen Erfordernisse machen deutlich, dass soweit auf Rechtsfolgenseite einer unterlassenen Mitteilungspflicht hinsichtlich einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit eine ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung gefordert wird, der Tatbestand präzise festzulegen ist.

Die genaue Aufstellung der Interessenbilanz müsste ebenfalls weiter präzisiert werden. Problematisch ist hierbei vor allem die von *Mittermeier* befürwortete Einbeziehung der delta-adjustierten Bewertung von Optionen. Zwar ist insoweit das *Black-Scholes*-Modell die zumeist verwendete Berechnungsmethode.<sup>1362</sup> Allerdings existieren auch abweichende Modelle, wie beispielsweise das CEV-Modell oder das Binominal-Modell.<sup>1363</sup> Erforderlich wäre folglich näher zu spezifizieren, nach welcher Methode das Optionsdelta zu berechnen ist, insbesondere um dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebot ausreichend Rechnung zu tragen.

### cc) Zwischenergebnis

Die von *Mittermeier* vorgeschlagenen Leitlinien können als erster Anhaltspunkt für die Erarbeitung eines Transparenzregimes für Empty Voting Konstellationen dienen. Allerdings sind

<sup>1358</sup> Siehe zum Grundsatz *nullum crimen, nulla poena sine lege certa* exemplarisch BVerfG Beschl. v. 23.6.2010 – 2 BvR 2559/08, 105, 491/09, BVerfGE 126, 170 (194).

<sup>1359</sup> BVerfG Beschl. v. 29.11.1989 – 2 BvR 1491, 1492/87, BVerfGE 81, 132 (135); BVerfG Beschl. v. 1.12.1992 – 1 BvR 88, 576/91, BVerfGE 87, 399 (411).

<sup>1360</sup> Siehe BVerfG Beschl. v. 23.7.2010 – 2 BvR 2559/08, 105, 491/09, BVerfGE 126, 170 (195). So oder ähnlich zB BVerfG Beschl. v. 23.10.1985 – 1 BvR 1053/82, BVerfGE 71, 108 (114); BVerfG Urt. v. 11.11.1986 – 1 BvR 7132/83, 921, 1190/84, 333, 248, 306, 497/8573, 206 (234), BVerfGE 73, 206 (234 ff.); BVerfG Beschl. v. 10.1.1995 – 1 BvR 718, 719, 722, 723/89, BVerfGE 92, 1 (12).

<sup>1361</sup> BVerfG Beschl. v. 10.1.1995 – 1 BvR 718, 719, 722, 723/89, BVerfGE 92, 1 (12); BVerfG Beschl. v. 23.10.1985 – 1 BvR 1053/82, BVerfGE 71, 108 (115); BVerfG Beschl. v. 23.7.2010 – 2 BvR 2559/08, 105, 491/09, BVerfGE 126, 170 (195); vgl. auch BVerfG Beschl. v. 17.1.1978 – 1 BvL 13/76, BVerfGE 47, 109 (121)

<sup>1362</sup> Siehe hierzu oben unter F.III.1.b)aa)(vi).

<sup>1363</sup> Siehe zu den Alternativen zum *Black-Scholes*-Modell *Kou*, 48 *Management Science* (2002), 1086 ff.

die dargestellten Probleme, insbesondere die mangelnde Konkretisierung einer gesetzlichen Regelung, bei der Entwicklung eines eigenen Vorschlags zu berücksichtigen.

**dd) Vorschlag von Tautges: Akzessorietät der Offenlegung von Short-Positionen zur Offenlegung von Long-Positionen**

Ein weiterer Vorschlag zur gesetzlichen Verankerung eines Transparenzregimes für Empty Voting Konstellationen wurde von *Tautges* erarbeitet. In Anlehnung an die Regelungen zur Beteiligungspublizität in Hong Kong spricht sich dieser dafür aus, die Offenlegung der Short-Position an die Offenlegung der Long-Position zu koppeln.<sup>1364</sup>

Eine Pflicht zur Offenlegung einer Short-Position solle nur dann bestehen, wenn auch eine Long-Position nach den §§ 21, 25, 25a WpHG a. F. offengelegt werden muss.<sup>1365</sup> Den Vorteil einer Anknüpfung an den gesetzlichen Meldeschwellen des WpHG sieht *Tautges* darin, dass der Gesetzgeber erst bei einem Erreichen bzw. Überschreiten selbiger davon ausgeht, dass der Meldepflichtige aktuell oder zukünftig gewichtigen Einfluss in der Hauptversammlung ausüben kann.<sup>1366</sup> Wenn eine derartige Machtposition nicht erreicht wird, bestehe auch kein Informationsbedürfnis des Kapitalmarktes hinsichtlich der Ausräumung des wirtschaftlichen Interesses, da ein risikoentleertes Abstimmen dann letztlich keinen Einfluss auf den Hauptversammlungsbeschluss hat.<sup>1367</sup> Auch eine Offenlegung von im Verhältnis zur Long-Position winziger Short-Positionen soll nach Ansicht von *Tautges* vermieden werden, wobei er dafür plädiert, den Schwellenwert für die maßgebliche Short-Position im Verhältnis zur jeweiligen Long-Position zu berechnen.<sup>1368</sup> Meldepflichtig soll eine Short-Position sein, die mindestens 50 Prozent der Long-Position beträgt, weitere Meldungen sollen danach bei einer Veränderung um jeweils 5 weitere Prozentpunkte verpflichtend sein.<sup>1369</sup>

Hinsichtlich der rechtssystematischen Verortung spricht sich *Tautges* für eine Regelung der Meldepflicht in einem neuen § 27b WpHG (a. F.) aus.<sup>1370</sup> Der Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG a. F. im Fall eines Verstoßes gegen eine Meldepflicht soll zur Absicherung der Regelung auf

---

<sup>1364</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 426.

<sup>1365</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 426.

<sup>1366</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 427.

<sup>1367</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 427.

<sup>1368</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 427.

<sup>1369</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 427.

<sup>1370</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 428.

Rechtsfolgende auf Fälle des neuen § 27b WpHG (a. F.) erweitert werden.<sup>1371</sup> Ablehnend steht er hingegen dem Vorschlag des BDI<sup>1372</sup> gegenüber, nach welchem § 27a WpHG um einen Tatbestand erweitert werden soll, der Informationen darüber liefert, ob und in welcher Höhe geliehene Stimmrechte zur Einflussnahme auf die Gesellschaft eingesetzt werden.<sup>1373</sup> Hiergegen spreche, dass es im Tatbestand des § 27a Abs. 1 WpHG ausschließlich darum gehe, neben der Herkunft der verwendeten Mittel die Absichten des Meldepflichtigen offenzulegen, die Offenlegung einer Short-Position aber einen objektiven Umstand darstelle, der kein subjektives Element beinhalte.<sup>1374</sup> Außerdem sei die Meldeschwelle von 10 Prozent zu hoch angesetzt.<sup>1375</sup>

### ee) Bewertung

Der von *Tautges* unterbreitete Vorschlag bringt vor allem den Vorteil einer klaren Positionierung mit sich. Überzeugend ist auch die Koppelung einer Meldepflicht für die Ausräumung der wirtschaftlichen Betroffenheit an die Meldeschwellen des WpHG. Der Gesetzgeber erachtet diese Meldeschwellen offensichtlich als maßgebliche Kennziffern für das Bestehen eines im Hinblick auf die verbandsinterne Willensbildung maßgeblichen Einflusses, an dessen Offenlegung ein Interesse des Marktes besteht. Auf diese Weise soll der Markt über die Kontrollstrukturen von einer am organisierten Markt zugelassenen Gesellschaften informiert werden.<sup>1376</sup>

Das Bestehen von solchen wesentlichen Beteiligungen und insbesondere auch der daraus ersichtbare Umfang des frei gehandelten Aktienbestandes ist ein wesentlicher Faktor für die Kursentwicklung.<sup>1377</sup> Die Anknüpfung an die bestehenden Meldeschwellen des WpHG hat den weiteren Vorteil, dass potenziell meldepflichtige Marktteilnehmer bezüglich der aufgestellten Grenzwerte bereits sensibilisiert sind. Das Erreichen, Überschreiten bzw. Unterschreiten in Folge eines Erwerbs, einer Veräußerung oder auf sonstige Weise stellt eine Situation dar, in welcher der betreffende Marktteilnehmer in vertiefte Prüfung seiner Beteiligungsverhältnisse eintritt. Vor

<sup>1371</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 428.

<sup>1372</sup> *BDI*, Transparenz am Kapitalmarkt, S. 11.

<sup>1373</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 428.

<sup>1374</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 428.

<sup>1375</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 428.

<sup>1376</sup> *KöIKoWpHG/Hirte*, § 21 Rn. 3; *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen, S. 64 f.; *Starke*, Beteiligungstransparenz, S. 96 ff.

<sup>1377</sup> *Begr. RegE* zu § 21 Abs. 1, BT-Drucks. 12/6679, S. 52; *KöIKoWpHG/Hirte*, § 21 Rn. 3; *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen, S. 65; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 275 ff.; *Starke*, Beteiligungstransparenz, S. 98 ff.; *Witt*, NZG 2000, 809 (810).

allem durch die Erweiterung der Meldepflicht auf Instrumente, d. h. insbesondere auf Derivate, durch § 38 WpHG bezieht sich diese Prüfung nicht nur auf den unmittelbaren stimmrechtsvermittelnden Anteilsbesitz, sondern darüber hinaus auch auf Positionen, die zwar noch kein Stimmrecht vermitteln, jedoch den Erwerb einer stimmberechtigten Beteiligung unter Umständen ermöglichen. Die Meldepflichtigen sind hierdurch bereits darauf eingestellt, Positionen zu prüfen, die in den Bereich der auf die Gesellschaft bezogenen wirtschaftlichen Betroffenheit und damit der Risikoexposition durch eine Veränderung des Residualwerts der Gesellschaft gerichtet sind. Eine Pflicht zur gleichzeitigen Prüfung, inwieweit die bestehenden Stimmrechte durch den Abschluss von Empty Voting Transaktionen risikoentleert sind, würde im Lichte der bereits bestehenden Offenlegungspflichten des WpHG einen nur geringen Mehraufwand bedeuten.

#### **ff) Zwischenergebnis**

Das durch *Tautges* vorgeschlagene Transparenzregime überzeugt vor allem hinsichtlich der gewählten Regelungstechnik einer Anknüpfung der Short-Position an der Long-Position. Es ist jedoch insbesondere hinsichtlich der Berechnung der aufzustellenden Interessenbilanz weiter auszudifferenzieren.

#### **d) Offenlegungsinteressenbilanz nach Vorgaben der VO Nr. 236/2012**

Aufgrund der dargestellten Schwächen der bislang erarbeiteten Vorschläge gilt es, einen Vorschlag zur gesetzlichen Normierung eines Transparenzregimes zur Offenlegung der durch Empty Voting Transaktionen entstehenden Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit zu erarbeiten. Hierbei werden zum einen die als überzeugend identifizierten Elemente der in der Literatur vertretenen Ansichten ausreichend berücksichtigt, zum anderen sollen die rechtsökonomischen Implikationen einer verschärften Publizitätspflicht das Normdesign substantiell determinieren.

#### **aa) Grundlegende Regelungstechnik**

Grundlage der vorgeschlagenen Regelungstechnik ist die Ausdehnung des in den letzten Jahren im Kapitalmarktrecht bereits zu beobachtenden Paradigmenwechsels von einer bloßen Anknüpfung an die Stimmrechtsmacht hin zu einer erweiterten Einbeziehung der Beteiligung am

wirtschaftlichen Substrat der Aktiengesellschaft auf Empty Voting Konstellationen. Dieser Richtungswechsel wird besonders anhand der Einführung der §§ 25, 25a WpHG a. F. durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz<sup>1378</sup> deutlich. Die Regelungen wurden vor allem eingeführt, um Transparenzlücken im Gesetz zu schließen und Umgehungspraktiken zu bekämpfen, die vor allem in *hidden ownership* Konstellationen zu beobachten sind.<sup>1379</sup> *Hidden ownership* Konstellationen<sup>1380</sup> wurden als wirtschaftliche Zugriffsmöglichkeit des wirtschaftlich Berechtigten auf Aktien wahrgenommen, welche zunehmend als vorgelagerter Erwerb der Kontrolle über das Unternehmen eingeordnet wurden.<sup>1381</sup> Insbesondere durch die Einführung von § 25a WpHG a. F. reagierte der Gesetzgeber auf derartige Sachverhalte, indem die hierin stipulierte Meldepflicht auf eine lediglich potenziell bestehende, jedoch rechtlich nicht abgesicherte Zugriffsmöglichkeit auf mit Stimmrechten verbundene Anteile ausgedehnt wurde, was letztlich zu einer Mitteilungspflicht des wirtschaftlich Berechtigten führt.<sup>1382</sup> Dieser Wechsel von einem reinen Stimmrechtsbezug hin zu einer Anknüpfung der Meldepflicht an eine wirtschaftliche „quasi-hypothetische Position“<sup>1383</sup> sollte spiegelbildlich auch auf den umgekehrten Fall übertragen werden, dass zwar eine Stimmberechtigung besteht, jedoch das ökonomische Interesse aus der Beteiligung ausgeräumt worden ist.<sup>1384</sup> Offenzulegen sind folglich Fälle, in welchen eine Abweichung vom gesetzlich definierten Optimalbild des proportional betroffenen Aktionärs besteht, da die wirtschaftliche Betroffenheit verglichen mit dem Stimmrechtseinfluss aufgrund des Abschlusses einer außerverbandlichen Empty Voting Transaktion modifiziert worden ist.

Weiterhin müssen die Offenlegungspflichten derart ausgestaltet sein, dass sie den Einsatz des zur Abschwächung der Empty Voting Problematik geeigneten gesellschaftsrechtlichen Instrumentariums, insbesondere dem nach vorliegender Ansicht bestehenden Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG und den Rechtsfolgen eines Treupflichtverstoßes, ermöglichen.

---

<sup>1378</sup> BGBl. 2011, 538.

<sup>1379</sup> KölKoWpHG/Heinrich, § 25a Rn. 6 WpHG.

<sup>1380</sup> Siehe vor allem die umfangreiche Debatte im Schrifttum betreffend die fehlende Transparenz beim Beteiligungsaufbau mittels Finanzderivaten im Vorfeld von Übernahmen vor der Einführung der Normen Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (472 ff.); Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1 ff.; Habersack, AG 2008, 817 ff.; Brouwer, AG 2010, 404 ff.; C. Weber/Meckbach, BB 2008, 2022 (2030).

<sup>1381</sup> KölKoWpHG/Heinrich, § 25a Rn. 6 WpHG; Seibt, ZGR 2010, 795 (815).

<sup>1382</sup> KölKoWpHG/Heinrich, § 25a Rn. 6 WpHG.

<sup>1383</sup> So die Beschreibung des veränderten Melderegimes bei Heusel, WM 2012, 291 (296).

<sup>1384</sup> Eine solche Erweiterung wurde bereits im Zuge der Einführung des § 25a WpHG a. F. von Wackerbarth, ZIP 2010, 1527 (1532), jedoch nur im Hinblick auf ökonomisch neutralisierte Stimmrechte, gefordert.

## **bb) Berechnung der wirtschaftlichen Betroffenheit zur Bestimmung der Risikoexposition aus den Anteilen**

Für die Festlegung einer, insbesondere auch im Hinblick auf die auf Rechtsfolgenseite drohende ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung, hinreichend präzisen Offenlegungspflicht, bedarf es einer genauen Definition der wirtschaftlichen Betroffenheit.

Zielführend erscheint, die insoweit aufzustellende Interessenbilanz unter Rückgriff auf bereits etablierte und rechtlich konturierte Größen vorzunehmen. Konkret soll zur Bestimmung der maßgeblichen wirtschaftlichen Betroffenheit auf die Berechnung des *economic exposure* im Rahmen der Kalkulation einer Netto-Leerverkaufsposition in Aktien i. S. v. Art. 3 Abs. 4 VO Nr. 236/2012 rekuriert werden. Hierbei ist im gedanklichen Ausgangspunkt nicht auf die relative Netto-Leerverkaufsposition abzustellen, d. h. eine nach der Subtraktion der Long-Positionen verbleibende Short-Position im Verhältnis zur Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien des jeweiligen Emittenten, sondern auf die absolute Netto-Leerverkaufsposition<sup>1385</sup>, welche auf die Division durch die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien verzichtet. Erforderlich ist folglich die Bestimmung der für die Durchführung der Subtraktion maßgeblich Short- und Long-Position. Hierfür soll ebenfalls auf die Berechnungsmethoden der VO Nr. 236/2012 zurückgegriffen werden. Eine Short-Position im ausgegebenen Aktienkapital (Art. 3 Abs. 1 VO Nr. 236/2012) ergibt sich entweder aus einem Leerverkauf einer von einem Unternehmen begebenen Aktie (Art. 3 Abs. 1 lit. b VO Nr. 236/2012) oder aus dem Eintritt in ein Rechtsgeschäft, kraft dessen die eintretende Partei von einem fallenden Kurs oder einer Wertminderung der Aktie profitiert (Art. 3 Abs. 1 lit. b VO Nr. 236/2012). Zu letzteren Geschäften zählen solche, die wirtschaftlich einer Leerverkaufsposition entsprechen.<sup>1386</sup> Der Tatbestand des Art. 3 Abs. 1 lit. b VO Nr. 236/2012 ist auf Finanzinstrumente i. S. d. Art. 2 Abs. 1 lit. a VO Nr. 236/2012 beschränkt.<sup>1387</sup> Hiernach ist ein Finanzinstrument ein Instrument, das in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID I) aufgeführt ist, wobei jetzt gemäß Art. 94 UAbs. 2 i. V. m. Anhang IV RL 2014/65/EU (MiFID II) Anhang I Abschnitt C MiFID II maßgeblich ist.<sup>1388</sup> Hiernach gehören mit Optionen,

<sup>1385</sup> Siehe zur Unterscheidung zwischen absoluter und relativer Netto-Leerverkaufsposition Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 22.

<sup>1386</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 16; Fuchs/Weick-Ludewig, WpHG, § 30h WpHG Rn. 55.

<sup>1387</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 16.

<sup>1388</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 2 VO Nr. 236/2012 Rn. 4.

Futures und Swaps alle vorliegend zur Eingehung einer Empty Voting Transaktion diskutierten Finanzderivate zu den Finanzinstrumenten, sodass diese bei der Berechnung der maßgeblichen Short-Position erfasst werden. Wie dargestellt ist es bei all diesen Derivaten möglich, von einem fallenden Aktienkurs zu profitieren.

Die maßgebliche Long-Position resultiert aus dem Halten einer Aktie (Art. 3 Abs. 2 lit. a VO Nr. 236/2012), oder aus der Innehabung eines Finanzinstruments, aufgrund dessen eine natürliche oder juristische Person von einer Kurs- oder Wertsteigerung der Aktie profitiert (Art. 3 Abs. 2 lit. b VO Nr. 236/2012). Zu diesen Finanzinstrumenten gehören gemäß Art. 5 Abs. 2 i. V. m. Anhang I Teil 1 DelVO Nr. 918/2012 unter anderem ebenfalls Optionen, Futures und Swaps, sodass die untersuchten Finanzinstrumente, soweit durch diese von einem steigenden Aktienkurs profitiert wird, auch für die Berechnung der Long-Position maßgeblich zu berücksichtigen sind.

Die Orientierung am etablierten System der VO Nr. 236/2012 soll ferner auch für die Gewichtung der einzubeziehenden Finanzinstrumente zugrunde gelegt werden. Diese richtet sich nach dem in Anhang II DelVO Nr. 918/2012 kodifizierten deltabereinigten Modell für Aktien (Art. 10 Abs. 1 DelVO Nr. 918/2012).<sup>1389</sup> Hierbei muss die Berechnung des Deltas für jedes Instrument einzeln vorgenommen werden.<sup>1390</sup> Bei einem Derivat ist erforderlich, dass die jeweilige implizite Volatilität des Derivats und die Schlussnotierung oder letzte Notierung des Basisinstruments in entsprechender Anwendung des Anhang II Teil I Nr. 1 S. 2 DelVO Nr. 918/2012 herangezogen wird. Ein konkretes Berechnungsmodell für das Delta ist nicht erforderlich, es reicht vielmehr aus, dass die Berechnung im Bezug auf eine Leerverkaufsposition nach einem einheitlichen Muster erfolgt.<sup>1391</sup>

Die Subtraktion der Long-Position von der Short-Position kann zu drei unterschiedlichen Ergebnissen führen. Soweit sich ein positiver Wert ergibt, profitiert der potenziell Meldepflichtige von einem fallenden Aktienkurs der Gesellschaft, seine wirtschaftliche Betroffenheit ist mithin negativ. Ergibt sich ein Wert von null, so ist die wirtschaftliche Betroffenheit neutralisiert. Eine Veränderung des Aktienkurses hat keine Implikationen für das Vermögen des potenziell Meldepflichtigen. Ergibt sich ein negativer Wert, so besteht ein finanzielles Interesse an einem steigenden Börsenkurs. In diesen Fällen ist ein Vergleich mit einem Aktionär erforderlich, welcher

<sup>1389</sup> Siehe hierzu Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 19.

<sup>1390</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 19; Just/Voß/Ritz/Becker/von Buttlar/Petersen, § 30h WpHG Rn. 52.

<sup>1391</sup> Assmann/U. H. Schneider/Mülbert/Mülbert/Sajnovits, Art. 3 VO Nr. 236/2012 Rn. 19.

lediglich Aktien an der betreffenden Gesellschaft hält. Das Interesse des potenziell Meldepflichtigen an einem steigenden Aktienkurs kann verglichen mit einem solchen Aktionär entweder reduziert, gleich groß oder sogar größer sein.

### cc) Schwellenwert für die Offenlegung

Festzulegen ist ein Schwellenwert für die Offenlegungspflicht. Hierfür erscheint eine nach dem Ergebnis der Interessenbilanzbewertung differenzierende Abstufung unter Einbeziehung der aus der Analyse des gesellschaftsrechtlichen Instrumentariums zur Abschwächung der Empty Voting Problematik gewonnenen Ergebnisse zweckmäßig.

#### (i) Negative Interessenbilanz

Soweit sich bei der Verrechnung der maßgeblichen Short-Position mit der jeweiligen Long-Position ein positiver Wert ergibt, d. h. der potenziell Meldepflichtige *in summa* finanzielle Vorteile bei einem sinkenden Aktienkurs der Gesellschaft zieht, ist diese Position in jedem Fall und nicht erst ab einem gewissen Stimmrechtsanteil oder Grad der Abweichung vom Grundsatz der proportionalen Betroffenheit offenzulegen. Diese sehr weitreichende Offenlegungspflicht erklärt sich im Lichte der Ausführungen zum Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG. Wie dargelegt<sup>1392</sup> kann ein solches lediglich für Fälle von typisierend umschreibbaren Interessenkonflikten angenommen werden, um der Rechtssicherheit, welche im Rahmen des § 136 Abs. 1 AktG von überragender Bedeutung ist, ausreichend Rechnung zu tragen.

