

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
§ 1 Einleitung	31
A. Anlass der Untersuchung	31
B. Ziel der Untersuchung	35
C. Gang der Untersuchung	35
§ 2 Grundlagen	38
A. Leistungen der Stimmrechtsberatungsunternehmen	38
I. Stimmrechtsberatung	38
1. Entwicklung und Inhalt von Stimmrechtsrichtlinien	38
2. Erstellung von Stimmempfehlungen	42
3. Stimmrechtsausübung	43
II. Corporate Governance Ratings	45
III. Corporate Governance Beratung	45
B. Stimmrechtsberatungsindustrie	46
I. Die einzelnen Stimmrechtsberater	46
1. Institutional Shareholder Services (ISS)	47
2. Glass Lewis	48
3. Egan Jones Proxy Services	48
4. Proxinvest	49
5. Ethos-Stiftung	49
6. Marco Consulting Group	49
7. IVOX	50
8. Weitere Anbieter und Sonderformen	51
II. Marktanteile	51
C. Gründe für die Mandatierung und den Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberater	53
I. Kosten und Nutzen der Stimmabgabe unter Zuhilfenahme eines Stimmrechtsberaters	54
1. Rationale Apathie	54
a) Kostenverteilung und Trittbrettfahrerproblem	54

b) Hohe Diversifikation des Portfolios und geringe Beteiligungshöhe	55
c) Kurze Haltedauer der Beteiligung	56
d) Passive Anlagestrategien und Benchmarking	57
e) Kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht	58
2. Überwindung der rationalen Apathie durch Mandatierung von Stimmrechtsberatern?	58
a) Kostensenkung durch Einschaltung der Stimmrechtsberater	58
b) Wahrnehmung in der Öffentlichkeit	60
c) Steigerung