In Fällen einer negativen wirtschaftlichen Betroffenheit, welche mit einer negativen Interessenbilanz gleichzusetzen ist, besteht ein solcher typisierend umschreibbarer Interessenkonflikt. Die Grundsätze, nach welchen die für die analoge Anwendung des § 136 Abs. 1 AktG maßgebliche Interessenbilanz aufgestellt werden muss, entsprechen den für die Offenlegung vorgeschlagenen Kriterien bei wirtschaftlicher Betrachtung. Da für Konstellationen einer negativen Interessenbilanz ein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG angenommen worden ist, ist es erforderlich, das ein kapitalmarktrechtliches Transparenzregime durch Offenlegung die Durchsetzung des Stimmverbots ermöglicht. Auf diese Weise ermöglicht die geforderte kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nicht nur die Einpreisung der als besonders prekär

---

<sup>1392</sup> F.III.1.b)aa)(iv).

eingestuften Fälle einer negativen wirtschaftlichen Betroffenheit, bei welcher die Anreizstruktur des jeweiligen Aktionärs verglichen mit seinen Mitaktionären vollkommen verzerrt ist, sondern flankiert auch das gesellschaftsrechtliche Instrumentarium in Form des Stimmverbots analog § 136 Abs. 1 AktG. Wird das Stimmverbot konsequent durchgesetzt, ist eine Einpreisung letztlich sogar überflüssig, da die negativen Folgen einer im Hauptversammlungsbeschluss mündenden risikoentleerten Stimmrechtsausübung auf Verbandsebene keine Folgen mehr zeitigen können.

Die Offenlegung einer negativen wirtschaftlichen Betroffenheit ist auch für die Kontrolle von Hauptversammlungsbeschlüssen hinsichtlich eines Verstoßes gegen die gesellschaftsrechtliche Treupflicht von entscheidender Bedeutung. Im Fall einer negativen Interessenbilanz wurde eine erhöhte Kontrolldichte bejaht, da nicht damit zu rechnen ist, dass der betreffende Aktionär sein Stimmrecht im Interesse seiner Mitgesellschafter ausüben wird. Eine Treupflichtverletzung durch eine Stimmrechtsausübung zum Schaden der Mitaktionäre oder gegen den Gesellschaftszweck ist in diesen Fällen wahrscheinlicher, da die im Normalfall bestehende Interessengleichrichtung aufgehoben ist. Eine Offenlegung erleichtert die Feststellung einer Treupflichtverletzung.

## **(ii) Neutrale Interessenbilanz**

Ergibt die Verrechnung der Short-Positionen mit den maßgeblichen Long-Positionen einen Wert von null, d. h. hat ein Aktionär seine wirtschaftliche Betroffenheit durch den Abschluss einer Empty Voting Transaktion neutralisiert, ist eine Anknüpfung an die Offenlegungsvorschriften der Stimmrechtspublizität nach den §§ 33 WpHG auf Grundlage des Modells von *Tautges* zielführend. Da in diesen Fällen weder zwingend ein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG, noch ein Verstoß gegen die gesellschaftsrechtliche Treubindung angenommen werden kann, hat eine Erhöhung der Effizienz des gesellschaftsrechtlichen Instrumentariums keine Implikationen für das angestrebte Publizitätsniveau.

Dieses kann vielmehr allein am Informationsbedürfnis des Kapitalmarkts ausgerichtet werden. Die in den §§ 33 ff. WpHG zum Ausdruck kommende gesetzgeberische Wertung eines Informationsinteresses des Marktes ab den dort verankerten Beteiligungsschwellen lässt sich auch auf Empty Voting Konstellationen, in welchen eine neutrale Interessenbilanz besteht, übertragen. Soweit der Gesetzgeber davon ausgeht, dass in diesen Fällen der innergesellschaftliche Einfluss derart groß ist, dass es erforderlich ist, diesen offenzulegen, so muss dies erst Recht für die

Ausräumung der wirtschaftlichen Betroffenheit aus diesem Beteiligungsbesitz gelten. Ab dem Bestehen eines derart hohen Einflusses ist es erforderlich, dass die Ausräumung der wirtschaftlichen Betroffenheit eingepreist werden kann.

### **(iii) Positive Interessenbilanz**

Da in den Fällen einer positiven Interessenbilanz, d. h. soweit die Subtraktion der Long-Positionen von den Short-Positionen einen negativen Wert ergibt, weder ein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG anzunehmen ist, noch ein Verstoß gegen die gesellschaftsrechtliche Treupflicht allein aufgrund der ökonomischen Anreizstruktur indiziert ist, kann die Strukturierung der Offenlegungspflichten ebenfalls allein mit Blick auf eine effektive Informationsdistribution erfolgen. Ein entsprechendes Informationsbedürfnis besteht insoweit nur bei erheblichen Abweichungen vom Proportionalitätsgrundsatz. Auch insoweit soll auf den von *Tautges* vorgeschlagenen Wert einer 50 Prozent Abweichung rekuriert werden. Eine solche Schwelle verhindert, dass nur sehr geringe Abweichungen offen gelegt werden müssen, welche letztlich keine besonderen Implikationen für die Anreizstrukturierung des jeweiligen Aktionärs mit sich bringen. Eine Pflicht zur Offenlegung besteht in diesen Fällen folglich nur, wenn die Short-Position mindestens 50 Prozent der Long-Position beträgt.

### **dd) Bewertung anhand der ökonomischen Implikationen**

Die systematischen Grundlagen des vorgeschlagenen Transparenzregimes sind an den aufgestellten ökonomischen Implikationen zu messen. Zum einem darf es nicht zu einer anreizverzerrenden Redistribtion von Informationen führen. Dies ist nicht der Fall, da eine Offenlegung der maßgeblichen Informationen über den Abschluss einer Empty Voting Transaktion entsprechend dem abgestuften Offenlegungsmodell letztlich die Einpreisung der maßgeblichen Informationen ermöglicht. Weiterhin ist festzuhalten, dass die Informationen, welche durch das vorgeschlagene Transparenzregime offenzulegen sind, teilweise bereits öffentlich bekannt sind. Neu wäre insoweit nur, dass eine Mitteilung herauszugeben wäre, welche eindeutig auf das Bestehen einer Empty Voting Position hinweist. An der Veröffentlichung einer solchen besteht aufgrund der Gefahren und negativen Folgen für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft aber ein erhebliches Informationsbedürfnis, welchem kein schützenswertes Geheimhaltungsinteresse solcher Marktteilnehmer gegenüber steht, welche die

entsprechenden Informationen selbst gesammelt haben. Zum anderen würden durch das Transparenzregime auch keine unverhältnismäßig hohen Kosten entstehen. Die Berechnung der für die Offenlegung maßgeblichen Interessenbilanz basiert auf Datensätzen, welche die betreffenden Marktteilnehmer ohnehin bereits aufgrund ihrer Offenlegungspflichten nach der Leerverkaufsverordnung erheben müssen. Auch die durchaus komplizierte Delta-adjustierte Berechnungsweise stellt keine Mehrbelastung dar, da diese ebenfalls zum Pflichtprogramm der Leerverkaufsverordnung gehört.

Das Maß der offenzulegenden Informationen ist ebenfalls sinnvoll austariert, denn die abgestufte Offenlegungspflicht differenzierend nach dem Ergebnis der Interessenbilanzierung ist als sinnvoller Informationsfilter anzusehen. Hierdurch wird ein Informationsüberschuss vermieden, welcher dem Ziel einer Einpreisung der durch Empty Voting Transaktionen entstehenden Probleme diametral gegenüber stehen würde.

#### **ee) Rechtssystematische Verortung**

Das vorgeschlagene Regelungssystem ist in das System des WpHG zu integrieren. Zielführend erscheint es, einen neuen § 43a WpHG einzuführen. Die teilweise vorgeschlagene Verortung entsprechender Transparenzvorschriften in § 27a WpHG a. F. (jetzt § 43 WpHG) erscheint nicht sachgerecht, da § 43 WpHG auf die Offenlegung von subjektiven Elementen ausgerichtet ist, es sich bei der durch Empty Voting Konstellationen entstehenden Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit jedoch um einen objektiven Umstand handelt.<sup>1393</sup> Weiterhin ist auch die 10 Prozent Schwelle unpassend<sup>1394</sup>, denn nach dem hier vorgeschlagenen Lösungsansatz unterscheidet sich der maßgebliche Schwellenwert nach dem Ergebnis der Interessenbilanzierung.

#### **ff) Rechtsfolgen**

Das vorgeschlagene Transparenzregime ist auf Rechtsfolgenseite durch effektive Sanktionsmechanismen abzusichern. Insoweit ist der Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 120 Abs. 2 WpHG um eine Sanktionierung eines Verstoßes gegen die vorgeschlagene Mitteilungspflicht gemäß § 43a WpHG zu erweitern. Hiergegen kann auch nicht eingewandt werden, dass sich Probleme aus der Anwendung des Bestimmtheitsgrundsatzes ergeben, denn die

---

<sup>1393</sup> *Tautges*, Empty Voting, S. 428.

<sup>1394</sup> Siehe auch *Tautges*, Empty Voting, S. 428, welcher die Schwelle von 10 Prozent als zu hoch empfindet.

vorgeschlagene Offenlegungspflicht basiert auf den für die Offenlegung einer Leerverkaufsposition maßgeblichen Berechnungsgrundsätzen. Ein Verstoß gegen die Offenlegungspflichten der Leerverkaufsverordnung ist jedoch ebenfalls gemäß § 120 Abs. 6 WpHG bußgeldbewehrt, ein Verstoß gegen den Bestimmtheitsgrundsatz wird darin aber nicht gesehen.

Nicht erforderlich ist hingegen, den Rechtsverlust gemäß § 44 WpHG auf einen Verstoß gegen die geforderte Meldepflicht des § 43a WpHG auszudehnen.<sup>1395</sup> Nach vorliegend vertretener Ansicht greift in den letztlich problematischen Fällen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch den Abschluss einer Empty Voting Transaktion ein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG ein. Auf diese Weise wird bereits verhindert, dass Aktionäre mit einer negativen wirtschaftlichen Betroffenheit auf das Ergebnis der Abstimmung Einfluss nehmen können. Ein darüber hinausgehender Rechtsverlust ist nicht erforderlich, um die negativen Folgen für die Corporate Governance der Aktiengesellschaft abzuschwächen. Zwar würde ein weitergehender Rechtsverlust in verstärktem Maß zur Einhaltung der Meldepflicht incentivieren, zur Verhinderung einer negativen Einflussnahme erforderlich ist dies jedoch nicht.

## 2. Ergebnis

Die Normierung eines Transparenzregimes für Empty Voting Sachverhalte ermöglicht nicht nur die Einpreisung der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Probleme, sondern gewährleistet zugleich auch die Durchsetzung der durch das gesellschaftsrechtliche Instrumentarium bereitgestellten Mechanismen zur Abschwächung selbiger. Um zum einen ein ausreichendes Transparenzniveau herzustellen, zum anderen den Markt jedoch nicht mit einer zu großen Menge an Informationen zu überschütten, ist es zielführend, ein abgestuftes Offenlegungssystem nach dem Ausgang der Interessenbilanz einzuführen. Da die vorgeschlagene Regelung weitgehend auf den Berechnungsmethoden der Leerverkaufsverordnung beruht, wird auf Datensätze zurückgegriffen, welche bereits von den Marktteilnehmern erhoben werden. Auf diese Weise entstehen keine zusätzlichen Kosten für die Informationserhebung.

---

<sup>1395</sup> Abweichend hingegen *Tautges*, Empty Voting, S. 428, welcher in der Rechtsfolge des Rechtsverlustes einen effektiven Weg sieht, um einer Nichtbefolgung der von ihm geforderten Offenlegungspflichten entgegenzutreten.

## G. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die wesentlichen Ergebnisse der vorliegenden Abhandlung werden im Folgenden in Thesen zusammengefasst.

1. In der Vergangenheit gab es immer wieder Versuche, den Begriff der Corporate Governance zu definieren. Die Ursprünge der Begrifflichkeit stammen nicht aus dem Gesellschafts-, sondern wurden von *Williamson* im allgemeinen Vertragsrecht entwickelt. *Governance structures* in diesem Sinne sind jegliche Art von Vertragsanpassungsmechanismen. Aufgrund der bestehenden Unsicherheiten und Unschärfen wurde vorliegend darauf verzichtet, eine eigene Definition anhand einer Aneinanderreihung von Schlagworten zu entwickeln. Zweckmäßig ist es vielmehr, die Abgrenzung des Forschungsbereichs anhand von Funktion und Ziel der Corporate Governance vorzunehmen.
2. Zentral für die Funktion der Corporate Governance sind das heuristische Modell des Unternehmens als Netzwerk expliziter und impliziter Vertragsbeziehungen, sowie das mit dieser Unvollständigkeit in unmittelbarem Zusammenhang stehende Problem opportunistischen Verhaltens. Bei einem Unternehmen ist die Gefahr des Opportunismus besonders präsent, denn die in diesem zusammengefassten vertraglichen Beziehungen sind durch Langfristigkeit und Offenheit gekennzeichnet. Nutzen die am Unternehmen beteiligten Akteure die ihnen zukommenden Opportunismusooptionen, führt dies tendenziell zu Wohlfahrtsverlusten und Verteilungsungleichgewichten. Die Instrumente der Corporate Governance müssen folglich so ausgestaltet sein, dass sie die Spielräume für opportunistisches Verhalten bei der Ausfüllung der aufgrund der Unvollständigkeit notwendig vorhandenen Vertragslücken möglichst gering halten.
3. Erreicht werden kann dies vor allem durch eine stärkere Kontrolle der möglichen Opportunisten und/oder durch Sanktionen opportunistischen Verhaltens. In diesem Zusammenhang kommt dem Rechtsschutz der Corporate Governance Instrumente herausragende Bedeutung zu. Die Rechtsschutzkomponente muss so ausgestaltet werden, dass sie den Erwartungswert eines opportunistischen Verhaltens minimiert. Soweit Corporate

Governance Instrumente den Faktor Opportunismus möglichst gering halten, sind sie als funktionierend einzustufen.

4. Die Formulierung eines nach Zielgruppen differenzierenden Ziel der Corporate Governance ist letztlich aber nicht notwendig. Zielführend ist vielmehr eine instrumentenspezifische Effizienzbewertung. Hiernach ist jedes Corporate Governance Instrument daran zu messen, inwieweit es zur Erreichung der bestmöglichen Verbandsverfassung beitragen kann. Eine solche liegt vor, wenn sie zu einer optimalen Ressourcenallokation zwischen den Beteiligten führt. Zu einer solchen kann das jeweilige Corporate Governance Instrument beitragen, wenn es so ausgestaltet ist, dass es zu einer Minimierung der Gefahr opportunistischen Verhaltens führt.
5. Das Stimmrecht ist ein mitgliedschaftliches Verwaltungsrecht des Aktionärs, die Stimmabgabe ist eine rechtsgeschäftliche empfangsbedürftige Willenserklärung, welche im Hauptversammlungsbeschluss als geordnetes Verfahren zur Bestimmung des verbandsrechtlich relevanten Willens mündet. Der im Beschluss zum Ausdruck kommende Wille wird der Aktiengesellschaft als eigener Wille zugerechnet. Nach mittlerweile überwiegender Ansicht ist der Beschluss ein mehrseitiges Rechtsgeschäft eigener Art. Im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft dient der Beschluss der Adaption des unvollständigen Gesellschaftsvertrags der Aktiengesellschaft, sowie der Entspannung des Prinzipal-Agent-Konflikts. Das im Beschluss mündende Stimmrecht stellt ein Instrument zur jederzeitigen lückenfüllenden Vertragsanpassung dar. Es transportiert die Einwirkungsbefugnis der Gründer auf die durch den Gesellschaftsvertrag stipulierten Rahmenbedingungen der Unternehmung gekoppelt an die in der Aktie verbriefte Mitgliedschaft in die zeitliche Dimension.
6. Zur Lösung des Prinzipal-Agent-Konflikts sowie der Problematik langfristiger Verträge stehen sich in Aktiengesellschaften zwei unterschiedliche Konzepte gegenüber. Zu unterscheiden ist zwischen einer internen Kontrolle durch Unternehmensorgane und einer externen Kontrolle durch den Markt um einerseits das Opportunismuspotenzial des Managements einer Gesellschaft als Kernproblem des Prinzipal-Agent-Konflikts zu kontrollieren und andererseits die Risiken unvollständiger Verträge einzudämmen.

7. Eine möglichst effektive interne Corporate Governance ist darauf ausgerichtet, eine möglichst effiziente Kontrolle aus Sicht der Aktionäre als Kapitalgeber zu gewährleisten. Das Stimmrecht stellt hierbei das zentrale Instrument zur Einflussnahme auf das Management und insbesondere zur Unterbindung opportunistischen Verhaltens dar. Im deutschen Aktienrecht sind als konkrete Mittel der Einflussnahme hierbei die Entlastungsentscheidung gemäß § 120 Abs. 1 S. 1 AktG, die Bestellung von Sonderprüfern gemäß § 142 Abs. 1 S. 1 AktG und auch die Geltendmachung von Ersatzansprüchen gemäß § 147 Abs. 1 S. 1 AktG zu nennen. Weiterhin zentral ist die Personalkompetenz der Hauptversammlung für die Besetzung des Aufsichtsrats gemäß § 84 AktG. Allerdings können auch das einer Aktionärsminorität zustehende Einberufungsrecht der Hauptversammlung nach § 122 AktG sowie die den Aktionären (teilweise ohne Mindestquote) eingeräumten Klagemöglichkeiten zu den internen Instrumenten der Corporate Governance gezählt werden.
8. Mit der Wahrnehmung der Corporate Governance Funktion durch das Stimmrecht des Aktionärs gehen jedoch auch einige Probleme einher. Zu nennen sind hier insbesondere die Aktionärsapathie, die Free-Rider-Problematik und das Problem des „*exit over voice*“. Unter dem Begriff der rationalen Apathie versteht man den bewussten Verzicht auf ein Engagement mit Blick auf die dadurch verursachten Kosten. Die Free-Rider-Problematik umschreibt das Phänomen, dass dem einzelnen Aktionär der Vorteil der Oppositionsarbeit in jedem Fall zugute kommt, auch wenn er sich nicht in kostenverursachender Weise daran beteiligt. Unter „*exit over voice*“ ist zu verstehen, dass Aktionäre oftmals ihre Unzufriedenheit mit der Leistung des Managements durch den Verkauf ihrer Anteile zum Ausdruck bringen, anstatt sich aktiv an der Überwachung der Unternehmensleitung zu beteiligen. Aufgrund dieser jeweils zusammenhängenden Problemfelder ist zu konstatieren, dass der Aktionär die ihm in der Corporate Governance zugeordnete Rolle nicht optimal erfüllt.
9. Zentraler Kontrollmechanismus der externen Corporate Governance ist der Markt für Unternehmenskontrolle. Die Abfolge von Aktienverkäufen, Kursrückgängen, einer (ggf. feindlichen) Übernahme und der Auswechslung des Managements, durch welche eine aus Sicht der Aktionäre unbefriedigende Leistung sanktioniert wird, sorgt nach diesem Modell für die Kontrolle der Agenten durch die Prinzipale.

10. Dem Markt für Unternehmenskontrolle kann eine wichtige Funktion bezüglich der Corporate Governance einer Gesellschaft attestiert werden, welche in unmittelbarem Zusammenhang zum Aktionärsstimmrecht steht. Diese liegt in der Aktivierbarkeit des Stimmrechts durch eine Unternehmensübernahme durch einen Erwerber. Auf diese Weise schwächt der Markt für Unternehmenskontrolle zugleich das dem Stimmrecht inhärente Problem der rationalen Apathie ab.
11. Verschiedene Corporate Governance Akteure mit Bezug zum Stimmrecht interpretieren ihre Rolle unterschiedlich. Während klassische institutionelle Investoren bei Unzufriedenheit mit den Leistungen des Managements zumeist durch einen Verkauf ihrer Beteiligung reagieren, bringen sich sogenannte aktivistische Aktionäre aktiv in einer Gesellschaft ein und versuchen kontrollierenden Einfluss auf die Verwaltung zu nehmen. Wesentlichen Einfluss nehmen zudem Stimmrechtsberater, deren Empfehlungen oftmals unbesehen gefolgt wird.
12. Die Stimmrechtsträgerschaft des Aktionärs kann aus zwei unterschiedlichen Warten begründet werden. Aus verfassungsrechtlicher Warte ist zu konstatieren, dass sich der Schutzbereich des Art. 14 GG auf Mitgliedschaftsrechte, mithin auch das Stimmrecht erstreckt. Aus ökonomischer Warte ist diese Zuordnung optimal, da die Aktionäre durch ihre Inhaberschaft des Residualanspruchs zur wohlfahrtssteigernden Ausübung des Stimmrechts incentiviert sind. Weiterhin sind die Interessen der Aktionäre weitgehend homogen, denn sie streben das gemeinsame Ziel der Maximierung des *shareholder values* an. Obwohl diese Begründungsansätze durchaus kritisiert werden können, ist ihnen jedenfalls im Ergebnis zuzustimmen. Für die Rolle des Aktionärs in der Corporate Governance Struktur der Gesellschaft kann aus der Begründung für die Zuweisung des Stimmrechts Entscheidendes abgeleitet werden. Die durch den Residualanspruch vermittelte Selbstbetroffenheit wirkt bei der Adaption der unvollständigen langfristigen durch den Gesellschaftsvertrag geregelten vertraglichen Beziehungen als Komponente des Rechtsschutzes.
13. Für die Definition des Begriffs der wirtschaftlichen Betroffenheit kommen unterschiedliche Bestandteile in Betracht, welche sich in der Phase des Anteilerwerbs, des Innehabens der Aktien, sowie der Anteilsveräußerung ergeben können. Für die vorliegende Abhandlung sind

nur solche finanziellen Folgen relevant, die zum einen variable sind und zum anderen durch die Stimmrechtsausübung beeinflusst werden. Hierunter fallen alle Elemente der wirtschaftlichen Betroffenheit, welche in der Phase des Innehabens der Aktien eintreten.

14. Die aus ökonomischer Warte wünschenswerte Verknüpfung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit wird sowohl durch das deutsche Aktienrecht, als auch durch die Rechtsprechung des BGH nachvollzogen. Positiv rechtlich sind insbesondere die § 717 BGB, §§ 8 Abs. 5, 12, 134, 405 Abs. 3 AktG, sowie die Abschaffung des § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG a. F. zu nennen. Die Rechtsprechung etabliert diese Verbindung vor allem durch die Grundsätze der gesellschaftsrechtlichen Treupflicht, wobei implizite Aussagen in den Entscheidungen Linotype und Girmes zu finden sind. Hieraus leitet sich das Konzept der proportionalitätsfördernden Dimension der Treupflicht ab.
15. Erster Fall einer Abweichung vom so definierten gesetzlichen Optimalfall sind Vorzugsaktien nach §§ 139 ff. AktG. Wesensmerkmale der Vorzugsaktie sind die Ausstattung mit einem Vorzugsrecht bei der Gewinnverteilung und mit einem Nachzahlungsrecht, falls der Vorzug ausgefallen ist. Diese beiden Elemente stellen Kompensation und Rechtfertigung für den Stimmrechtsausschluss dar. Vorteil der Ausgabe von Vorzugsaktien ist, dass das Eigenkapital der Gesellschaft erhöht werden kann, ohne bestehende Machtverhältnisse zu verändern.
16. Vorteil der Divergenz im Fall von Vorzugsaktien ist die Entspannung des Prinzipal-Agent-Konflikts durch Stimmrechtsbündelung. Ausgehend von den empirisch nachgewiesenen Vorteilen der Existenz eines *blockholdings* in einer Aktiengesellschaft, welche insbesondere zu einer verbesserten Kontrolle der Unternehmensleitung führen kann, könnten diese positiven Effekte durch die Emission von Vorzugsaktien verstärkt werden, da Gesellschaften, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert haben, in verstärktem Maß durch Blockaktionäre beherrscht werden. Die durch ein *blockbuilding* entstehende Minderung der *agency costs* würde aufgrund ihrer Externalität auch den Vorzugsaktionären zugutekommen.
17. Diesen Vorteilen stehen jedoch erhebliche Nachteile für die Corporate Governance Struktur der Aktiengesellschaft durch die Emission von Vorzugsaktien gegenüber. Die Verbindung aus verstärkter Stimmrechtsbündelung und suboptimaler Anreizstruktur durch im Vergleich zur

wirtschaftlichen Betroffenheit überproportionalem Stimmrechtseinfluss führt zu einer Zuspitzung des horizontalen *Prinzipal-Agent-Konflikts*. Die Gefahr durch die Stammaktionäre in Form von *private benefits* ausgebeutet zu werden ist für Vorzugsaktionäre größer, als für Minderheitsaktionäre, die über Stimmrechte verfügen. In Fällen, in welchen das Stimmrecht die anteiligen Rechte am *cash flow* übersteigt, besteht ein besonderer Anreiz, die Minderheitsaktionäre durch die Realisierung von *private benefits* zu benachteiligen. Zwar führt die Stimmrechtsbündelung zu reduzierten *agency costs* im vertikalen Verhältnis zwischen Anteilseignern und Verwaltung. Erkauft wird dies allerdings durch erhöhte *agency costs* auf horizontaler Ebene zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter. Aufgrund des reduzierten Rechtsschutzes durch das überproportionale Stimmrechtsgewicht wird dieser Effekt bei einer Gesellschaft, die sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat, noch einmal verstärkt.

18. Die Einordnung der Verschiebung der *agency costs* von der vertikalen auf die horizontale Ebene sollte allerdings nicht vorgenommen werden, ohne die strukturellen Differenzen zwischen den beiden Konfliktebenen in die Bewertung des Problems einzustellen. Der fundamentale Unterschied ist, dass es sich bei *blockholders* um Agenten handelt, die jedenfalls grundsätzlich im Sinne der Minderheitsaktionäre incentiviert sind.
19. Vorzugsaktien zeitigen ferner negative Folgen für den Markt für Unternehmenskontrolle. Zwar wird durch sie der Aufbau kontrollvermittelnder Aktienpakete nicht eingeschränkt. Allerdings wird die Wahrscheinlichkeit der Übernahme durch einen aus Corporate Governance Werte suboptimalen Bewerber aufgrund des Entstehens von *cheap votes* wahrscheinlicher.
20. Weiterer untersuchter Fall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit sind Empty Voting Konstellationen. Empty Voting Sachverhalte können durch den Kauf von Finanzderivaten, den Abschluss von Wertpapierdarlehen und Record Date Capture erzeugt werden.
21. Kennzeichnend für Finanzderivate ist ihre Abhängigkeit von einem Basiswert, der hinausgezögerte Erfüllungszeitpunkt sowie die konträren Zukunftserwartungen der Vertragsparteien. Der Einsatz von Finanzderivaten dient unterschiedlichen Zwecken, die

primären Einsatzmöglichkeiten sind Hedging, Spekulation und Arbitrage. Durch den Einsatz von Finanzderivaten kann eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf außerverbandlicher Ebene erzeugt werden. Eine derartige Disproportionalität kann vor allem durch Forwards/Futures, Put-Optionen und Equity Swaps entstehen.

22. Die WpHG Meldepflichten erfassen diese Derivate zwar durchaus, sind aber nicht auf die Situation des Empty Voting zugeschnitten, denn die Meldepflicht trifft jeweils nicht diejenige Vertragspartei, in welcher die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit eintritt. Folglich schaffen die Meldepflichten kein ausreichendes Transparenzniveau, welches eine Einpreisung ermöglichen würde. Eine gewisse Publizität entsteht jedoch durch die Veröffentlichungspflichten der LVVO.
23. Empty Voting Konstellationen können weiterhin durch den Abschluss von Wertpapierdarlehensverträgen entstehen. Diese werden vor allem zur Finanzierung von Leerverkäufen, zur Überbrückung von Lieferengpässen und zur Arbitrage eingesetzt. Weitere Einsatzmöglichkeiten sind das Hedging, sowie der strategische Einsatz zur Durchführung eines Squeeze-Outs.
24. Eine spezielle gesetzliche Publizitätspflicht für Wertpapierdarlehen findet sich im deutschen Recht nicht. Da der Darlehensnehmer nach herrschender Meinung in Ermangelung einer ausdrücklichen vertraglichen Regelung mit der zivilrechtlichen Eigentümerstellung auch das Stimmrecht erlangt, ergibt sich eine Meldepflicht des Darlehensnehmers aus § 33 WpHG. Da der Darlehensgeber sich nach der üblichen vertraglichen Gestaltung keinen Stimmrechtseinfluss vorbehält, trifft ihn keine Meldepflicht nach § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG. Eine Meldepflicht des Darlehensgebers ergibt sich jedoch aus § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a) WpHG.
25. Das Bestehen einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit hängt bei einem Wertpapierdarlehen von der umstrittenen Frage nach der Stimmrechtszuordnung zwischen den Vertragsparteien ab. Der Darlehensgeber trägt zwar weiterhin die volle wirtschaftliche Betroffenheit, eine Disproportionalität würde sich allerdings nur ergeben, wenn das Stimmrecht dem Darlehensnehmer zuzuordnen wäre. Nach teilweise vertretener Ansicht ist zwar der Darlehensnehmer zur Ausübung des Stimmrechts berechtigt, allerdings soll sich

aus dem Darlehensvertrag eine Nebenpflicht ergeben, das Stimmrecht jedenfalls nicht ohne Ermächtigung des Darlehensgebers auszuüben. Die in der Literatur und Rechtsprechung vorherrschende Ansicht geht davon aus, dass der Darlehensnehmer aufgrund seiner Eigentümerstellung das Stimmrecht nach eigenem Ermessen ausüben kann. Die herrschende Meinung verdient Zustimmung, gegen die abweichende Ansicht spricht vor allem, dass diese den Zweck des Aktiendarlehens darauf beschränkt, dem Darlehensgeber die Erfüllung einer Verbindlichkeit zu ermöglichen.

26. Eine weitere Möglichkeit, durch welche eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Aktiengesellschaften entstehen kann, ist die Record Date Capture. Der Gesetzgeber des UMAG hat nach amerikanischem Vorbild das Konzept des Record Date zur Teilnahmelegitimation an Hauptversammlungen eingeführt. Das Hinterlegungserfordernis für Aktien wurde durch den Erlass des UMAG durch die Möglichkeit für Aktionäre ersetzt, ihre Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung durch einen vom depotführenden Institut ausgestellten Nachweis zu belegen, welcher den Aktienbestand zu Beginn des 21. Tages vor der Hauptversammlung (Record Date) attestiert.
27. Im Ergebnis führen die durch das UMAG eingeführten Neuregelungen dazu, dass nicht derjenige, der am Tag der Hauptversammlung Aktionär ist, die Rechte in der Hauptversammlung ausüben kann, sondern derjenige, der die Aktien am Record Date hält. Diese Rechtsfolge ergibt sich auch unmittelbar aus § 123 Abs. 4 S. 5 AktG. Die Zuordnung der Verwaltungsrechte kann sich ein Investor auf zwei unterschiedliche Arten zunutze machen. Entweder er erwirbt Aktien (unmittelbar) vor dem Record Date und veräußert sie zwischen Record Date und Hauptversammlung wieder auf dem Markt (*post record date trade*) oder er schließt einen Wertpapierdarlehensvertrag ab, nach welchem ihm vor dem Record Date Aktien darlehensweise übertragen werden (§ 607 Abs. 1 S. 1 BGB).
28. Sowohl bei einem Erwerb von Aktien vor dem Record Date und einem anschließenden Verkauf zwischen Record Date und Hauptversammlung, als auch bei einer entsprechenden Konstruktion durch ein Wertpapierdarlehen können die Stimmrechte auf der Hauptversammlung ausgeübt werden, ohne dass der abstimmende Aktionär die Konsequenzen

der Abstimmungsentscheidung tragen muss, sodass sich eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit ergibt.

29. Die durch den Einsatz von Empty Voting Strategien entstehende Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit führt zu erhöhten agency costs. Vor allem bei unterproportional betroffenen Aktionären, d. h. bei Aktionären, bei welchen die Stimmrechtsmacht die wirtschaftliche Betroffenheit übersteigt, bestehen verminderte Anreize, die Verwaltung der Gesellschaft zu kontrollieren. Besonders groß ist die Gefahr einer verminderten Kontrolle bei Aktionären, die ihre wirtschaftliche Betroffenheit vollständig durch den Abschluss einer entsprechenden *hedging* Transaktion neutralisiert haben. Die Incentivierungsfunktion der Selbstbetroffenheit ist nicht mehr gegeben.
30. Im horizontalen Verhältnis kann der durch *Shleifer* und *Vishny* eingeführte Gedanke, dass ein besonderes Interesse der Mehrheitsaktionäre an der Ausbeutung der Minderheitsaktionäre in Form von *private benefits* besteht, wenn deren Stimmrechte die anteiligen Rechte am *cash flow* der Gesellschaft übersteigen, auf Empty Voting Konstellationen übertragen werden. Soweit in einer Empty Voting Konstellation eine unterproportionale Betroffenheit eines Aktionärs vorliegt, übersteigt das Stimmrecht die anteiligen Rechte am *cash flow* im entsprechenden Umfang. Aus diesem Grund ist es für den Empty Voter möglich, durch die Ausübung seines Stimmrechts *private benefits* aus der Gesellschaft zu entnehmen, ohne den hierdurch in der Gesellschaft entstehenden Nachteil im Umfang seiner Mitaktionäre tragen zu müssen. Während ihm selbst die Vorteile in vollem Umfang zukommen, kann er die Nachteile auf Ebene der Gesellschaft auf alle Mitaktionäre verteilen.
31. Wesentlicher Nachteil von Empty Voting Konstellationen ist, dass die durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Nachteile durch potenzielle Investoren bei ihrer Kaufentscheidung nicht eingepreist werden können. Hierin liegt der gravierendste Unterschied zu Vorzugsaktien. Weder durch die Satzung der Aktiengesellschaft, noch durch die WpHG bzw. LVVO Transparenzvorschriften wurde eine ausreichende Publizität erzeugt. Eine solche besteht auch nicht für durch Wertpapierdarlehen oder Record Date Capture erzeugte Empty Voting Sachverhalte.

32. Die Trennung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit durch den Einsatz der beschriebenen Empty Voting Strategien führt zu erhöhten Informationskosten. Insbesondere die kostensenkende Funktion des aktienrechtlichen *numerus clausus*, sowie die Ausgestaltung der Aktie als fest definierte und durch Art. 14 GG geschützte Eigentumsposition werden durch Empty Voting Transaktionen in Frage gestellt. Während potenzielle Investoren im gesetzlichen Normalfall der proportionalen Betroffenheit von der Standardisierung profitieren und vor ihrer Investition nur eine relativ geringe Menge an Informationen einholen müssen, wird durch die Trennung von Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit auf individualvertraglicher Basis der Vorteil der Vereinheitlichung aufgehoben.
33. Ein weiterer gesetzlicher Normalfall einer disproportionalen Betroffenheit ergibt sich in Investmentaktiengesellschaften. Sowohl bei Anlage- als auch bei Unternehmensaktionären besteht in Abweichung zum proportional betroffenen Aktionär eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit. Diese resultiert aus der unterschiedlichen Stimmrechtsmacht bei gleicher wirtschaftlicher Betroffenheit.
34. Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit in Investmentaktiengesellschaften führt zu einer Behinderung des Marktes für Unternehmensübernahmen. Die Struktur der Investmentaktiengesellschaft führt zu einer Isolation der Verwaltung vor der disziplinierenden Wirkung des Übernahmemarktes. Weiteres Problem der Abweichung vom Proportionalitätsgrundsatz ist das Entstehen von cheap votes in Investmentaktiengesellschaften. Die Existenz von stimmrechtsgewährenden Aktien, welche nicht im Verhältnis zu ihrer Stimmrechtsmacht auf eine Veränderung der *cash flows* reagieren, fördert die Wahrscheinlichkeit einer wohlfahrtsmindernden Übernahme. Unternehmensaktien, welche im Vergleich zu ihrer anteiligen Beteiligung am *cash flow* einen überproportionalen Stimmrechtseinfluss haben, erfüllen diese Voraussetzung. Der suboptimale Erwerber von Unternehmensaktien kann seine Kaufpreiskalkulation abweichend vornehmen. Der Kaufpreis besteht aus dem Wert der Anteile abzüglich der geminderten *cash flows* aufgrund seiner Suboptimalität ergänzt um etwaige *private benefits* der Übernahme. Im Fall eines Dividendenverzichts muss der Erwerber hierbei die geminderten *cash flows* nicht einrechnen.

Die reduzierte *cash flow*-Sensibilität von Unternehmensaktien macht auf diese Weise eine wohlfahrtsmindernde Übernahme wahrscheinlicher.

35. Die Abweichung vom Proportionalitätsprinzip in Investmentaktiengesellschaften sorgt für eine Verschärfung des horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikts. Die durch *Shleifer* und *Vishny* modellierte Erkenntnis, dass die Gefahr einer Ausbeutung von Minderheitsaktionären in Fällen eines die anteiligen Rechte am *cash flow* übersteigenden Stimmrechts besonders groß ist, lässt sich auf das Verhältnis zwischen Unternehmens- und Anlageaktionären übertragen.
36. Verglichen mit den anderen Fallgruppen einer Abweichung vom Proportionalitätsprinzip ergeben sich jedoch Unterschiede, welche die Problematik in Investmentaktiengesellschaften abschwächt. Die Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle ist weniger gravierend, da für Investmentaktiengesellschaften ein solcher nicht in gleichem Umfang existiert. Eine Übernahme der Investmentaktiengesellschaft zur Auswechslung des Managements ist nicht erforderlich, denn vermutete Effizienzdefizite können durch den Erwerb eines vergleichbaren Portfolios mit entsprechenden Modifikationen zum eigenen Vorteil genutzt werden.
37. Eine Entspannung der Probleme wird weiterhin dadurch gewährleistet, dass das KAGB ein eigenständiges Corporate Governance System zum Schutz der Anlageaktionäre etabliert. Dieses System ist auf die Problematik der Divergenz zugeschnitten. Zum einen wird ein gewisser Schutz durch das Recht zur Rückgabe der Aktien gemäß § 116 Abs. 2 KAGB etabliert, denn die Anlageaktionäre können ihren Unmut mit den Entscheidungen der Verwaltung und der Unternehmensaktionäre durch die Rückgabe und den damit einhergehenden Abzug ihres Kapitals zum Ausdruck bringen. Das sich aus der Divergenz ergebende Konfliktpotenzial wird auch durch die im KAGB geregelte besondere Pflichtenbindung des Vorstandes entschärft. Gemäß § 119 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB ist der Vorstand einer Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital verpflichtet, bei der Ausübung seiner Tätigkeit im ausschließlichen Interesse der Aktionäre und der Integrität des Marktes zu handeln. Eine Corporate Governance Funktion nimmt auch die Anzeigepflicht des Wechsels eines Unternehmensaktionärs ein. Gemäß § 109 Abs. 2 S. 5 KAGB sind die Unternehmensaktionäre und jeder Wechsel in ihrer Person der Bundesanstalt anzuzeigen. Ziel

dieser Regelung ist der Anlegerschutz. Durch die Anzeigepflicht besteht für die Anlageaktionäre eine Publizität hinsichtlich der Person der Unternehmensaktionäre. Die Überwachung durch die Verwahrstelle und die gesteigerte Treupflicht der Unternehmensaktionäre nehmen weiterhin eine wichtige Kontrollfunktion ein. Auch der BaFin kommen weitreichende Informations-, Interventions- und Sanktionsbefugnisse zu.

38. Aus rechtsvergleichender Perspektive ergibt können wichtige Erkenntnisse aus der Analyse von *dual class structures* nach amerikanischem Gesellschaftsrecht gezogen werden. *Dual class structures* werden in den Vereinigten Staaten insbesondere von Firmengründern eingesetzt. Ziel ist der Erhalt der Kontrolle über die eigene Gesellschaft trotz hoher Fremdkapitalaufnahme, etwa durch einen Börsengang (IPO). In den Vereinigten Staaten wird streng zwischen der Situation eines *dual class*-IPO und derjenigen einer *dual class*-Rekapitalisierung unterschieden. Während ein Börsengang mit zwei hinsichtlich der Stimmrechtsmacht unterschiedlichen Aktienklassen in der Regel als unproblematisch eingestuft wird, wird eine entsprechende Rekapitalisierung kritisch gesehen. Argument für die unterschiedliche Bewertung ist, dass unter der Annahme hinreichend effizienter Märkte und ausreichender Offenlegung durch einen angemessenen Abschlag auf den Aktienpreis ein Ausgleich für die durch die disproportionale Stimmrechtsmacht entstehenden Probleme etabliert wird. Diese Differenzierung deutet auf den Lösungsansatz hin. Bei ausreichender Transparenz wird die Problemlösung in den Bereich der Eigenverantwortlichkeit der Aktionäre gestellt. Die Möglichkeit der Einpreisung der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehenden Probleme ist zentraler Ausdruck der Eigenverantwortlichkeit. Hinreichende Transparenz ist somit aus amerikanischer Perspektive ein probater Lösungsansatz für die bestehende Problematik.

39. Als Lösung des Problems der erhöhten *agency costs* bietet sich jedenfalls in Empty Voting Konstellationen ein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1 AktG an. Eine direkte Anwendung der Stimmverbote des § 136 Abs. 1 AktG auf Empty Voting Konstellationen scheidet aus, da diese sich nicht unter den Wortlaut der einzelnen Tatbestände subsumieren lassen. Nach einer in der Literatur vertretenen Ansicht kann § 136 AktG nach dem Rechtsgedanken des § 181 BGB im Fall von Interessenkollisionen analog angewendet werden. Nach herrschender Meinung

spricht gegen eine Analogie hingegen der kasuistische Regelungsansatz des Gesetzgebers und eine historische Auslegung der Vorschrift. Die Übertragung des Rechtsgedankens des § 181 BGB scheitert daran, dass das Vorliegen eines Interessenkonflikts nach dieser Vorschrift an rein formalen Kriterien festgemacht wird. Gegen diese Auffassung spricht, dass von dem § 181 BGB unterstellten strengen Formalismus Ausnahmen zugelassen werden. Außerdem wird der historische Wille des Gesetzgebers von der herrschenden Meinung missverstanden. Der Gedanke der Rechtssicherheit, welcher Hintergrund des kasuistischen Regelungsansatzes des Gesetzgebers ist, kann durch die Beschränkung der Analogie auf offensichtliche, typisierend umschreibbare Interessenkonflikte, gewahrt werden. Als einschränkende Präzisierung dient das Kriterium der Interessenbilanz in Empty Voting Konstellationen. Ein striktes Stimmverbot greift nur in Fällen einer negativen Interessenbilanz, d. h. bei einem Überwiegen der finanziellen Interessen aus der Empty Voting Transaktion gegenüber den Interessen aus der Beteiligung an der Gesellschaft ein. In Fällen einer neutralen Interessenbilanz, in welcher nicht grundsätzlich von einem Abstimmen zulasten der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre ausgegangen werden kann, kann der Aktionär im Rahmen der Beweislastverteilung die Vermutung der Befangenheit widerlegen, während im Fall der negativen Interessenbilanz eine unwiderlegliche Vermutung der Befangenheit wegen Interessenkollision eingreift. Eine entgegen § 136 Abs. 1 AktG abgegebene Stimme ist gemäß § 134 BGB nichtig, der entsprechende Hauptversammlungsbeschluss ist anfechtbar. Im Übrigen können sich Schadensersatzansprüche nach § 823 Abs. 2 i. V. m. § 136 Abs. 1 AktG analog, bzw. gemäß § 826 BGB ergeben.

40. Zur Reduzierung der durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit erhöhten agency costs bietet sich eine Lösung auf Grundlage der mitgliedschaftlichen Treupflicht an. Dieses Rechtsinstitut nimmt im Gesamtgefüge der Aktiengesellschaft eine vergleichbare Funktion ein wie die wirtschaftliche Betroffenheit, denn es ist nach Ansicht der herrschenden Meinung in der Literatur notwendiges Gegengewicht zum Einfluss der Aktionäre. Besteht eine Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit, ist eine erhöhte Kontrolldichte des entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses angezeigt. Diese rechtfertigt sich aus der Aufhebung der

durch die wirtschaftliche Betroffenheit bestehenden Interessengleichrichtung unter den Aktionären, welche die Richtigkeitsgewähr der verbandsinternen Willensbildung zur Folge hat.

41. Problematisch ist jedoch die Rechtsfolgenseite. Soweit entsprechend den spezifisch für den Fall einer Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit entwickelten Grundsätzen der mitgliedschaftlichen Treupflicht ein Verstoß gegen selbige festgestellt worden ist, führt dies zur Nichtigkeit der Stimmabgabe, zur Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses und unter Umständen zu einem Schadensersatzanspruch des gegen die Treupflicht verstoßenden Aktionärs. Ein opportunistusminimierender Rechtsschutz wird durch diese Rechtsfolgen allerdings nur in geringem Maße etabliert. Hinsichtlich der Nichtigkeit der Stimmabgabe und der Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses fehlt es in der Regel an der Erkennbarkeit des Treupflichtverstoßes. Die drohende Schadensersatzpflicht verliert ihre abschreckende Wirkung aufgrund der Schwierigkeiten bei der Schadensberechnung, welche die Durchsetzbarkeit im Einzelfall erheblich erschwert.
42. Die Anfechtbarkeit wegen einer Verfolgung von Sondervorteilen gemäß § 243 Abs. 2 AktG ist grundsätzlich als taugliches Instrument zur Etablierung eines Rechtsschutzes gegen opportunistische Verhaltensweisen, welche durch die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Betroffenheit besonders begünstigt werden, einzuordnen. Hierbei besteht jedoch das Problem, dass insbesondere in Empty Voting Konstellationen die im Vergleich zur wirtschaftlichen Betroffenheit disproportionale Stimmrechtsmacht häufig nicht erkennbar ist. In anderen Fällen wird der Sondervorteil nicht ohne Weiteres ersichtlich sein, denn dieser wird sich erst nach einiger Zeit zeigen oder einen erheblichen Bewertungsaufwand erfordern, welchen vor allem benachteiligte Kleinaktionäre nicht leisten können. Insoweit ergeben sich vergleichbare Probleme wie bei einer Anfechtung gemäß § 243 Abs. 1 AktG wegen einer Verletzung der mitgliedschaftlichen Treupflicht.
43. Zur Reduktion der erhöhten *agency costs* wurden *de lege ferenda* unterschiedliche Lösungsmöglichkeiten vorgeschlagen, namentlich eine Mindesthaltedauer von Aktien, Treustimmrechte, sowie die konsequente Zuordnung der Stimmrechte zu den Inhabern der Residualrechte. Diese Vorschläge leiden jedoch an verschiedenen Schwächen. Gegen die

gesetzliche Einführung einer Mindesthaltedauer von Aktien vor Ausübung des Stimmrechts spricht, dass eine solche nicht zu einer Interessengleichrichtung zwischen den Aktionären führt und ein mögliches opportunistisches Verhalten eines Aktionärs gegenüber seinen Mitaktionären lediglich verzögert. Treustimmrechte verlagern die Stimmrechtsmacht zwar auf Aktionäre mit einem langfristigen Anlagehorizont, erzeugen aber ebenfalls keine Interessengleichrichtung und entspannen deshalb den horizontalen Prinzipal-Agent-Konflikt nicht. Die konsequente Zuordnung der Stimmrechtsinhaberschaft zu den Inhabern der Residualrechte würde in der praktischen Durchführung an erhöhten Transaktionskosten scheitern, außerdem würden nach dem durch *Martin* und *Partnoy* vorgeschlagenen Modell neue Verteilungsungleichgewichte entstehen, denn dieses sieht keine erneute Redistribution der Stimmrechte vor, wenn der Inhaber der umverteilten Stimmrechte seine wirtschaftliche Betroffenheit seinerseits durch den Abschluss eines Derivatkontrakts neutralisiert.

44. Weiteres wesentliches Problem in Empty Voting Konstellationen ist die mangelnde Transparenz. Dieses Problem kann *de lege ferenda* durch eine Erweiterung des Transparenzregimes gelöst werden. Die Offenlegung der Empty Voting Transaktionen ermöglicht nicht nur die Einpreisung der durch die Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip hervorgerufenen Probleme, sondern auch die wirksame Nutzung des bestehenden gesellschaftsrechtlichen Instrumentariums. Richtiger Regelungsstandort ist insoweit das WpHG. Aus rechtsökonomischer Warte dürfen erweiterte Offenlegungspflichten weder zu einer anreizverzerrenden Redistribution von Informationen führen, noch zu unverhältnismäßig hohen Kosten für Marktteilnehmer.
45. In der Literatur wurden bereits Vorschläge für ein entsprechendes Transparenzregime unterbreitet. Obwohl der Vorschlag von *Mittermeier*, eine Offenlegung erst bei einer signifikanten disproportionalen Anreizstruktur zu fordern, durchaus als zielführender Ansatz bezeichnet werden kann, ist ihm mangelnde Präzision zu attestieren, was insbesondere im Hinblick auf die Bußgeldbewährung und in der Folge den verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz problematisch ist. Der Vorschlag von *Tautges*, eine Akzessorietät der Offenlegung einer Short-Position zur Offenlegung von Long-Positionen zu etablieren, kann

hingegen als gut durchdachter Ansatz eingeordnet werden, der im Rahmen der vorliegenden Abhandlung weiter auszudifferenzieren ist.

46. Grundlage des eigenen Vorschlags für ein Transparenzregime ist die Ausdehnung des in den letzten Jahren im Kapitalmarktrecht bereits zu beobachtenden Paradigmenwechsels von einer bloßen Anknüpfung an die Stimmrechtsmacht hin zu einer erweiterten Einbeziehung der Beteiligung am wirtschaftlichen Substrat der Aktiengesellschaft auf Empty Voting Konstellationen. Zielführend erscheint, die insoweit aufzustellende Interessenbilanz unter Rückgriff auf bereits etablierte und rechtlich konturierte Größen vorzunehmen. Konkret soll zur Bestimmung der maßgeblichen wirtschaftlichen Betroffenheit auf die Berechnung des *economic exposure* im Rahmen der Kalkulation einer Netto-Leerverkaufsposition in Aktien i. S. v. Art. 3 Abs. 4 VO Nr. 236/2012 rekuriert werden. Die Subtraktion der Long-Position von der Short-Position kann zu drei unterschiedlichen Ergebnissen führen. Soweit sich ein positiver Wert ergibt, profitiert der potenziell Meldepflichtige von einem fallenden Aktienkurs der Gesellschaft, seine wirtschaftliche Betroffenheit ist mithin negativ. Ergibt sich ein Wert von null, so ist die wirtschaftliche Betroffenheit neutralisiert. Eine Veränderung des Aktienkurses hat keine Implikationen für das Vermögen des potenziell Meldepflichtigen. Ergibt sich ein negativer Wert, so besteht ein finanzielles Interesse an einem steigenden Börsenkurs.
47. Soweit sich bei der Verrechnung der maßgeblichen Short-Position mit der jeweiligen Long-Position ein positiver Wert ergibt, d. h. der potenziell Meldepflichtige *in summa* finanzielle Vorteile bei einem sinkenden Aktienkurs der Gesellschaft zieht, ist diese Position in jedem Fall und nicht erst ab einem gewissen Stimmrechtsanteil oder Grad der Abweichung vom Grundsatz der proportionalen Betroffenheit offenzulegen. Ergibt die Verrechnung der Short-Positionen mit den maßgeblichen Long-Positionen einen Wert von null, d. h. hat ein Aktionär seine wirtschaftliche Betroffenheit durch den Abschluss einer Empty Voting Transaktion neutralisiert, ist eine Anknüpfung an die Offenlegungsvorschriften der Stimmrechtspublizität nach den §§ 33 WpHG auf Grundlage des Modells von *Tautges* zielführend. Da in den Fällen einer positiven Interessenbilanz, d. h. soweit die Subtraktion der Long-Positionen von den Short-Positionen einen negativen Wert ergibt, weder ein Stimmverbot analog § 136 Abs. 1

AktG anzunehmen ist, noch ein Verstoß gegen die gesellschaftsrechtliche Treupflicht allein aufgrund der ökonomischen Anreizstruktur indiziert ist, kann die Strukturierung der Offenlegungspflichten ebenfalls allein mit Blick auf eine effektive Informationsdistribution erfolgen. Ein entsprechendes Informationsbedürfnis besteht insoweit nur bei erheblichen Abweichungen vom Proportionalitätsgrundsatz.

48. Ein derart ausgestaltetes Transparenzregime führt zu einem sinnvollen Informationsniveau, denn die abgestufte Offenlegungspflicht differenzierend nach dem Ergebnis der Interessenbilanzierung ist als sinnvoller Informationsfilter anzusehen. Eine anreizverzerrende Redistribution von Informationen findet nicht statt, denn durch die geforderten Publizitätspflichten werden lediglich bereits öffentlich bekannte Informationen aggregiert und auf die Problematik des Empty Voting zugeschnitten veröffentlicht. An einer solchen Offenlegung besteht aber aus Corporate Governance Perspektive ein erhebliches Interesse. Hinsichtlich der rechtssystematischen Verortung ist die Einführung eines neuen § 43a WpHG zielführend. Auf Rechtsfolgenseite ist der Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 120 Abs. 2 WpHG um eine Sanktionierung eines Verstoßes gegen die vorgeschlagene Mitteilungspflicht gemäß § 43a WpHG zu erweitern. Eine Erweiterung des Rechtsverlusts gemäß § 44 WpHG ist hingegen nicht erforderlich, denn nach vorliegend vertretener Auffassung greift bereits ein Stimmverbot analog § 136 AktG.

## Literaturverzeichnis

- Acker, Georg*, Die Wertpapierleihe, Wiesbaden 2012
- Adams, Michael*, Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, AG 1989, 333 ff.
- Adams, Michael*, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 1990, 63 ff.
- Aggarwal, Reena; Erel, Isil; Ferreira, Miguel; Matos, Pedro*, Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors, 100 Journal of Financial Economics (2011), 154 ff.
- Agrawal, Anup; Nasser, Tareque*, Blockholders on Boards and CEO Compensation, Turnover and Firm Valuation, abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1443431](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1443431), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Alchian, Armen A.; Demsetz, Harold*, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 The American Economic Review (1972), 777 ff.
- Allmendinger, Stefan; Tilp, Andreas W.*, Börsentermin- und Differenzgeschäfte Unverbindlichkeit, Aufklärungspflichten, Köln 1999 (zit. *Allmendinger/Tilp*, Börsentermin- und Differenzgeschäfte)
- Altmeyen, Holger*, Zur Haftung eines Stimmrechtsbevollmächtigten analog BGB § 179 Abs. 1, zur Haftung von Minderheitsaktionären für die Stimmrechtsausübung und zur Treuepflicht von Aktionären, NJW 1995, 1749 ff.
- Angerer, Lutz; Geibel, Stephan; Süßmann, Rainer* (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 3. Auflage, München 2017 (zit. *Angerer/Geibel/Süßmann/Bearbeiter*, WpÜG)
- Arnold, Arnd*, Entschädigung von Mehrstimmrechten nach § 5 EGAktG, DStR 2003, 784 ff.
- Arnold, Arnd*, Das Unsicherheitsproblem bei der Entschädigung von Mehrstimmrechten –eine Replik, DStR 2003, 1671 ff.
- Armour, John; Whincop, Michael J.*, The Proprietary Foundations of Corporate Law, 27 Oxford Journal of Legal Studies (2007), 429 ff.
- Ashton, Douglas C.*, Revisiting Dual-Class Stock, 68 St. John's Law Review (1994), 863 ff.
- Assmann, Heinz-Dieter*, Corporate Governance - Eine Vorbemerkung zu den Beiträgen von Edward B. Rock und Eddy Wymeersch (in diesem Heft S. 291 bzw. 299), AG 1995, 289 ff.
- Assmann, Heinz-Dieter*, Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte Zur börsentermingeschäftsrechtlichen Behandlung von so genannten Aktienanleihen und zur Reform des Rechts der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061 ff.
- Assmann, Heinz-Dieter; Pöttsch, Thorsten; Schneider, Uwe H.* (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Auflage, Köln 2019 (zit. *Assmann/Pöttsch/Schneider/Bearbeiter*)

- Assmann, Heinz-Dieter; Schneider Uwe H.* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Auflage, Köln 2012 (zit. Assmann/Schneider/Bearbeiter)
- Assmann, Heinz-Dieter; Schneider Uwe H.; Mülberr, Peter O.* (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Auflage, Köln 2019 (zit. Assmann/U. H. Schneider/Mülberr/Bearbeiter, Wertpapierhandelsrecht)
- Assmann, Heinz-Dieter; Schütze, Rolf A.* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage, München 2015 (zit. Assmann/Schütze/Bearbeiter, Hdb KapAnlR)
- Assmann, Michael*, Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB 1989, 49 ff.
- Bachmann, Gregor*, Rechtsfragen der Wertpapierleihe, ZHR 173 (2009), 596 ff.
- Bachmann, Gregor*, Corporate Governance nach der Finanzkrise, AG 2011, 181 ff.
- Bachmann, Gregor*, Der „Europäische Corporate Governance-Rahmen“ – Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission, WM 2011, 1301 ff.
- Bainbridge, Stephen M.*, Corporation Law and Economics, Eagan 2002
- Baldamus, Ernst-August*, An wen ist beim Gewinnabführungsvertrag Ausgleich zu zahlen?, ZGR 2007, 819 ff.
- Baltzer, Johannes*, Der Beschluss als rechtstechnisches Mittel organschaftlicher Funktion im Privatrecht, Köln 1965
- Baltzer, Peter*, Der Vorschlag der EG-Kommission für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ZBB 2003, 177 ff.
- Barclay, Michael J.; Holderness, Clifford G.*, Private benefits from control of public corporations, 25 Journal of Financial Economics (1989), 371 ff.
- Barry, Jordan M.; Hatfield, John W.; Kominers, Scott D.*, On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership, 99 Virginia Law Review (2013), 1103 ff.
- Bartholomeyczik, Horst*, Der Körperschaftsbeschluss als Rechtsgeschäft, ZHR 105 (1938), 293 ff.
- Baulkaran, Vishaal; Amoako-Adu, Ben; Smith, Brian F.*, To Extract or Not to Extract: An Examination of the Dual Class Discount, and the Channels of Extraction of Private Benefits, Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper, abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1894910](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1894910), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Baums, Philipp A.*, Der Ausschluß von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff AktG nF, WM 2001, 1843 ff.
- Baums, Philipp A.*, Ausschluss von Minderheitsaktionären, Frankfurt 2001
- Baums, Theodor*, Höchststimmrechte, AG 1990, 221 ff.
- Baums, Theodor*, Empfiehlt sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären? Gutachten F. für den 63. Deutschen Juristentag 2000, München 2000 (zit. Baums, Gutachten zum 63. Deutschen Juristentag, Gutachten Teil F)

- Baums, Theodor*, Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht, in: *Bitter, Georg; Lutter, Marcus; Priester, Hans-Joachim; Schön, Wolfgang; Ulmer, Peter* (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, Köln 2009, 57 ff.
- Baums, Theodor*, Recht der Unternehmensfinanzierung, München 2017 (zit. *Baums, Unternehmensfinanzierung*)
- Baums, Theodor; Buxbaum, Richard M.; Hopt, Klaus J.* (Hrsg.), Institutional Investors and Corporate Governance, Berlin 1993
- Baums, Theodor; Randow, Philipp v.*, Der Markt für Stimmrechtsvertreter, AG 1995, 145 ff.
- Baums, Theodor; Sauter, Maïke*, Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktiendividenden, ZHR 173 (2009), 454 ff.
- Bayer, Walter* (Hrsg.), Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in den Beratungen des Deutschen Juristentages, Jena 2010
- Bayer, Walter*, Grundsatzfragen der Regulierung der aktienrechtlichen Corporate Governance, NZG 2013, 1 ff.
- Bayer, Walter*, Anforderungen an die Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegen den herrschenden Aktionär gem. § 147 AktG durch die Minderheit, AG 2016, 637 ff.
- Bayer, Walter; Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II: Grundsatzfragen des Aktienrechts in Gesetzgebung, Wissenschaft und Rechtsprechung – Rückblick, aktueller Stand, Ausblick, Tübingen 2007 (zit. *Bayer/Habersack/Bearbeiter, Aktienrecht im Wandel*)
- Bayer, Walter; Scholz, Philipp; Weiß, Christian*, Die Absage der Hauptversammlung durch den Vorstand im Kontext des § 122 AktG, ZIP 2014, 1 ff.
- Bayley, Karen D.*, Rule 19c-4: The Death Knell for Dual-Class Capitalizations, 15 Journal of Corporate Law (1989), 17 ff.
- Bälz, Ulrich*, Verbundene Unternehmen, AG 1992, 277 ff.
- Bebchuk, Lucian A.*, The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, 12 Delaware Journal of Corporate Law (1987), 911 ff.
- Bebchuk, Lucian A.*, Limiting contractual freedom in Corporate Law: The desirable constraints on Charter Amendments, 102 Harvard Law Review (1989), 1820 ff.
- Bebchuk, Lucian A.*, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harvard Law Review (2005), 833 ff.
- Bebchuk, Lucian A.; Grinstein, Yaniv; Peyer, Urs*, Lucky CEOs and Lucky Directors, 65 The Journal of Finance (2010), 2363 ff.
- Bebchuk, Lucian A.; Kastiel, Kobi*, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 Virginia Law Review (2017), 585 ff.
- Bebchuk, Lucian A.; Kastiel, Kobi*, The Perils of Small-Minority Controllers, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 434/2018, abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3128375](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3128375), zuletzt abgerufen am 27.01.2020

- Becht, Marco; Boehmer, Ekkehart*, Ownership and Voting Power in Germany, abrufbar unter [https://www.researchgate.net/publication/254454220\\_Ownership\\_and\\_Voting\\_Power\\_in\\_Germany](https://www.researchgate.net/publication/254454220_Ownership_and_Voting_Power_in_Germany), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Becht, Marco; Franks, Julian; Mayer, Colin; Rossi, Stefano*, Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund, 22 *The Review of Financial Studies* (2009), 3093 ff.
- Becker, Dietrich*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, *ZHR* 165 (2001), 280 ff.
- Beckerhoff, Tom*, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung und Eigenhaftung des Stimmrechtsvertreters, Frankfurt 1996 (zit. *Beckerhoff*, Treupflichten bei der Stimmrechtsausübung)
- Behrens, Peter*, Corporate governance, in *Basedow, Jürgen*, Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag, Tübingen 1998, 491 ff. (zit. *Behrens*, FS Drobnig)
- Berger, Hanno; Steck, Kai-Uwe; Lübbühnen, Dieter* (Hrsg.), Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz: InvG, InvStG, München 2013 (zit. *Berger/Steck/Lübbühnen/Fischer/Bearbeiter*, InvG)
- Bertaccini, Daniel*, To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13D Filing Purposes, 31 *Cordova Law Review* (2009), 267 ff.
- Bertschinger, Urs*, Rechtsprobleme des securities lending and borrowing: "Wertpapierleihe", Zürich 1994
- Beuthien, Volker*, Treuhand an Gesellschaftsanteilen, *ZGR* 1974, 26 ff.
- Bezenberger, Tilman*, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, Köln 1991 (zit. *Bezenberger*, Vorzugsaktien)
- Bezenberger, Tilman*, Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluss, *ZIP* 2002, 1917 ff.
- Belinfanti, Tamara C.*, The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, 14 *Stanford Journal of Business and Financial Law* (2009), 384 ff.
- Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C.*, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932
- Berrar, Carsten*, Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, Baden-Baden 2001 (zit. *Berrar*, Entwicklung der Corporate Governance)
- Binz, Mark; Sorg, Martin*, Vermögensteuerliche Folgen des going public von Familien-Unternehmen, *BB* 1987, 1996 ff.
- Bischoff, Thomas*, Sachliche Voraussetzungen von Mehrheitsbeschlüssen in Kapitalgesellschaften, *BB* 1987, 1055 ff.
- Black, Fischer; Scholes, Myron*, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 81 *Journal of Political Economy* (1973), 637 ff.
- Black, Bernard S.*, Shareholder Passivity Reexamined, 89 *Michigan Law Review* (1990), 520 ff.
- Black, Bernard S.*, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, 39 *UCLA Law Review* (1992), 811 ff.

- Blair, Douglas H.; Golbe, Devra L.; Gerard, James M.*, Unbundling the Voting Rights and Profit Claims of Common Shares, 97 *Journal of Political Economy* (1989), 420 ff.
- Blasche, Sebastian*, Individualisierung sowie Über- und Unterschreitung des Unternehmensgegenstandes, DB 2011, 517 ff.
- Blenk, Stefan*, Die Mitgliedschaft in der Investmentaktiengesellschaft, Baden-Baden 2018 (zit. *Blenk*, Die Mitgliedschaft)
- Brandt, Ulrich*, Transparenz nach RisikobegrenzungsG - und darüber hinaus?, BKR 2008, 441 ff.
- Brandt, Ulrich*, Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 21, 25, 25a, 27a WpHG im Aktienemissionsgeschäft, WM 2014, 543 ff.
- Bratton, William W.*, The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal, Faculty Scholarship. Paper 839 (1989) abrufbar unter <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1838&context=facultyscholarship>, zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Brav, Alon; Jiang, Wei; Partnoy, Frank; Thomas, Randall*, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, 63 *Journal of Finance* (2008), 1729 ff.
- Brav, Alon; Mathews, Richmond D.*, Empty voting and the efficiency of corporate governance, 99 *Journal of Financial Economics* (2011), 289 ff.
- Brändel, Oliver C.*, Mehrstimmrechtsaktien - ein in Vergessenheit geratenes Instrument der Beherrschung und des Minderheitenschutzes?, in: *Westermann, Harm P.; Rosener, Wolfgang* (Hrsg.), Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag am 3. Januar 1991, 175 ff.
- Brellocks, Michael*, Die Auslegung der kapitalmarktrechtlichen Melde- und Zurechnungsnormen im Licht der BGH-Rechtsprechung, ZIP 2011, 2225 ff.
- Brellocks, Michael*, Die Neuregelung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität – Anmerkungen aus Sicht der M&A- und Kapitalmarktpraxis, AG 2016, 157 ff.
- Briggs, Thomas W.*, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis, 32 *Journal of Corporation Law* (2007), 681 ff.
- Brouwer, Tobias*, Neue Transparenzvorgaben auf dem Weg zum Kapitalmarkt – Leerverkäufe und Beteiligungstransparenz stehen auf dem Prüfstand, AG 2010, 404 ff.
- Brox, Hans*, Probleme der Entlastung im Gesellschaftsrecht, BB 1960, 1226 ff.
- Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 10. Auflage, Heidelberg 2019
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Emittentenleitfaden der BaFin (2013), abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Konsultation 12/2018 – Überarbeitung weiterer Teile des Emittentenleitfadens, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2018/kon\\_1218\\_ueberarbeitung\\_emittentenleitfaden.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2018/kon_1218_ueberarbeitung_emittentenleitfaden.html), zuletzt abgerufen am 27.01.2020

- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Bericht über die Entwicklung der Stimmrechtsausübung in börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland seit Inkrafttreten des Namensaktiengesetzes am 25. 1. 2001, NZG 2004, 948 ff.
- Bungert, Hartwin*, Pflichten des Managements bei der Abwehr von Übernahmeangeboten nach US-amerikanischem Gesellschaftsrecht, Das Urteil Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc. des Delaware Supreme Court, AG 1994, 297 ff.
- Bungert, Hartwin; Wettich, Carsten*, Aktienrechtsnovelle 2012 - der Regierungsentwurf aus der Sicht der Praxis, ZIP 2012, 297 ff.
- Burgard, Ulrich*, Die Berechnung des Stimmrechtsanteils nach §§ 21 – 23 Wertpapierhandelsgesetz, BB 1995, 2069 ff.
- Burgard, Ulrich; Heimann, Carsten*, Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, WM 2014, 821 ff.
- Burkart, Mike; Grimb, Denis; Panuzi, Fausto*, Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, 112 The Quarterly Journal of Economics (1997), 693 ff.
- Busche, Jan*, Zur Rechtsnatur und Auslegung von Beschlüssen, in: *Joost, Detlev; Oetker, Hartmut; Paschke, Marian* (Hrsg.), Festschrift für Franz Jürgen Säcker zum 70. Geburtstag, München 2011, 45 ff.
- Busse von Colbe, Walther*, Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?, ZGR 1997, 271 ff.
- Butu, Mihaela*, Shareholder Activism by Hedge Funds: Motivations and Market's Perceptions of Hedge Fund Interventions (Alternative Investments), Hamburg 2013 (zit. *Butu*, Shareholder Activism by Hedge Funds)
- Butzke, Volker*, Hinterlegung, Record Date und Einberufungsfrist – Überlegungen und praktische Hinweise für die ersten Hauptversammlungen nach Inkrafttreten der Gesetzesänderungen durch das UMAG, WM 2005, 1981 ff.
- Bühner, Rolf; Tuschke, Anja*, Zur Kritik am Shareholder Value – eine ökonomische Analyse, BFuP 1997, 499 ff.
- Bülow, Christoph v.; Petersen, Sven*, Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder?, NZG 2009, 1373 ff.
- Bürgers, Tobias; Körber, Torsten* (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Auflage, Heidelberg 2017 (zit. *Bürgers/Körber/Bearbeiter*, AktG)
- Cahn, Andreas*, Zur Treuepflicht im Arbeits- und Gesellschaftsrecht, in: *Hanau, Peter; Lorenz, Egon; Matthes, Hans C.* (Hrsg.), Festschrift für Günter Wiese zum 70. Geburtstag, München 1998, 71 ff.
- Cahn, Andreas*, Ansprüche und Klagemöglichkeiten der Aktionäre wegen Pflichtverletzungen der Verwaltung beim genehmigten Kapital, ZHR 164 (2000), 113 ff.
- Cahn, Andreas; Ostler, Nicolas*, Eigene Aktien und Wertpapierleihe, AG 2008, 221 ff.
- Cascante, Christian; Bingel, Andreas*, Verbesserte Beteiligungstransparenz (nicht nur) vor Übernahmen? Die Vorschriften des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes, NZG 2011, 1086 ff.

- Cascante, Christian; Topf, Cornelia*, „Auf leisen Sohlen“? – Stakebuilding bei der börsennotierten AG, AG 2009, 53 ff.
- Casper, Matthias*, Der Optionsvertrag, Tübingen 2005
- Chandler, William B.*, On the Instructiveness of Insiders, Independents, and Institutional Investors, 67 University of Cincinnati Law Review (1998), 1083 ff.
- Charreaux, Gérard; Desbrières, Philippe*, Corporate Governance: Stakeholder Value Versus Shareholder Value, 5 Journal of Management and Governance (2001), 107 ff.
- Cheffins, Brian R.*, Company Law: Theory, Structure, and Operation, Oxford 1997
- Cheung, Steven N. S.*, The Contractual Nature of the Firm, 26 The Journal of Law & Economics (1983), 1 ff.
- Choi, Stephen; Fisch, Jill E.; Kahan, Marcel*, Director Elections and the Role of Proxy Advisors, 82 Southern California Law Review (2009), 649 ff.
- Christians, Wilhelm F.*, Der Aktionär und sein Stimmrecht, AG 1990, 47 ff.
- Clark, Robert C.*, Vote Buying and Corporate Law, Case Western Reserve Law Review 29 (1979), 776 ff.
- Clottens, Carl*, Empty Voting: A European Perspective, 9 European Company and Financial Law Review (2012), 446 ff.
- Clouth, Peter*, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, München 2001 (zit. Clouth, Finanzderivate)
- Coffee, John C.*, Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 Columbia Law Review (1984), 1145 ff.
- Coffee, John C.*, Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, 91 Columbia Law Review (1991), 1227 ff.
- Coffee, John C.*, Do Norms Matter - A Cross-Country Evaluation, 149 University of Pennsylvania Law Review (2001), 2151 ff.
- Coase, Ronald H.*, The Nature of the Firm, 4 *Economica* (1937), 386 ff.
- Coase, Ronald H.*, The Problem of Social Cost, 3 Journal of Law and Economics (1960), 1 ff.
- Cohen, Jonathan*, Negative Voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it, 45 Harvard Journal on Legislation (2008), 237 ff.
- Cole, Douglas R.*, E-Proxies for sale? Corporate vote-buying in the internet age, 76 Washington Law Review (2001), 793 ff.
- Cotter, James; Palmiter, Alan; Thomas, Randal*, ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals, 55 Villanova Law Review (2010), 1 ff.
- Daske, Stefan; Ehrhardt, Olaf*, Kursunterschiede und Renditen deutscher Stamm- und Vorzugsaktien, Financial Markets and Portfolio Management 2002, 179 ff.
- Dauner-Lieb, Barbara*, Aktuelle Vorschläge zur Präsenzsteigerung in der Hauptversammlung, WM 2007, 1 ff.
- Dauner-Lieb, Barbara; Heidel, Thomas; Ring, Gerhard*, BGB Schuldrecht Band 2/2: §§ 611 – 853, 3. Auflage, Baden-Baden 2016 (zit. Dauner-Lieb/Langen/Heidel/Bearbeiter, BGB-Schuldrecht)

- Decher, Christian E.*, Die Kontrolle der Verwaltung durch Sonderprüfer, besonderen Vertreter und Aktionärsklage, in: *Siekmann, Helmut; Cahn, Andreas; Florstedt, Tim; Langenbacher, Katja; Redenius-Hövermann, Julia; Tröger, Tobias; Segna, Ulrich* (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag Band I, Tübingen 2017, 279 ff.
- Decker, Ernst*, Zinssatz- und Währungsswaps unter rechtlichen Aspekten, dargestellt anhand des Muster-Rahmenvertrages für Swapgeschäfte, WM 1990, 1001 ff.
- Dent, Georg W.*, The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism, 35 Delaware Journal of Corporate Law (2010), 97 ff.
- Derleder, Peter; Knops, Kai-Oliver; Bamberger, Heinz G.* (Hrsg.), Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, Berlin 2009 (zit. *Derleder/Knops/Bamberger/Bearbeiter*, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht)
- Diekmann, Hans; Leuring, Dieter*, Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), NZG 2004, 249 ff.
- Dietrich, David*, Stimmrechtsmitteilungspflichten bei Gesellschaftervereinbarungen mit Erwerbsrechten bzw. -pflichten in Bezug auf mit Stimmrechten verbundenen Aktien eines börsennotierten Emittenten, WM 2016, 1577 ff.
- Donaldson, Thomas; Preston, Lee E.*, The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, 20 Academy of Management Review (1995), 65 ff.
- Dornseifer, Frank*, Die Neugestaltung der Investmentaktiengesellschaft durch das Investmentänderungsgesetz, AG 2008, 53 ff.
- Dowding, Keith; John, Peter; Mergoupis, Thanos; Van Vugt, Mark*, Exit, voice and loyalty: Analytic and empirical developments, 37 European Journal of Political Research (2000), 469 ff.
- Dörge, Andreas*, Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, Berlin 1992
- Dörge, Andreas*, Wertpapierleih- und Wertpapierpensionsgeschäfte, AG 1997, 396 ff.
- Dörrwächter, Jan*, Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit, AG 2017, 409 ff.
- Dreher, Meinrad*, Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung Gesellschaftsrechtliche und zivilrechtliche Grundlagen, ZHR 157 (1993), 150 ff.
- Dreher, Meinrad*, Die Schadensersatzhaftung bei Verletzung der aktienrechtlichen Treuepflicht durch Stimmrechtsausübung Zugleich eine Besprechung des Urteils des LG Düsseldorf ZIP 1993, 350 - "Girmes/Effecten-Spiegel", ZIP 1993, 332 ff.
- Dreier, Horst* (Hrsg.), Grundgesetz Kommentar, 3. Auflage, Tübingen 2015 (zit. *Dreier/Bearbeiter*, GG)
- Drinhausen, Florian; Astrid Keinath*, Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG) - Ein Beitrag zur Modernisierung der Hauptversammlung, BB 2008, 1238 ff.

- Duplois, Marcel*, Die Beeinflussung aktienrechtlicher Corporate Governance durch das Bankaufsichtsrecht, Baden-Baden 2017
- Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R.*, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review (1981), 1161 ff.
- Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R.*, Voting in Corporate Law, 26 Journal of Law and Economics (1983), 395 ff.
- Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R.*, The Corporate Contract, 89 Columbia Law Review (1989), 1416 ff.
- Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R.*, The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge 1991
- Eckhold, Thomas*, Struktur und Probleme des Aktienrechts der Investmentaktiengesellschaft unter Berücksichtigung des Entwurfs des Investmentänderungsgesetzes, ZGR 2007, 654 ff.
- Eidenmüller, Horst*, Kapitalgesellschaftsrechts im Spiegel der ökonomischen Theorie, JZ 2001, 1041 ff.
- Eidenmüller, Horst*, Regulierung von Finanzinvestoren, DStR 2007, 2116 ff.
- Einsele, Dorothee*, Der Anlegerschutz bei der Investmentaktiengesellschaft, AG 2011, 141 ff.
- Emde, Thomas; Dreibus, Alexandra; Dornseifer, Frank; Hölscher, Luise* (Hrsg.), Investmentgesetz, München 2013 (zit. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Bearbeiter)
- Emmerich, Volker; Habersack, Matthias* (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Auflage, München 2019 (zit. Emmerich/Habersack/Bearbeiter, Aktien-/GmbH-KonzernR)
- Engert, Andreas*, Hedgefonds als aktivistische Aktionäre Die Einflussnahme auf Publikumsgesellschaften als Anlagestrategie von Hedgefonds und ihre Eingrenzung durch Insiderrecht, Anteilstransparenz und übernahmerechtliches Pflichtangebot, ZIP 2006, 2105 ff.
- Engert, Andreas*, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht – Ökonomische und rechtliche Struktur des Publikums-Investmentfonds, Manuskript 2008 Unveröffentlichte Habilitationsschrift
- Erne, Roland*, Die Swapgeschäfte der Banken: eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts, Berlin 1992 (zit. Erne, Swapgeschäfte)
- Evans, Georg H.*, The Early History of Preferred Stock in the United States, 19 The American Economic Review (1929), 43 ff.
- Fama, Eugene F.*, Agency Problems and the Theory of the Firm, 88 The Journal of Political Economy (1980), 288 ff.
- Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C.*, Separation of Ownership and Control, 26 Journal of Law and Economics (1983), 301 ff.
- Fastrich, Lorenz*, Funktionales Rechtsdenken am Beispiel des Gesellschaftsrechts Erweiterte Fassung eines Vortrages gehalten vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 21. Juni 2000, Berlin 2001 (zit. Fastrich, Funktionales Rechtsdenken)

- Feddersen, Dieter; Hommelhoff, Peter; Schneider, Uwe H.* (Hrsg.), *Corporate Governance*, Köln 1996
- Feder, Norman M.*, *Deconstructing over the Counter Derivates*, *Columbia Law Review* (2002), 677 ff.
- Fisch, Jill E.*, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, *55 Ohio State Law Journal*, 1009 ff.
- Fischel, Daniel R.*, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, *54 University of Chicago Law Review* (1987), 119 ff.
- Fischer, Carsten*, *Aktienklassen einer Investmentaktiengesellschaft*, *NZG* 2007, 133 ff.
- Fleck, Hans-Joachim*, *Stimmrechtsabspaltung in der GmbH?*, in: *Lutter, Marcus; Stimpel, Walter; Wiedemann, Herbert* (Hrsg.), *Festschrift für Robert Fischer*, Berlin 1979, 107 ff.
- Fleischer, Holger*, *Vertragsschlussbezogene Aufklärungspflichten zwischen Personengeschaftern Zugleich ein Beitrag zur culpa in contrahendo im Gesellschaftsrecht*, *NZG* 2000, 561 ff.
- Fleischer, Holger*, *Aktienrechtliche Sonderprüfung und Corporate Governance*, *RiW* 2000, 809
- Fleischer, Holger*, *Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, *ZGR* 2001, 1 ff.
- Fleischer, Holger*, *Unternehmensspenden und Leitungsermessen des Vorstands im Aktienrecht*, *AG* 2001, 171 ff.
- Fleischer, Holger*, *Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht Prolegomena zu einer Theorie gesellschaftsrechtlicher Regelsetzung*, *ZHR* 168 (2004), 673 ff.
- Fleischer, Holger*, *Aktienrechtliche Legalitätspflicht und "nützliche" Pflichtverletzungen von Vorstandsmitgliedern*, *ZIP* 2005, 141 ff.
- Fleischer, Holger*, *Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht*, *ZGR* 2008, 185 ff.
- Fleischer, Holger*, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa*, *ZGR* 2011, 155 ff.
- Fleischer, Holger*, *Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht*, *AG* 2012, 2 ff.
- Fleischer, Holger*, *Vergleichende Corporate Governance in der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, *ZHR* 179 (2015), 404 ff.
- Fleischer, Holger; Schmolke, Ulrich*, *Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG und „Hidden Ownership“*, *ZIP* 2008, 1501 ff.
- Fleischer, Holger; Schmolke, Ulrich*, *Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft - Überlegungen zur Beteiligungstransparenz de lege lata und de lege ferenda*, *NZG* 2009, 401 ff.
- Fleischer, Holger; Strothotte, Christian*, *Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?*, *AG* 2011, 221 ff.

- Fleischer, Holger; Thiessen, Jan* (Hrsg.), *Gesellschaftsrechts-Geschichten*, Tübingen 2018 (zit. *Fleischer/Thiessen/Bearbeiter*, *Gesellschaftsrechts-Geschichten*)
- Flume, Werner*, *Die Personengesellschaft*, Berlin 1977
- Flume, Werner*, Die Rechtsprechung des II Zivilsenats des BGH zur Treupflicht des GmbH-Gesellschafters und des Aktionärs, *ZIP* 1996, 161 ff
- Fock, Till*, Das neue Recht der Investmentaktiengesellschaft, *BB* 2006, 2371 ff.
- Fock, Till*, Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital im Umsatzsteuerrecht, *UR* 2006, 558 ff.
- Fock, Till; Hartig, Helge*, Ist die Investmentaktiengesellschaft überhaupt eine Aktiengesellschaft?, in: *Wachter, Thomas* (Hrsg.), *Festschrift für Sebastian Spiegelberger zum 70. Geburtstag*, Bonn 2009, 653 ff.
- Forstmoser, Peter*, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, Zum Auftrag börsennotierter Unternehmen, in: *Kiesow* (Hrsg.), *Summa, Dieter Simon zum 70. Geburtstag*, Frankfurt a.M. 2005, 207 ff.
- Frankel, Tamara*, The New Financial Assets: Separating Ownership from Control, 33 *Seattle University Law Review* (2010), 931 ff.
- Franken, Kai*, *Das Recht des Terminhandels*, Berlin 1997
- Freeman, R. Edward; Reed, David L.*, Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, 3 *California Management Review* (1983), 88 ff.
- Freitag, Robert*, Die "Investmentkommanditgesellschaft" nach dem Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, *NZG* 2013, 329 ff.
- Freitag, Robert; Fürbass, Jan*, Wann ist ein Fonds eine Investmentgesellschaft? Zivilrechtliche Fragen des Betriebs des materiellen Fondsgeschäfts im unzulässigen Rechtskleid, *ZGR* 2016, 729 ff.
- Friedrich, Till; Fischer, Carsten*, Investmentaktiengesellschaft und Investmentkommanditgesellschaft unter dem Kapitalanlagegesetzbuch, *ZBB* 2013, 153 ff.
- Fromm, Andreas*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital: Haftungsfolgen im Falle einer Besteuerung der Anteilseigner nach § 6 InvStG, Frankfurt 2008 (zit. *Fromm*, *Die Investmentaktiengesellschaft*)
- Fuchs, Andreas*, *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, 2. Auflage, München 2016 (zit. *Fuchs/Bearbeiter*, *WpHG*)
- Furubotn, Eirik G.*, The new institutional economics and the theory of the firm, 45 *Journal of Economic Behavior & Organization* (2001), 133 ff.
- Furubotn, Eirik G.; Richter, Rudolf*, *Neue Institutionenökonomik*, 4. Auflage, Heidelberg 2010
- Fülbier, Andreas*, Zivilrechtliche Einordnung von Zins- und Währungsswaps, *ZIP* 1990, 544 ff.
- Gätsch, Andreas; Mimberg, Jörg*, Der Legitimationsnachweis nach § 123 Abs. 3 AktG in der Fassung des UMAG bei börsennotierten Gesellschaften, *AG* 2006, 746 ff.
- Gelhausen, Hans Friedrich; Althoff, Frank*, Die Bilanzierung ausschüttungs- und abführungsgesperrter Beträge im handelsrechtlichen Jahresabschluss nach dem BilMoG (Teil 1), *WPg* 2009, 584 ff.

- Gericke, Cornelia*, Das neue Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) 2009, BKR 2009, 438 ff.
- Gesell, Harald*, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, Köln 1994
- Gessner, Timm*, Das BGH-Judikat zum Squeeze-Out mittels Wertpapierdarlehen, VuR 2010, 43 ff.
- Gillan, Stuart; Starks, Laura T.*, The Evolution of Shareholder Activism in the United States (2007), abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=959670](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959670), zuletzt abgerufen am 27.1.2020
- Gillor, Viviane*, Der Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte der Europäischen Bankenvereinigung (EMA), Baden-Baden 2006
- Gilson, Ronald J.*, Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes, 73 Virginia Law Review (1987), 807 ff.
- Gilson, Ronald J.*, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, 119 Harvard Law Review (2006), 1641 ff.
- Gilson, Ronald J.; Gordon, Jeffrey N.*, Controlling Controlling Shareholders, 152 University of Pennsylvania Law Review (2003), 785 ff.
- Gilson, Ronald J.; Gordon, Jeffrey N.*, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Columbia Law Review (2013), 863 ff.
- Goette, Wulf*, Gesellschaftsrechtliche Grundfragen im Spiegel der Rechtsprechung, ZGR 2008, 436 ff.
- Goette, Wulf; Habersack, Mathias* (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz 5. Auflage, München 2019 Band 1
- Band 2
  - Band 3
- (zit. MüKoAktG/Bearbeiter)
- Gompers, Paul; Ishii, Joy; Metrick, Andrew*, Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, 23 Review of Financial Studies (2010), 1051 ff.
- Gordon, Jeffrey N.*, Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, 76 California Law Review (1988), 1 ff.
- Göres, Ulrich L.*, Kapitalmarktrechtliche Pflichten nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), Der Konzern 2007, 15 ff.
- Götze, Cornelius*, Der Entwurf eines Emittentenleitfadens 2013 – Änderungen der Verwaltungspraxis zur kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz, BKR 2013, 265 ff.
- Götze, Cornelius*, Aktienrechtsnovelle – und ein (vorläufiges) Ende!, NZG 2016, 48 ff.
- Götze, Cornelius; Arnold, Michael; Carl, Peter S.*, Der Regierungsentwurf der Aktienrechtsnovelle 2012 – Anmerkungen aus der Praxis, NZG 2012, 321 ff.
- Götze, Cornelius; Nartowska, Urszula*, Der Regierungsentwurf der Aktienrechtsnovelle 2014 – Anmerkungen aus der Praxis, NZG 2015, 298 ff.

- Göz, Philipp, Holzborn, Timo*, Die Aktienrechtsreform durch das Gesetz für Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts – UMAG, WM 2006, 157 ff.
- Graßl, Bernd; Nikoleyczik, Tobias*, Shareholder Activism und Investor Activism Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, 49 ff.
- Grigoleit, Hans Christoph*, Aktiengesetz: AktG, München 2013 (zit. Grigoleit/Bearbeiter, AktG)
- Grimm, Detlef*, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, Frankfurt 1996
- Gross, Wolfgang*, Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG Ein Beitrag zum gekreuzten und faktischen Bezugsrechtsausschluß, AG 1993, 449 ff.
- Grossman, Sanford J.; Hart, Oliver D.*, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, 11 Bell Journal of Economics (1980), 42 ff.
- Grossman, Sanford J.; Hart, Oliver D.*, One Share – One Vote and the Market for Control, 20 Journal of Financial Economics (1988), 175 ff.
- Grossman, Sanford J.; Stiglitz, Joseph E.*, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, , 70 American Economic Review (1980), 393 ff.
- Grub, Volker; Streit, Georg*, Börsenzulassung und Insolvenz, BB 2004, 1397 ff.
- Grundmann, Stefan; Möslin, Florian*, Die Goldene Aktie Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung, ZGR 2003, 317 ff.
- Grundmann, Stefan; Mülbert, Peter O*, ECLR Corporate Governance – Europäische Perspektiven, Symposium zum 60. Geburtstag von Klaus J. Hopt am 1./2. September 2000 in Mainz, ZGR 2001, 215 ff.
- Grundmann, Stefan; Winkler, Nina*, Das Aktionärsstimmrecht in Europa und der Kommissionsvorschlag zur Stimmrechtsausübung in börsennotierten Gesellschaften, ZIP 2006, 1421 ff.
- Grunewald, Barbara; Schlitt, Michael*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, München 2014 (zit. Grunewald/Schlitt, Kapitalmarktrecht)
- Grunsky, Wolfgang*, Stimmrechtsbeschränkungen in der Hauptversammlung, ZIP 1991, 778 ff.
- Gurlit, Elke*, Finanzmarktstabilisierung und Eigentumsgarantie, NZG 2009, 601 ff.
- Haarmann, Wilhelm; Schüppen, Matthias*, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 4. Auflage, Frankfurt 2018 (zit. FraKommWpÜG/Bearbeiter)
- Habersack, Mathias*, Die Mitgliedschaft: subjektives und "sonstiges" Recht, Tübingen 1996 (zit. Habersack, Die Mitgliedschaft)
- Habersack, Mathias*, Zweck und Gegenstand der Sonderprüfung nach § 142 AktG, in: *Wank Rolf; Hirte, Heribert; Frey, Kaspar; Fleischer, Holger; Thüsing, Gregor* (Hrsg.), Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München 2002, 889 ff.
- Habersack, Mathias*, Beteiligungstransparenz adieu? – Lehren aus dem Fall Continental/Schaeffler, AG 2008, 817 ff.
- Habersack, Mathias*, Wandlungen des Aktienrechts, AG 2009, 1 ff.

- Habersack, Mathias*, Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages • München 2012, Band I: Gutachten / Teil E: Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung, München 2012 (zit. *Habersack*, 69. DJT, Gutachten E, 2012)
- Habersack, Mathias*, Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung – Grundsatz- und Anwendungsfragen im Lichte der Aktionärsrechterichtlinie, NZG 2018, 127 ff.
- Hachmeister, Dirk; Ruthardt, Frederik*, Vom Unternehmenswert zum Anteilswert: Vorzugs- und Stammaktien im Ertragswertkalkül, BB 2014, 427 ff.
- Haertlein, Lutz*, Vorstandshaftung wegen (Nicht-)Ausführung eines Gewinnverwendungsbeschlusses mit Dividendenausschüttung, ZHR 168 (2004), 437 ff.
- Haisch, Martin L.; Helios, Marcus*, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, München 2011 (zit. Haisch/Helios/Bearbeiter, Rechtshandbuch Finanzinstrumente)
- Halberkamp, Thomas; Gierke, Olaf*, Das Recht der Aktionäre auf Einberufung einer Hauptversammlung, NZG 2004, 494 ff.
- Handelsrechtsausschuss des DAV*, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), NZG 2004, 555 ff.
- Hansmann, Henry*, Ownership of the Firm, 4 The Journal of Law, Economics, and Organization (1988), 267 ff.
- Harbarth, Stephan; Plettenberg, Hanno Freiherr v.*, Aktienrechtsnovelle 2016: Punktuelle Fortentwicklung des Aktienrechts, AG 2016, 145 ff.
- Harris, Milton; Raviv Artur*, Corporate Governance Voting Rights and Majority Rules, 20 Journal of Financial Economics (1988), 203 ff.
- Harris, Milton; Raviv Artur*, The Design of Securities, 24 Journal of Financial Economics (1989), 255 ff.
- Hart, Oliver*, An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, 89 Columbia Law Review, 1757 ff.
- Hartmann-Wendels, Thomas; Hinten, Peter v.*, Marktwert von Vorzugsaktien : zur Begründung der Kursdifferenzen von Stammaktien und stimmrechtslosen Vorzugsaktien, 41 Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (1989), 263 ff.
- Hasselbach, Kai; Ebbinghaus, Felix*, Die KGaA als Unternehmensform für den deutschen Mittelstand, DB 2015, 1269 ff.
- Hayden, Grant M.; Bodie, Matthew T.*, The False Promise of One Share, One Vote, 30 Cardozo Law Review (2008), 445 ff.
- Hayden, Grant M.; Bodie, Matthew T.*, Shareholder Democracy and the Curious Turn Towards Board Primacy, 51 William & Mary Law Review (2010), 2071 ff.
- Häuselmann, Holger*, Wertpapier-Darlehen in der Steuerbilanz, DB 2000, 495 ff.
- Häuselmann, Holger*, Das Ende des „Steuerschlupfloches“ Wertpapierleihe Die Erfassung von Aktienleihgeschäften nach § 8b Abs. 10 KStG in der Fassung des Unternehmensteuerreformgesetzes 2008, DStR 2007, 1379 ff.

- Häuser, Franz*, Außerbörsliche Optionsgeschäfte (OTC-Optionen) aus der Sicht des novellierten Börsengesetzes, ZBB 1992, 249 ff.
- Heidinger, Andreas; Blath, Simon*, Die Legitimation zur Teilnahme an der Hauptverhandlung nach Inkrafttreten des UMAG, DB 2006, 2275 ff.
- Heinrich, Tobias*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen, Frankfurt 2006 (zit. *Heinrichs*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen)
- Heinsius, Theodor*, Bezugsrechtsausschluß bei der Schaffung von Genehmigtem Kapital, in: *Goerdeler, Reinhard; Hommelhoff, Peter; Lutter, Marcus; Odersky, Walter; Wiedemann, Herbert* (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag am 29. November 1990, Berlin 1991, 115 ff.
- Hellermann, Klaus*, Aktienrechtliche Satzungsstrenge und Delegation von Gestaltungsspielräumen an den Vorstand, NZG 2008, 561 ff.
- Hennerkes, Brun-Hagen; May, Peter*, Überlegungen zur Rechtsformwahl im Familienunternehmen (II), DB 1988, 537 ff.
- Hennrichs, Joachim*, Treupflichten im Aktienrecht - zugleich Überlegungen zur Konkretisierung der Generalklausel des § 242 BGB sowie zur Eigenhaftung des Stimmrechtsvertreters - AcP 195 (1995), 221 ff.
- Henssler, Martin*, Risiko als Vertragsgegenstand, Tübingen 1994
- Henssler, Martin; Strohn Lutz* (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, München 2019 (zit. *Henssler/Strohn GesR/Bearbeiter*)
- Henze, Hartwig*, Die Treupflicht im Aktienrecht, Gedanken zur Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes von 'Kali und Salz' über 'Linotype' und 'Kochs Adler' bis zu 'Girmes', BB 1996, 489 ff.
- Henze, Hartwig*, Treupflichten der Gesellschafter im Kapitalgesellschaftsrecht, ZHR 162 (1998), 186 ff.
- Henze, Hartwig*, Sachsenmilch: Ordnungsgemäße Besetzung eines nach zwingender gesetzlicher Vorgabe zweigliedrigen Vorstands bei Wegfall eines Mitglieds, BB 2002, 847 ff.
- Henze, Hartwig*, Zur Kontinuität der Rechtsprechung im Gesellschaftsrecht, ZHR 172 (2008), 127 ff.
- Hering, Thomas; Olbrich, Michael*, Der Wert der Mehrstimmrechte und der Fall „Siemens“, ZIP 2003, 104 ff.
- Herkenroth, Klaus E.*, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht, Berlin 1994 (zit. *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse)
- Herrmann, Harald*, Quasi-Eigenkapital im Kapitalmarkt- und Unternehmensrecht, Berlin 1996
- Herrmanns, Marc*, Die Investmentaktiengesellschaft nach dem Investmentmodernisierungsgesetz eine neue Gesellschaftsform, ZIP 2004, 1297 ff.
- Heusel, Matthias*, Der neue § 25a WpHG im System der Beteiligungstransparenz, WM 2012, 291 ff.

- Heuser, Moritz*, Aktivistische Aktionäre im Kontext des Aktien- und Kapitalmarktrechts, Der Konzern 2012, 308 ff.
- Hey, Felix*, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen und ihre Schranken, München 2014 (zit. *Hey*, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen)
- Hillebrandt, Franca; Schremper, Ralf*, Analyse des Gleichbehandlungsgrundsatzes beim Rückkauf von Vorzugsaktien, BB 2001, 533 ff.
- Hirschmann, Albert O.*, Exit, Voice, and Loyalty, Harvard 1970
- Hirshleifer, Jack*, Echange Theory: The Missing Chapter, 11 Economic Inquiry (1973), 129 ff.
- Hirshleifer, Jack; Riley, John G.*, The Analytics of Uncertainty and Information An Expository Survey, 17 Journal of Economic Literature (1979), 1375 ff.
- Hirte, Heribert*, Die Nichtbestellung von Sonderprüfern im Feldmühle-Verfahren, ZIP 1988, 953 ff.
- Hirte, Heribert*, Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, ZGR 2002, 623 ff.
- Hirte, Heribert*, Ad-hoc-Publizität und Krise der Gesellschaft Aktuelle Fragen im Grenzbereich zwischen Kapitalmarkt- und Insolvenzrecht, ZInsO 2006, 1289 ff.
- Hirte, Heribert; Bülow, Christoph v.* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, Köln 2010 (zit. Kölner KommWpÜG/Bearbeiter)
- Hirte, Heribert; Möllers, Thomas M. J.* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln 2014 (zit. KölKoWpHG/Bearbeiter)
- Hitzer, Martin; Düchting, Holger*, Flankierung des Übernahmerechts durch weitere Reformen der Beteiligungstransparenz im WpHG?, ZIP 2011, 1084 ff.
- Hoffmann-Becking, Michael* (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4: Aktiengesellschaft, 4. Auflage, München 2015 (zit. Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 4/Bearbeiter)
- Holzborn, Timo; Bunnemann, Jan*, Änderungen im AktG durch den Regierungsentwurf für das UMAG, BKR 2005, 51 ff.
- Holzborn, Timo; Israel, Alexander*, Die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts durch das Finanzmarktrichtlinienumsetzungsgesetz (FRUG), NJW 2008, 791 ff.
- Hommelhoff, Peter; Hopt, Klaus J.; v. Werder, Axel*, Handbuch Corporate Governance, 2. Auflage, München 2010 (zit. Hommelhoff/Hopt/v. Werder/Bearbeiter)
- Hopt, Klaus J.*, Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534 ff.
- Hopt, Klaus J.*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, ZHR 159 (1995), 135 ff.
- Hopt, Klaus J.*, Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? – Überlegungen zum Einfluß der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law und civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, 779 ff.
- Hopt, Klaus J.*, Vergleichende Corporate Governance - Forschung und internationale Regulierung, ZHR 175 (2011), 444 ff.

- Hopt, Klaus J.; Wiedemann, Heribert* (Hrsg.), *Aktiengesetz Großkommentar*, 4. Auflage, Berlin 2008 (zit. *Hopt/Wiedemann/Bearbeiter*)
- Hopt, Klaus J.; Wohlmannstetter Gottfried* (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance von Banken*, München 2011 (zit. *Hopt/Wohlmannstetter/Bearbeiter*)
- Hopt, Klaus J.; Wymeersch, Eddy*, *Capital Markets and Company Law*, Oxford 2003 (zit. *Hopt/Wymeersch/Bearbeiter, Capital Markets*)
- Hölters, Wolfgang*, Zur Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen durch eine Aktionärsminorität, in: *Wank Rolf; Hirte, Heribert; Frey, Kaspar; Fleischer, Holger; Thüsing, Gregor* (Hrsg.), *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München 2002, 975 ff.
- Hu, Henry T. C.; Black, Bernard S.*, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, 79 *Southern California Law Review* (2006), 811 ff.
- Hu, Henry T. C.; Black, Bernard S.*, Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, 13 *Journal of Corporate Finance* (2007), 343 ff.
- Hu, Henry T. C.; Black, Bernard S.*, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, 156 *University of Pennsylvania Law Review* (2008), 625 ff.
- Hu, Henry T. C.; Black, Bernard S.*, Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications, 14 *European Financial Management* (2008), 663 ff.
- Hudson, Alastair*, *The Law on Financial Derivatives*, London 2017 (zit. *Hudson, Law on Derivatives*)
- Hueck, Alfred*, *Der Treuegedanke im modernen Privatrecht*, München 1947
- Hull, John C.*, *Optionen Futures und andere Derivate*, 7. Auflage, München 2009 (zit. *Hull, Optionen*)
- Hüffer, Uwe*, Verwaltungskontrolle und Rechtsverfolgung durch Sonderprüfer und besondere Vertreter, *ZHR* 174 (2010), 642 ff.
- Hüffer, Uwe; Koch, Jens*, *Aktiengesetz*, 13. Auflage, München 2018 (zit. *Hüffer/Bearbeiter, AktG*)
- Hügel, Stefan; Klepsch, Michael*, Entlastung und Stimmverbot bei Personenidentität im Konzern, *NZG* 2005, 905 ff.
- Hüther, Mario*, Namensaktien, Internet und die Zukunft der Stimmrechtsvertretung, *AG* 2001, 68 ff.
- Ihring, Hans-Christoph; Wandt, Andre P. H.*, Die Aktienrechtsnovelle 2016, *BB* 2016, 6 ff.
- International Swaps and Derivatives Association*, *Derivatives Usage Survey*, Research Notes 2/2009, April 2009, abrufbar unter <https://www.isda.org/a/LeiDE/press042309der.pdf>, zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Investor Stewardship Code Group*, *Corporate Governance and Stewardship Principles*, abrufbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/07/corporate-governance-and-stewardship-principles/>, zuletzt abgerufen am 27.01.2020

- Jaeger, Carsten*, Die Europäische Aktiengesellschaft - europäischen oder nationalen Rechts, Baden Baden 1994 (zit. *Jaeger*, Europäische Aktiengesellschaft)
- Jarrell, Gregg A.; Poulsen, Annette B.*, Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence, 20 *Journal of Financial Economics* (1988), 129 ff.
- Jensen, Michael C.*, Foundations of Organizational Strategy, Cambridge 1998
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H.*, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, 3 *Journal of Financial Economics* (1976), 305 ff.
- Jones, Thomas M.*, Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics, 20 *The Academy of Management Review* (1995), 404 ff.
- Jordans, Roman*, Die Umsetzung der MiFID in Deutschland und die Abschaffung des § 37d WpHG, WM 2007, 1827 ff.
- Jung, Axel; Wachtler, Frank*, Die Kursdifferenz zwischen Stamm- und Vorzugsaktien Empirische Daten, Erklärungsansätze und Konsequenzen für die Bewertung im Steuer- und Gesellschaftsrecht, AG 2001, 513 ff.
- Just, Clemens; Voß, Thorsten; Ritz, Corinna; Becker, Ralf* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), München 2015 (zit. *Just/Voß/Ritz/Becker/Bearbeiter*)
- Kahan, Marcel; Rock, Edward B.*, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155 *University of Pennsylvania Law Review* (2007), 1021 ff.
- Kahan, Marcel; Rock, Edward B.*, The Hanging Chads of Corporate Voting, 96 *The Georgetown Law Journal* (2008), 1227 ff.
- Kaldor, Nicholas*, Speculation and Economic Stability, 7 *Review of Economic Studies* (1939), 1 ff.
- Kalss, Susanne*, Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?, EuZW 2014, 441 ff.
- Karmel, Roberta S.*, Voting Power without Responsibility or Risk: How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights, 55 *Villanova Law Review* (2010), 93 ff.
- Katz, Jonathan J.*, Babarians at the Ballot Box: The Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and its Effect on Shareholder Apathy, 28 *Cordoba Law Review* (2007), 1487 ff.
- Kaune, Clemens R.; Oulds, Mark K.*, Das neue Investmentgesetz, ZBB 2004, 114 ff.
- Keßler, Oliver*, Das Strukturrisiko von Finanzderivaten, Baden-Baden 2012 (zit. *Keßler*, Strukturrisiko)
- Kiefner, Alexander; Zetsche, Dirk*, Die Aktionärslegitimation durch Record Date Nachweis und die Übergangsvorschrift des § 16 EGAktG, ZIP 2006, 551 ff.
- Kind, Sebastian W.*, Börsen- und Finanztermingeschäfte, Frankfurt 2004
- Kindler, Peter*, Finanzkrise und Finanzmarktregulierung – Ein Zwischenruf zum 68. Deutschen Juristentag, NJW 2010, 2465 ff.
- Klausing, Friedrich*, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktien-Gesetz), Berlin 1937 (zit. *Klausing*, Aktiengesetz)

- Klein, April; Zur, Emanuel*, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, 64 *Journal of Finance* (2009), 187 ff.
- Kleinmanns, Hermann*, Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?, *IRZ* 2016, 341 ff.
- Kleinschmitt, Martin*, Das Informationsmodell bei Börsentermingeschäften, Berlin 1992
- Klöhn, Lars*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, Berlin 2006 (zit. *Klöhn*, Spekulation)
- Klöhn, Lars*, Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Gläubigern der Aktiengesellschaft im Spiegel der Vorstandspflichten, *ZGR* 2008, 110 ff.
- Klöhn, Lars* (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung: MAR, München 2018 (zit. *Klöhn/Bearbeiter*, MAR)
- Klöhn, Lars; Schwarz, Philip*, Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, *ZIP* 2012, 149 f.
- Kluth, Winfried*, Abschaffung von Mehrstimmrechtsaktien verfassungswidrig?, *ZIP* 1997, 1217 ff.
- Kobayashi, Bruce H.; Ribstein, Larry E.*, Outsider Trading an Incentive Device, 40 *University of California Davis Law Review* (2006), 21 ff.
- Koch, Jens*, Höherrangiges Satzungsrecht vs. schuldrechtliche Satzungsüberlagerung am Beispiel eines vertraglichen Gewinnauszahlungsschlüssels, *AG* 2015, 213 ff.
- Kocher, Dirk*, Der Einfluss festgelegter Stimmen auf Hauptversammlungen Einschränkungen des Prinzips der ergebnisoffenen Präsenzversammlung?, *BB* 2014, 2317 ff.
- Kocher, Dirk; Heydel, Julia*, Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, *AG* 2011, 543 ff.
- Kocher, Dirk; Widder, Stefan*, Ad-hoc-Publizität in Unternehmenskrise und Insolvenz, *NZI* 2010, 925 ff.
- Koller, Ingo*, Die Klagbarkeit von Prämienforderungen aus Aktienoptionen, *WM* 1985, 593 ff.
- Kollmann, Katharina*, Aktuelle Corporate-Governance-Diskussion in Deutschland - Deutscher Corporate-Governance-Kodex der Regierungskommission sowie Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG), *WM-Beilage* 2003 Heft 1 Sonderbeilage 1
- Koppensteiner, Hans-Georg*, Treuwidrige Stimmabgaben bei Kapitalgesellschaften, *ZIP* 1994, 1325 ff.
- Kort, Michael*, Zur Treuepflicht des Aktionärs, *ZIP* 1990, 294 ff.
- Kort, Michael*, Anwendbarkeit von § 405 AktG auf Wertpapierdarlehen?, *DB* 2006, 1546 ff.
- Kort, Michael*, Das rechtliche und wirtschaftliche Aktieneigentum beim Wertpapierdarlehen, *WM* 2006, 2149 ff.
- Kou, Steven G.*, A Jump-Diffusion Model for Option Pricing, 48 *Management Science* (2002), 1086 ff.
- Köhling, Lambert; Adler, Dominik*, Der neue europäische Regulierungsrahmen für OTC-Derivate, *WM* 2012, 2125 ff.

- Köndgen, Johannes*, Darlehen, Kredit und finanzierte Geschäfte nach neuem Schuldrecht – Fortschritt oder Rückschritt?, WM 2001, 1637 ff.
- König, Jochen*, Der Dividendenverzicht des Mehrheitsaktionärs – Dogmatische Einordnung und praktische Durchführung, AG 2001, 399 ff.
- König, Markus*, Anlegerschutz im Investmentrecht, Berlin 1998
- Krause, Hartmut*, Die erweiterte Beteiligungstransparenz bei börsennotierten Aktiengesellschaften Neue Mitteilungspflichten für Eigenkapitalderivate und andere Instrumente aufgrund des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes, AG 2011, 469 ff.
- Krämer, Lutz*, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis, Berlin 1999 (zit. *Krämer*, Finanzswaps)
- Krämer, Lutz; Kiesewetter, Matthias*, Rechtliche und praktische Aspekte einer Due Diligence aus öffentlich zugänglichen Informationsquellen einer börsennotierten Gesellschaft, BB 2012, 1679 ff.
- Krieger, Gerd*, Vorzugsaktie und Umstrukturierung, in: *Schneider, Uwe H.; Hommelhoff, Peter* (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, Köln 2000, 497 ff.
- Krieger, Gerd; Schneider Uwe H.* (Hrsg.), Handbuch Managerhaftung: Vorstand Geschäftsführer Aufsichtsrat. Pflichten und Haftungsfolgen. Typische Risikobereiche, 3. Auflage, Köln 2017 (zit. *Krieger/U. H. Schneider/Bearbeiter*, Hdb. Managerhaftung)
- Kubis, Dietmar*, Die Entlastung nach rechtswidrigem Organhandeln in der Aktiengesellschaft, NZG 2005, 791 ff.
- Kuhner, Christoph*, Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, ZGR 2004, 244 ff.
- Kumpan, Christoph*, Börsenmacht Hedge-Fonds - Die Regelungen in den USA und mögliche Implikationen für Deutschland, ZHR 170 (2006), 39 ff.
- Kumpan, Christoph; Mittermeier, Martin*, Risikoentleerte Stimmrechte – Auswirkungen von Wertpapierdarlehen im Gesellschaftsrecht, ZIP 2009, 404 ff.
- Kümpel, Siegfried*, Zum Termin- und Differenzeinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäfte, WM 1986, 661 ff.
- Kümpel, Siegfried*, Börsengesetznovelle 1989, WM 1989, 1313 ff.
- Kümpel, Siegfried; Peters, Martin*, Aktuelle Rechtsfragen der Wertpapierleihe, AG 1994, 525 ff.
- Kümpel, Siegfried; Wittig, Arne* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln 2011 (zit. *Kümpel/Wittig/Bearbeiter*, Bank- und Kapitalmarktrecht)
- Lang, Norbert*, Das Investmentgesetz – Kein großer Wurf, aber ein Schritt in die richtige Richtung, WM 2004, 53 ff.
- Langenbucher, Katja*, Stimmrechtsberater, in: *Krieger, Gerd; Lutter, Marcus; Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, 733 ff.
- Langenbucher, Katja*, Hedge Fund Activism in Germany and the US – on Convergence, Differences and Normative Reasoning, in: *Siekmann, Helmut; Cahn, Andreas; Florstedt*,

- Tim; Langenbucher, Katja; Redenius-Hövermann, Julia; Tröger, Tobias; Segna, Ulrich* (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag Band I, Tübingen 2017, 743 ff.
- Langenbucher, Katja*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, München 2018
- Langenbucher, Katja; Bliesener, Dirk H.; Spindler, Gerald*, Bankrechts-Kommentar, 2. Auflage, München 2016 (zit. Langenbucher/Bliesener/Spindler/Bearbeiter, Bankrechts-Kommentar)
- Lazonick, William; O'Sullivan, Mary*, Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, 29 *Journal Economy and Society* (2000), 13 ff.
- Lee, Michael*, Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem, 3 *Columbia BusinessLaw Review* (2007), 883 ff.
- Lehmann, Matthias*, Finanzinstrumente, Tübingen 2009
- Leistikow, Michael; Ellerkmann, Dirk*, BB-Gesetzgebungsreport: Neuerung nach dem Investmentgesetz, BB 2003, 2693 ff.
- Leuschner, Lars*, Gibt es das Anteilseigentum wirklich?, NJW 2007, 3248 ff.
- Levmore, Saul*, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, 92 *Yale Law Journal* (1982), 49 ff.
- Leyens, Patrick C.*, Corporate Governance: Grundsatzfragen und Forschungsperspektive, JZ 2007, 1061 ff.
- Liebscher, Thomas; Ott, Nicolas*, Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick, NZG 2010, 841 ff.
- Lodges, Rainer; Distler, Wolfgang*, Gestaltungsmöglichkeiten durch Aktiengattungen, ZIP 2002, 467 ff.
- Lowenstein, Louis*, Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson, 89 *Columbia Law Review* (1989), 979 ff.
- Löwe, Henning; Thoß, Stefan*, Der Ausgleich für den Entzug von Mehrstimmrechten, ZIP 2002, 2075 ff.
- Ludewig, Wilhelm*, Hauptprobleme der Reform des Aktienrechts, Marburg 1929
- Lutter, Marcus*, Zur Treupflicht des Großaktionärs, JZ 1976, 225 ff.
- Lutter, Marcus*, Theorie der Mitgliedschaft Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts, AcP 180 (1980), 84 ff.
- Lutter, Marcus*, Zur Umgehung von Vinkulierungsklauseln in Satzungen von Aktiengesellschaften und Gesellschaften mbH, AG 1989, 109 ff.
- Lutter, Marcus*, Die Treupflicht des Aktionärs Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH, ZHR 153 (1989), 446 ff.
- Lutter, Marcus*, Die entscheidungsschwache Hauptversammlung, in: *Westermann, Harm P.; Rosener, Wolfgang* (Hrsg.), Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag am 3. Januar 1991, 301 ff.
- Lutter, Marcus*, Das Girmes Urteil, JZ 1995, 1053 ff.
- Lutter, Marcus*, Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme, ZHR 162 (1998), 164 ff.

- Lutter, Marcus*, Das Vor-Erwerbsrecht/Bezugsrecht der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse, AG 2000, 342 ff.
- Lutter, Marcus*, Zur Anfechtung eines Entlastungsbeschlusses, JZ 2003, 684 ff.
- Mangolt, Hermann; Klein, Friedrich; Starck, Christian* (Hrsg.), Kommentar zum Grundgesetz, 7. Auflage, München 2018
- Manne, Henry G.*, Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honor of Adolf A. Berle, 64 Columbia Law Review (1964), 1427 ff.
- Manne, Henry G.*, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy (1965), 110 ff.
- Marsch-Barner, Reinhard*, Treupflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung Prinzipienbildung und Differenzierung in der Praxis, ZHR 157 (1993), 172 ff.
- Marsch-Barner, Reinhard*, Treupflicht und Sanierung, ZIP 1996, 853 ff.
- Martin, Shaun P.; Partnoy, Frank*, Encumbered Shares, 2005 University of Illinois Law Review (2005), 775 ff.
- Masulis, Ronald; Wang, Cong; Xie, Fei*, Agency Problems at Dual-Class Companies, 64 Journal of Finance (2009), 1697 ff.
- Maunz, Theodor; Dürig, Günther* (Hrsg.), Grundgesetz, 88. Auflage 2019 (zit. Maunz/Dürig/Bearbeiter, GG)
- Melzer, Philipp*, Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2000, 366 ff.
- Menard, Claude; Shirley, Mary M.*, Handbook of New Institutional Economics, Berlin 2015 (zit. Ménard/Shirley/Bearbeiter, Handbook of New Institutional Economics)
- Menninger, Jutta*, Börsen- und zivilrechtlicher Charakter von Financial Futures, WM 1994, 970 ff.
- Merkner, Andreas; Sustman, Marco*, Vorbei mit dem unbemerkten Anschleichen an börsennotierte Unternehmen?, NZG 2010, 681 ff.
- Merkner, Andreas; Sustman, Marco*, Wertpapierleihe und Empty Voting – Weitergehender Transparenzbedarf im WpHG?, NZG 2010, 1170 ff.
- Merkt, Hanno*, Unternehmenspublizität - Die Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen 2000 (zit. Merkt, Unternehmenspublizität)
- Merkt, Hanno*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, Frankfurt 2013
- Mertens, Hans-Joachim*, Satzungs- und Organisationsautonomie im Aktien- und Konzernrecht, ZGR 1994, 426 ff.
- Messer, Herbert*, Der Widerruf der Stimmabgabe, in: *Goerdeler, Reinhard; Hommelhoff, Peter; Lutter, Marcus; Wiedemann, Herbert* (Hrsg.), Festschrift für Hans-Joachim Fleck zum 70. Geburtstag am 30. Januar 1988, Berlin 1988, 229 ff.
- Meyer, Andreas; Kiesewetter, Matthias*, Rechtliche Rahmenbedingungen des Beteiligungsaufbaus im Vorfeld von Unternehmensübernahmen, WM 2009, 340 ff.
- Meyer-Sparenberg, Wolfgang; Jäckle, Christoph*, Beck'sches M&A-Handbuch, München 2017 (zit. Meyer-Sparenberg/Jäckle/Bearbeiter, Beck'sche M&A-Handbuch)

- Mick, Marcus*, Aktien- und bilanzsteuerrechtliche Implikationen beim Einsatz von Eigenkapitalderivaten beim Aktienrückkauf, DB 1999, 1201 ff.
- Mikkelson, Wayne H.; Ruback, Richard S.*, An empirical analysis of the interfirm equity investment process, 14 *Journal of Financial Economics* (1985), 523 ff.
- Mimberger, Jörg*, Die Frist zur Einberufung der Hauptversammlung nach dem UMAG, AG 2005, 716 ff.
- Mittermeier, Martin*, Grundlagen und Regulierungsperspektiven von Leerverkäufen, ZBB 2010, 139 ff.
- Mittermeier, Martin*, Empty Voting, Berlin 2014
- Modigliani, Franco; Perotti, Enrico*, Protection of minority interest and the development of security markets, 18 *Managerial and Decision Economics* (1997), 519 ff.
- Monga, Anish*, Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control, 12 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* (2006), 186 ff.
- Monks, Robert A. G.; Minow, Nell*, Corporate Governance, 5. Auflage, West Sussex 2011 (zit. *Monks/Minow, Corporate Governance*)
- Moritz, Joachim; Klebeck, Ulf; Jesch, Thomas A.* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Frankfurt 2016 (zit. *MKJ/Bearbeiter, KAGB*)
- Möllers, Thomas M.*, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, ZGR 1997, 334 ff.
- Müchler, Henny*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, Frankfurt 2014
- Mühlhäuser, Felix; Stoll, Heiko*, Besteuerung von Wertpapierdarlehens- und Wertpapierpensionsgeschäften, DStR 2002, 1597 ff.
- Mülbert, Peter O.*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Auflage, München 1996
- Mülbert, Peter O.*, Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in: *Crezelius, Georg; Hirte, Heribert; Vieweg, Klaus* (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhrich, Köln 2005, 421 ff.
- Mülbert, Peter O.*, Finanzmarktregulierung - Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, JZ 2010, 834 ff.
- Mülbert, Peter O.*, Grundsatz- und Praxisprobleme der Einwirkungen des Art. 14 GG auf das Aktienrecht in: *Grundmann, Stefan; Haar, Brigitte; Merkt, Hanno* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Berlin 2010, 1039 ff.
- Mülbert, Peter O.; Birke, Max*, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot, WM 2001, 705 ff.
- Mülbert, Peter O.; Leuschner, Lars*, Die verfassungsrechtlichen Vorgaben der Art 14 GG und Art 2 Abs 1 GG für die Gesellschafterstellung - wo bleibt die Privatautonomie?, ZHR 170 (2006), 615 ff.
- Nägele, Stefan; Nestel, Fred*, Entlastung des GmbH-Geschäftsführers und des AG - Vorstands – Chancen und Risiken in der Praxis, BB 2000, 1253 ff.

- Nehls, Albrecht*, Die gesellschaftliche Treuepflicht im Aktienrecht, Hamburg 1993 (zit. *Nehls*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht)
- Neye, Hans-Werner*, Harmonisierung der Mitteilungspflichten zum Beteiligungsbesitz von börsennotierten Aktiengesellschaften, ZIP 1996, 1853 ff.
- Niemann, Christoph*, Finanzinnovationen im Binnenmarkt, WM 1993, 777 ff.
- Nietsch, Michael*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz bei Treuhandverhältnissen, WM 2002, 2217 ff.
- Nitschke, Manfred*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz bei Treuhandverhältnissen, WM 2012, 2217 ff.
- Nitschke, Manfred; Bartsch, Hans-Jürgen*, Über Bedeutung und Umfang des Auskunftsrechts, insbesondere im Zusammenhang mit Entlastungsbeschlüssen, AG 1969, 95 ff.
- Noack, Ulrich*, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, Köln 1989 (zit. *Noack*, Fehlerhafte Beschlüsse)
- Noack, Ulrich; Zetzsche Dirk*, Die Hauptversammlungslegitimation durch „Hinterlegung“ bei girosammelverwahrten Inhaberaktien, WM 2004, 1 ff.
- Noack, Ulrich; Zetzsche Dirk*, Verdeckter Positionsaufbau in börsennotierten Aktiengesellschaften – Anlegerschutz, Publizität, Enforcement, in: *Windbichler, Christine; Grundmann, Stefan; Schwintowski, Hans-Peter; Raiser, Thomas; Kirchner, Christian; Weber, Martin* (Hrsg.), Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag, München 2009, 569 ff.
- Nörr, Knut W.*, Zur Entwicklung des Aktien- und Konzernrechts während der Weimarer Republik, ZHR 150 (1986), 155 ff.
- Oechsler, Jürgen*, Die Wertpapierleihe im Anwendungsbereich des § 71 AktG, AG 2010, 526 ff.
- Osterloh-Konrad, Christine*, Gefährdet "Empty Voting" die Willensbildung in der Aktiengesellschaft? Überlegungen zur Proportionalität zwischen Stimmrechtseinfluss und wirtschaftlicher Betroffenheit der Aktionäre, ZGR 2012, 35 ff.
- Ostler, Nicolas*, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse, Frankfurt am Main 2010 (zit. *Ostler*, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse)
- Paefgen, Walter G.*, Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG, Köln 2002 (zit. *Paefgen*, Unternehmerische Entscheidungen)
- Paredes, Troy A.*, Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, 81 Washington University Law Quarterly (2003), 417 ff.
- Paschos, Nikolaos; Fleischer, Holger* (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München 2017 (zit. *Paschos/Fleischer/Bearbeiter*, Handbuch Übernahmerecht)
- Paschos, Nikolaos; Goslar, Sebastian*, Die Aktienrechtsnovelle 2016 – Ein Überblick, NJW 2016, 359 ff.
- Patz, Anika*, Das Zusammenwirken zwischen Verwahrstelle, Bewerter, Abschlussprüfer und BaFin bei der Aufsicht über Investmentvermögen nach dem KAGB - Zuständigkeiten bei der Überprüfung der Einhaltung der Bewertungsmaßstäbe und -verfahren für Vermögensgegenstände von AIF und OGAW, BKR 2015, 193 ff.

- Pausch, Ulrich*, Börsentermingeschäfte, Baden Baden 1995
- Peitsmeyer, Philip; Theusinger, Ingo*, Zum Schadensersatzanspruch gemäß § 826 BGB gegen den aktienrechtlichen Anfechtungskläger, EWiR 2010, 805 ff.
- Pellens, Bernhard; Hillebrandt, Franca*, Vorzugsaktien vor dem Hintergrund der Corporate Governance-Diskussion, AG 2001, 57 ff.
- Peltzer, Martin*, Empfehlen sich gesetzliche Regeln zur Einschränkung des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften?, JZ 1996, 842 ff.
- Petersen, Sven; Schulze De la Cruz, Julian*, Das Stimmverbot nach § 136 I AktG bei der Entlastung von Vorstandsdoublemandatsträgern, NZG 2012, 453 ff.
- Petersen, Sven; Wille, Julia S.*, Zulässigkeit eines Squeeze-out und Stimmrechtszurechnung bei Wertpapierdarlehen, NZG 2009, 856 ff.
- Petrachi, Riccardo*, Aktienderivate Im Over-The-Counter-Markt in Der Schweiz : Die Anwendung Der Aktien-OTC-Derivate Im Risikomanagement Institutioneller Anleger, Bern 1997 (zit. *Petrachi*, Aktienderivate im OTC-Markt in der Schweiz)
- Picot Arnold* (Hrsg.), Corporate Governance: Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand, Stuttgart 1995 (zit. *Picot*, Corporate Governance)
- Piepenburg, Manfred*, Mitgliedschaftliche Treupflichten der Aktionäre, Hamburg 1996 (zit. *Piepenburg*, Mitgliedschaftliche Treupflichten)
- Pitschner-Finn, Sebastian*, Die Reduzierung und Ausbalancierung von Opportunismusrisiken als zentrale Aufgabe des strategischen Stakeholdermanagements, München 2015 (zit. *Pitschner-Finn*, Opportunismusrisiken)
- Pluskat, Sorika*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital – Tot- oder Lebendgeburt?, WM 2005, 772 ff.
- Pluskat, Sorika*, Nicht missbräuchliche Gestaltungen zur Erlangung der Beteiligungshöhe beim Squeeze-out, NZG 2007, 725 ff.
- Pluskat, Sorika*, Auswirkungen der Aktionärsrichtlinie auf das deutsche Aktienrecht, WM 2007, 2135 ff.
- Pluskat, Sorika*, Squeeze-out nach Wertpapierdarlehen, DB 2009, 1224 ff.
- Pohl, Wolfgang*, Swapvereinbarungen – Juristisches Neuland?, AG 1992, 425 ff.
- Polte, Marcel*, Aktiengattungen - Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum deutschen, US-amerikanischen und englischen Recht, Frankfurt 2005 (zit. *Polte*, Aktiengattungen)
- Pötzsch, Thorsten*, Der Diskussionsentwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, AG 1997, 193 ff.
- Pötzsch, Thorsten*, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1998, 949 ff.
- Priester, Hans-Joachim*, Die kleine AG - ein neuer Star unter den Rechtsformen?, BB 1996, 333 ff.
- Raiser, Thomas; Veil, Rüdiger*, Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Auflage, München 2015 (zit. *Raiser/Veil*, KapGesR)
- Randow, Philipp v.*, Derivate und Corporate Governance, ZGR 1996, 594 ff.

- Raschig, Alexander*, Corporate Governance in nicht börsennotierten Gesellschaften, München 2004 (zit. *Raschig*, Corporate Governance)
- Rattunde, Rolf; Berner, Susanne*, Insolvenz einer börsennotierten Aktiengesellschaft – Pflicht des Insolvenzverwalters zur Publikation von Ad-hoc-Mitteilungen nach dem Wertpapierhandelsgesetz?, WM 2003, 1313 ff.
- Reckinger, Gabriele*, Vorzugsaktien in der Bundesrepublik, AG 1983, 216 ff.
- Redeke, Julian*, Dei ex Machina oder rational apathische Zuschauer?, AG 2015, 253 ff.
- Reger, Gerald*, Keine Pflicht des Vorstands zur Ablehnung rechtsmissbräuchlicher Einberufungsverlangen, NZG 2013, 536 ff.
- Reichert, Jochem*, Die Treuebindung der Aktionärsmehrheit in Sanierungsfällen, NZG 2018, 134 ff.
- Reichert, Jochem; Habarth, Stephan*, Stimmrechtsvollmacht, Legitimationszession und Stimmrechtsausschlußvertrag in der AG, AG 2001, 447 ff.
- Reiner, Günter*, Derivative Finanzinstrumente im Recht, Baden-Baden 2002 (zit. *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente)
- Renn, Christian*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen Eine Analyse der börsenrechtlichen Meldepflicht aus ökonomisch-juristischer Sicht, Zürich 2010 (zit. *Renn*, Einsatz und Offenlegung)
- Renn, Christian; Weber, Andreas; Gotschev, Georg G.*, Beteiligungstransparenz und dynamisches Hedging Zur Frage einer Delta-Adjustierung der Meldepflichten, AG 2012, 440 ff.
- Renz, Hartmut; Rippel, Julia-Christine*, Änderungen der Transparenzvorschriften gem. §§ 21ff. WpHG (Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, BKR 2011, 235 ff.
- Reul, Jürgen*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen 1991 (zit. *Reul*, Gleichbehandlungsgrundsatz)
- Rieger, Marc O.*, Optionen, Derivate und strukturierte Produkte, 2. Auflage, Stuttgart 2016 (zit. *Rieger*, Optionen)
- Ringe, Wolf-Georg*, Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union, 36 Seattle University Law Review (2013), 1027 ff.
- Ringe, Wolf-Georg*, The Deconstruction of Equity, Oxford 2016
- Risse, Jörg; Kästle, Florian* (Hrsg.), M&A und Corporate Finance von A-Z, 3. Auflage, München 2017 (zit. *Risse/Kästle/Bearbeiter*)
- Rock, Edward B.*, The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 The Georgetown Law Review (1991), 447 ff.
- Rodrigues, Usha*, Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership, 95 Minnesota Law Review (2015), 1822 ff.
- Roe, Mark J.*, A Political Theory of American Corporate Finance, 91 Columbia Law Review (1991), 10 ff.

- Roe, Mark J.*, Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control, 53 Stanford Law Review (2000), 539 ff.
- Roe, Mark J.*, The Institutions of Corporate Governance, Discussion Paper No. 488, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, abrufbar unter [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Roe\\_488.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_488.pdf), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Ross, Stephen*, The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, 63 American Economic Review (1973), 134 ff.
- Roth, Georg*, Die Berechnung der Garantiedividende von Vorzugsaktien im Rahmen von Unternehmensverträgen, Der Konzern 2005, 685 ff.
- Roth, Günter H.*, Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung, ZIP 2003, 369 ff.
- Rottbauer, Achim E.*, Gesellschaftsrechtliche Treupflichten bei Holdingbildung durch Anteilseinbringung Kommentar zu OLG Stuttgart, NZG 2000, 159, NZG 2001, 115 ff.
- Rozeff, Michael S.*, Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, 5 Journal of Financial Research (1982), 249 ff.
- Röhrich, Volker*, Von Rechtswissenschaft und Rechtsprechung, ZGR 1999, 445 ff.
- Ruback, Richard S.; Jensen, Michael C.*, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, 11 Journal of Financial Economics (1983), 5 ff.
- Rudolph, Bernd; Schäfer, Klaus*, Derivative Finanzmarktinstrumente, Berlin 2009
- Ruffner, Markus*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000 (zit. *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen)
- Rydqvist, Kristian*, Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights, 20 Journal of Banking and Finance (1996), 1407 ff.
- Sachtleber, Ole W.*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, Göttingen 2011 (zit. *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds)
- Santella, Paolo; Baffi, Enrico; Drago, Carlo; Lattuca, Dino*, A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US, 23 European Business Law Review (2012), 257 ff.
- Saucken, David v.; Keding, Sebastian*, Der Handel von Schuldverschreibungen im laufenden Insolvenzverfahren – Wege aus der Insiderfalle, NZI 2015, 681 ff.
- Säcker, Franz J.; Rixecker, Roland; Oetker, Hartmut; Limpert, Bettina* (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: BGB, Band 7: Schuldrecht Besonderer Teil IV, 7. Auflage, München 2017 (zit. *MüKoBGB/Bearbeiter*)
- Schaefer, Hans*, Shareholder Activism und Corporate Governance, NZG 2007, 900 ff.
- Schanz, Kay-Michael*, Schaeffler/Continental: Umgehung von Meldepflichten bei öffentlichen Übernahmen durch Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten, DB 2008, 1899 ff.
- Schäfer, Frank*, Zinsswaps und Zinscaps als Differenzgeschäfte gem. §§ 762, 764 BGB, ZIP 1986, 1304 ff.

- Schäfer, Frank; Dette, Felix*, Aktienrechtlicher Squeeze-Out – Beschlussnichtigkeit bei missbräuchlicher Erlangung des Kapitalquorums?, NZG 2009, 1 ff.
- Schäfer; Frank; Hamann, Uwe* (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, Stuttgart 2013 (zit. Schäfer/Hamann/Bearbeiter, Kapitalmarktgesetze)
- Schäfer, Hans-Bernd; Ott, Claus*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 5. Auflage, Berlin 2013 (zit. Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse)
- Schäfer, Lars*, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften - Fund Governance, Berlin 2009
- Scheuerle, Florian*, Investmentfonds: Änderungen durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, DB 1998, 1099 ff.
- Schiessel, Maximilian*, Beteiligungsaufbau mittels Cash-settled Total Return Equity Swaps- neue Modelle und Einführung von Meldepflichten, Der Konzern 2009, 291 ff.
- Schimansky, Herbert; Bunte, Hermann-Josef; Lwowski Hans J.* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Auflage, München 2017 (zit. Schimansky/Bunte/Lwowski/Bearbeiter, Bankrechts-Handbuch)
- Schlitt, Michael; Schäfer, Susanne*, Auswirkungen der Umsetzung der Transparenzrichtlinie und der Finanzmarktrichtlinie auf Aktien- und Equity-Linked-Emissionen, AG 2007, 227 ff.
- Schmid, Hubert; Mühlhäuser, Felix*, Wirtschaftliches Eigentum und Gewinnrealisierung beider Wertpapierleihe, BB 2001, 2609 ff.
- Schmolke, Klaus U.*, Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, 701 ff.
- Schmolke, Klaus U.*, Die Regelung von Interessenkonflikten im neuen Investmentrecht Reformvorschläge im Lichte des Regierungsentwurfs zur Änderung des Investmentgesetzes, WM 2007, 1909 ff.
- Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Rechtsdogmatik und Rechtspolitik, Berlin 1990 (zit. K. Schmidt/Bearbeiter, Rechtsdogmatik und Rechtspolitik)
- Schmidt, Karsten*, Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Köln 2002 (zit. K. Schmidt, Gesellschaftsrecht)
- Schmidt, Karsten*, Gesellschaftsrecht und Insolvenzrecht im ESUG-Entwurf, BB 2011, 1603 ff.
- Schmidt, Karsten; Lutter, Marcus* (Hrsg.), Aktiengesetz, 3. Auflage, Köln 2010
- Band 1
  - Band 2
- (zit. K. Schmidt/Lutter/Bearbeiter)
- Schneider, Uwe H.*, Mehrheitsprinzip und Mitwirkungserfordernis bei Gesellschafterbeschlüssen Ein Beitrag zur Anpassung des Gesellschaftsvertrages einer Personengesellschaft an veränderte Umstände, AG 1979, 57 ff.
- Schneider, Uwe H.*, Stimmverbote im GmbH-Konzern, ZHR 150 (1986), 609 ff.
- Schneider, Uwe H.*, Kapitalmarktorientierte Corporate Governance-Grundsätze, DB 2000, 2413 ff.
- Schneider, Uwe H.*, § 25a WpHG - die dritte Säule im Offenlegungsrecht, AG 2011, 645 ff.

- Schneider, Uwe H.; Anzinger, Heribert M.*, Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung - „A quiet guru's enormous clout“, NZG 2007, 88 ff.
- Schneider, Uwe H.; Anzinger, Heribert M.*, Umgehung und missbräuchliche Gestaltungen im Kapitalmarktrecht oder - Brauchen wir eine § 42 AO entsprechende Vorschrift im Kapitalmarktrecht?, ZIP 2009, 1 ff.
- Schneider, Uwe H.; Brouwer, Tobias*, Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten bei Finanzinstrumenten, AG 2008, 557 ff.
- Schneider, Uwe H.; Brouwer, Tobias*, Kapitalmarktrechtliche Transparenz bei der Aktienleihe, in: *Bitter, Georg; Lutter, Marcus; Priester, Hans-Joachim; Schön, Wolfgang; Ulmer, Peter* (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, Köln 2009, 1411 ff.
- Schneider, Uwe H.; Nietsch Michael*, Die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern bei der Aktiengesellschaft, in *Aderhold, Lutz; Grunewald, Barbara; Klingberg, Dietgard; Paefgen, Walter G.* (Hrsg.), Festschrift für Harm Peter Westermann zum 70. Geburtstag, Köln 2008, 1447 ff.
- Schockenhoff, Martin*, Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsabschluss, Köln 1988 (zit. *Schockenhoff*, Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung)
- Schockenhoff, Martin; Culmann, Johannes*, Shareholder Activism in Deutschland, ZIP 2015, 297 ff.
- Schouten, Michael C.*, The Case for Mandatory Ownership Disclosure, 15 Stanford Journal of Law, Business, and Finance (2010), 127 ff.
- Schön, Wolfgang*, Der Aktionär im Verfassungsrecht, in: *Habersack, Mathias; Hommelhoff, Peter; Hüffer, Uwe; Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin 2003, 1359 ff.
- Schreyögg, Georg; Unglaube, Oliver*, Zur Rolle von Finanzinvestoren in deutschen Publikumsaktiengesellschaften – Thesen und empirische Befunde, AG 2013, 97 ff.
- Schüppen, Mathias*, Dividende ohne Hauptversammlungsbeschluss? – Zur Durchsetzung des mitgliedschaftlichen Gewinnanspruchs in Pattsituationen, in: *Crezelius, Georg; Hirte, Heribert; Vieweg, Klaus* (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhrich, Köln 2005, 571 ff.
- Schwark, Eberhard*, Spekulation – Markt – Recht, in: *Baur, Jürgen F.; Hopt, Klaus J.; Mailänder, Peter K.* (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin 1990, 473 ff.
- Schwark, Eberhard; Zimmer, Daniel* (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage, München 2010 (zit. *Schwark/Zimmer/Bearbeiter*)
- Schwarz, Philip*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, Berlin 2013
- Schwintowski, Hans-Peter* (Hrsg.), Bankrecht, 5. Auflage, Köln 2018 (zit. *Schwintowski/Bearbeiter*, Bankrecht)
- Seibert, Ulrich*, BB-Gesetzgebungsreport: Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) kommt zum 1. 11. 2005, BB 2005, 1457 ff.

- Seibert, Ulrich*, UMAG und Hauptversammlung - Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), WM 2005, 157 ff.
- Seibert, Ulrich*, „Aktive Finanzinvestoren“ und Hauptversammlung, in: *Aderhold, Lutz; Grunewald, Barbara; Klingberg, Dietgard; Paefgen, Walter G.* (Hrsg.), Festschrift für Harm Peter Westermann zum 70. Geburtstag, Köln 2008, 1505 ff.
- Seibt, Christoph H.*, Die Reform des Verfolgungsrechts nach § 147 AktG und des Rechts der Sonderprüfung, WM 2004, 2137 ff.
- Seibt, Christoph H.*, Verbandssouveränität und Abspaltungsverbot im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Revisited: Hidden Ownership, Empty Voting und andere Kleinigkeiten, ZGR 2010, 795 ff.
- Seibt, Christoph H.*, Sanierungsgesellschaftsrecht: Mitgliedschaftliche Treuepflicht und Grenzen der Stimmrechtsausübung in der Aktiengesellschaft, ZIP 2014, 1909 ff.
- Senger, Michael; Vogelmann, Axel*, Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, AG 2002, 193 ff.
- Seihe, Rolf*, Die aktienrechtliche Zulässigkeit der sogenannten "Teilentlastung", ZIP 1996, 1321 ff.
- Shleifer, Andrei; Vishny Robert W.*, Large Shareholders and Corporate Control, 94 Journal of Political Economy (1986), 461 ff.
- Shleifer, Andrei; Vishny Robert W.*, A Survey of Corporate Governance, 52 The Journal of Finance (1997), 737 ff.
- Siebel, Ulf R.*, Vorzugsaktien als "Hybride" Finanzierungsform und ihre Grenzen, ZHR 161 (1997), 628 ff.
- Sieger, Jürgen J.; Hasselbach, Kai*, „Tracking Stock“ im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2001, 391 ff.
- Sieger, Jürgen J.; Hasselbach, Kai*, Wertpapierdarlehen – Zurechnungsfragen im Aktien-, Wertpapierhandels- und Übernahmerecht, WM 2004, 1370 ff.
- Simon, Stefan; Zetzsche, Dirk*, Aktionärslegitimation und Satzungsgestaltung Überlegungen zu § 123 AktG i.d.F. des UMAG, NZG 2005, 369 ff.
- Simon, Stefan; Zetzsche, Dirk*, Das Vollmachtstimmrecht von Banken und geschäftsmäßigen Vertretern (§ 135 AktG nF) im Spannungsfeld von Corporate Governance, Präsenzsicherung und prozeduraler Effizienz, ZGR 2010, 918 ff.
- Sitkoff, Robert H.*, Corporate Political Speech, Political Extortion, and the Competition for Corporate Charters, 69 University of Chicago Law Review (2002), 1103 ff.
- Smart, Scott B.; Thirumalai, Ramabhadran S.; Zutter, Chad J.*, What's in a vote The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values, 45 Journal of Accounting and Economics (2008), 94 ff.
- Söhner, Matthias*, Die Umsetzung der Transparenzrichtlinie III, ZIP 2015, 2451 ff.
- Spindler, Gerald*, Recht und Konzern, Tübingen 1993
- Spindler, Gerald*, Deregulierung des Aktienrechts?, AG 1998, 53 ff.

- Spindler, Gerald*, Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung – Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland, in: *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005*, Köln 2005, 31 ff.
- Spindler, Gerald*, Die Reform der Hauptversammlung und der Anfechtungsklage durch das UMAG, *NZG* 2005, 825 ff.
- Spindler, Gerald*, Finanzmarktkrise und Wirtschaftsrecht, *AG* 2010, 601 ff.
- Spindler, Gerald; Bednarz, Sebastian*, Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, *WM* 2006, 601 ff.
- Spindler, Gerald; Stilz, Eberhard* (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, 4. Auflage
- Band 1 - §§ 1- 149 AktG München 2019
  - Band 2 - §§ 150 – 410 AktG München 2019
- (zit.: *Spindler/Stilz/Bearbeiter*)
- Starke, Till M.*, *Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, Baden-Baden 2002
- Steck, Kai-Uwe; Schmitz, Rainer*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem und fixem Grundkapital, *AG* 2004, 658 ff.
- Steiger, Max*, Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Baden Baden 2000 (zit. *Steiger*, *Institutionelle Investoren*)
- Steinmeyer, Roland; Häger, Michael*, *WpÜG, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, 4. Auflage, Berlin 2019 (zit. *Steinmeyer/Häger/Bearbeiter*)
- Steuer, Stephan; Baur, Georg*, Erwerbsgeschäfte im Grenzbereich bedeutender Beteiligungen nach dem Wertpapierhandelsgesetz, *WM* 1996, 1477 ff.
- Stigler, Georg J.*, The Economics of Information, 69 *The Journal of Political Economy* (1961), 213 ff.
- Stout, Lynn A.*, Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy, 75 *Southern California Law Review* (2002), 1189 ff.
- Stout, Lynn A.*, The Mythical Benefits of Shareholder Control, 93 *Virginia Law Review* (2007), 790 ff.
- Strine, Leo E.*, Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America, 119 *Harvard Law Review* (2006), 1759 ff.
- Strunk, Günther; Haase, Florian*, Zur Frage der Berücksichtigung von Refinanzierungszinsen bei Wertpapierverleihern, *AG* 2006, 793 ff.
- Stültzle, Rudolf; Walgenbach, Joachim*, Leitung der Hauptversammlung und Mitspracherechte der Aktionäre in Fragen der Versammlungsleitung, *ZHR* 155 (1991), 516 ff.
- Stürner, Rolf* (Hrsg.), *Jauernig Bürgerliches Gesetzbuch: BGB*, 17. Auflage, München 2018 (zit. *Jauernig/Bearbeiter*, *BGB*)
- Subramanian, Guhan*, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, 113 *Yale Law Journal* (2003), 621 ff.

- Szewczyk, Samuel H.; Tsetsekos, George P.*, State intervention in the market for corporate control: The case of Pennsylvania Senate Bill 1310, 31 *Journal of Financial Economics* (1992), 3 ff.
- Tautges, Marco*, Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership, Berlin 2015 (zit. *Tautges*, Empty Voting)
- Tautges, Marco*, Stimmrechtsmitteilungen (§§ 21 ff. WpHG) im Aktienemissionsgeschäft nach dem Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, WM 2017, 512 ff.
- Teichmann, Christoph*, Corporate Governance in Europa, ZGR 2001, 645 ff.
- Teichmann, Christoph; Epe Daniel*, Die neuen Meldepflichten für künftig erwerb bare Stimmrechte (§§ 25, 25a WpHG), WM 2012, 1213 ff.
- Tettinger, Peter W.*, Materielle Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluß, Baden-Baden 2003 (zit. *Tettinger*, Bezugsrechtsausschluß)
- Thaeter, Ralf; Guski, Roman*, Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, AG 2007, 301 ff.
- Theusinger, Ingo; Möritz, Daniel*, Empty Voting als moderner Stimmenkauf?, NZG 2010, 607 ff.
- Tholke, Ulrich; Kropff, Bruno* (Hrsg.), Aktiengesetz: Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1089) und des Einführungstextes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1185) (zit. *Kropff*, Aktiengesetz 1965)
- Thoma, Georg F.; Streck, Kai-Uwe*, Die Investmentaktiengesellschaft (closed-end fund) Investmentalternative oder gesetzgeberischer Fehlschlag?, AG 2001, 330 ff.
- Thomsen, Steen; Pedersen, Torben; Kvist, Hans Kurt*, Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems, 12 *Journal of Corporate Finance* (2006), 246 ff.
- Tielmann, Jörgen; Gahr, Christian*, Erstreckung des Stimmverbots der Verwaltungsorganmitglieder auf den beherrschenden Aktionär – Sippenhaft im Konzern?, AG 2016, 199 ff.
- Timm, Wolfram*, Zur Sachkontrolle von Mehrheitsentscheidungen im Kapitalgesellschaftsrecht - dargestellt am Beispiel ,strukturverändernder Entscheidungen, ZGR 1987, 403 ff.
- Timm, Wolfram*, Treuepflicht im Aktienrecht, WM 1991, 481 ff.
- Tirole, Jean*, Corporate Governance, 69 *Econometrica* (2001), 1 ff.
- Tirole, Jean*, The Theory of Corporate Finance, Princeton 2006
- Tröger, Tobias*, Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), ZGR 2019, 126 ff.
- Trölitzsch, Thomas; Gunßer, Christian*, Grenzen der gerichtlichen Anordnung von Sonderprüfungen nach § 142 Abs. 2 AktG, AG 2008, 833 ff.
- Trüg, Gerson*, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?, NJW 2009, 3202 ff.
- Tuerks, Robin A.*, Depotstimmrechtspraxis versus U.S.-proxy-system, München 2000 (zit. *Tuerks*, Depotstimmrechtspraxis)

- Tyrolt, Jochen; Bingel, Adrian*, Short Selling - Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, BB 2010, 1419 ff.
- Vaupel, Christoph F.*, Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 63 ff.
- Vedder, Caroline*, Zum Begriff "für Rechnung" im AktG und im WpHG, Köln 1999
- Veranneman, Peter*, Das deutsche Verbot von Hochrisiko-Wetten: Schutz der Finanzmärkte und Schutz vor den Finanzmärkten, GWR 2010, 337 ff.
- Verdam, Albert*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting (2006), abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=978835](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Vetter, Jochen*, Verpflichtung zur Schaffung von 1 Euro-Aktien?, AG 2000, 193 ff.
- Wackerbarth, Ulrich*, Ein Seismograph für Übernahmeaktivitäten Neue Regeln zum Verhindern des "Anschleichens" an potenzielle Zielgesellschaften im Diskussionsentwurf eines "Gesetzes zur Stärkung der Anlegerschutz und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts", ZIP 2010, 1527 ff.
- Wallach, Edgar*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital im Gewand des Investmentänderungsgesetzes 2007, Der Konzern 2007, 487 ff.
- Wandt, Andre P. H.*, Was und wann? – Die Auswirkungen der Aktienrechtsnovelle 2016 auf die Einberufung der Hauptversammlung, NZG 2016, 367 ff.
- Wank, Rolf*, Der Stimmungsausschluß im GmbH-Recht in der neueren Rechtsprechung des BGH, ZGR 1979, 222 ff.
- Wastl, Ulrich*, Directors' Dealings und aktienrechtliche Treuepflicht Ein exemplarischer Beitrag zur Bedeutung aktienrechtlicher Treuepflichten im Kapitalmarktsektor, NZG 2005, 17 ff.
- Wälzholz, Eckhard*, Besonderheiten der Satzungsgestaltung bei der Familien-AG (Teil II), DStR 2004, 819 ff.
- Wälzholz, Eckhard; Graf Wolffskeel v. Reichenberg, Luitpold*, Die Aktienrechtsnovelle 2016 und weitere aktienrechtliche Gesetzesänderungen, MittBayNot 2016, 197 ff.
- Weber, Christoph; Meckbach, Anne*, Finanzielle Differenzgeschäfte - Ein legaler Weg zum „Anschleichen“ an die Zielgesellschaft bei Übernahmen?, BB 2008, 2022 ff.
- Weber, Ernst J.*, A Short History of Derivative Security Markets, DISCUSSION PAPER, abrufbar unter [http://www.rdi.uwa.edu.au/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0003/94260/08\\_10\\_Weber.pdf](http://www.rdi.uwa.edu.au/__data/assets/pdf_file/0003/94260/08_10_Weber.pdf), zuletzt abgerufen am 27.01.2020
- Weber-Rey, Daniela; Reys, Markus*, Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen Ein Beitrag zu der rechtspolitischen Debatte um verantwortungsbewusste Aktionäre, ZGR 2013, 597 ff.
- Wegner, Ralf*, Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investment-aktiengesellschaft mit Teilgesellschaftsvermögen, Hamburg 2010 (zit. *Wegner*, Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investmentaktiengesellschaft)
- Weidemann, Moritz*, „Hidden Ownership“ und §§ 21 ff. WpHG – status quo?, NZG 2016, 605 ff.

- Weikert, Dorit*, Corporate Governance und das Auftragsstimmrecht der Banken, Siegburg 2001 (zit. *Weickert*, Corporate Governance)
- Weitmeyer, Birgit*, Die Entlastung im Aktienrecht – neueste Entwicklungen in Gesetzgebung und Rechtsprechung, ZGR 2005, 280 ff.
- Weitnauer, Wolfgang; Boxberger, Lutz; Anders, Dietmar* (Hrsg.), KAGB, 2. Auflage, München 2017 (zit. *Weitnauer/Boxberger/Anders/Bearbeiter*, KAGB)
- Wenger, Ekkehard; Hecker, Renate*, Der Schutz von Minderheiten im Vertragskonzern, ZBB 1995, 321 ff.
- Wenninger, Thomas G.*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, Baden-Baden 2009 (zit. *Wenninger*, Hedge Fonds)
- Wentz, Jasper*, Shortseller-Attacken - ökonomische und juristische Bewertung eines ambivalenten Geschäftsmodells, WM 2019, 196 ff.
- Westermann, Harm P.*, Individualrechte und unternehmerische Handlungsfreiheit im Aktienrecht, ZHR 156 (1992), 203 ff.
- Westphalen, Stefanie v.*, Derivatgeschäfte, Risikomanagement und Aufsichtsratschaftung, Baden-Baden 2000 (zit. *von Westphalen*, Derivatgeschäfte)
- Wicke, Hartmut*, Flexibilisierung der HV-Teilnahme und Stimmrechtsausübung - neue Möglichkeiten zur Gestaltung der AG-Satzung nach dem ARUG, in: *Bengel, Manfred; Limmer, Peter; Reimann, Wolfgang* (Hrsg.), Festschrift für Rainer Kanzleiter zum 70. Geburtstag am 17. Juni 2010,
- Wiedemann, Herbert*, Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften, München 1965
- Wiedemann, Herbert*, Rechtsethische Maßstäbe im Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, ZGR 1980, 147 ff.
- Wiedemann, Herbert*, Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen einer Aktiengesellschaft wegen mangelnder Rücksichtnahme des Mehrheitsaktionärs auf die Minderheitsgesellschafter, JZ 1989, 447 ff.
- Wiedemann, Herbert*, Entwicklungen im Kapitalgesellschaftsrecht, DB 1993, 141 ff.
- Wiedemann, Herbert*, Minderheitsrechte ernstgenommen, ZGR 1999, 857 ff.
- Wiedemann, Herbert*, Gesellschaftsrecht Band II: Recht der Personengesellschaften, München 2004 (zit. *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. II., Recht der Personengesellschaft)
- Wiedemann, Herbert*, Auf der Suche nach den Strukturen der Aktiengesellschaft The Anatomy of Corporate Law, ZGR 2006, 240 ff.
- Wilhelm, Jan*, Stimmrechtsausschluß und Verbot des Insichgeschäfts Eine kritische Würdigung insbesondere der im Regierungsentwurf zu einem GmbH-Gesetz vorgesehenen Neuregelung der Stimmverbote, JZ 1976, 674 ff.
- Wilhelm, Jan*, Rechtsform und Haftung bei der juristischen Person, Köln 1978 (zit. *Wilhelm*, Rechtsform)
- Wilhelm, Jan*, Selbstwahl eines Aufsichtsratsmitglieds in den Vorstand, NJW 1983, 912 ff.
- Wilhelm, Jan*, Kapitalgesellschaftsrecht, 4. Auflage, Berlin 2018

- Williamson, Oliver E.*, The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, 61 *American Economic Review* (1971), 112 ff.
- Williamson Oliver E.*, The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead, 38 *Journal of Economic Literature* (2000), 595 ff.
- Wilsing, Hans-Ulrich*, Neuerungen des UMAG für die aktienrechtliche Beratungspraxis, ZIP 2004, 1082 ff.
- Winkler, Sylko*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, Jena 2008
- Winnefeld, Robert*, Stimmrecht, Stimmabgabe und Beschluß, ihre Rechtsnatur und Behandlung, DB 1972, 1053 ff.
- Winter, Martin*, Mitgliedschaftliche Treubindungen im GmbH-Recht, München 1988 (zit. *Winter*, Mitgliedschaftliche Treubindungen)
- Winter, Martin; Harbarth, Stephan*, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, ZIP 2002, 1 ff.
- Wirth, Gerhard; Arnold, Michael*, Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, ZGR 2002, 859 ff.
- Witt, Carl-Heinz*, Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ - unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes, NZG 2000, 809 ff.
- Wymeersch, Eddy*, Shareholder(s) matter(s), in: *Grundmann, Stefan; Haar, Brigitte; Merkt, Hanno* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Berlin 2010, 1565 ff.
- Zerey, Jean-Claude* (Hrsg.), Finanzderivate, 4. Auflage, Baden-Baden 2016 (zit. *Zerey/Schüwer/Bearbeiter*, Finanzderivate)
- Zetzsche, Dirk A.*, Die Aktionärslegitimation durch Berechtigungsnachweis - von der Verkörperungs- zur Registertheorie (Teil 1), *Der Konzern* 2007, 180 ff.
- Zetzsche, Dirk A.*, Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive, 8 *Journal of Corporate Law Studies* (2008), 289 ff.
- Zetzsche, Dirk A.*, Die Europäische Regulierung von Hedgefonds und Private Equity – ein Zwischenstand, NZG 2009, 692 ff
- Zetzsche, Dirk A.*, Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, AG 2013, 613 ff.
- Zetzsche, Dirk A.*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, Baden-Baden 2015
- Ziemons, Hildegard*, Die aktienbezogenen Regelungen des RegE „Aktienrechtsnovelle 2012“, BB 2012, 523 ff.
- Zimmer, Daniel; Beisken, Thomas A.*, Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, WM 2010, 485 ff.
- Zimmermann, Martin*, Das Aktiendarlehen, Die Zuordnung von Aktionärsrechten im Spannungsfeld von Zivil-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Tübingen 2014 (zit. *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen)
- Zingales, Luigi*, The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, 7 *The Review of Financial Studies* (1994), 125 ff.

- Zöllner, Wolfgang*, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, München 1963
- Zöllner, Wolfgang*, Neustückelung des Grundkapitals und Neuverteilung von Einzahlungsquoten bei teileingezahlten Aktien der Versicherungsgesellschaften, AG 1985, 19 ff.
- Zöllner, Wolfgang*, Treupflichtgesteuertes Aktienkonzernrecht, ZHR 162 (1998), 235 ff.
- Zöllner, Wolfgang*, Zur Problematik der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, AG 2000, 145 ff.
- Zöllner, Wolfgang*, Beschluß, Beschlußergebnis und Beschlußergebnisfeststellung, in: *Schneider, Uwe H.; Hommelhoff, Peter* (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, Köln 2000, 821 ff.
- Zöllner, Wolfgang*, Gerechtigkeit bei der Kapitalerhöhung, AG 2002, 585 ff.
- Zöllner, Wolfgang; Noack Ulrich* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
- Band 1/ Teil 2, 3. Auflage, München 2009
  - Band 3/1 Teil 7, 3. Auflage, München 2016
  - Band 3/1 Teil 9, 3. Auflage, München 2019
  - Band 3 Teil 5, 3. Auflage, München 2015
- (zit.: Kölner Komm AktG/Bearbeiter)
- Zöllner, Wolfgang; Hanau, Hans*, Die verfassungsrechtlichen Grenzen der Beseitigung von Mehrstimmrechten bei Aktiengesellschaften, ZIP 1997, 206 ff.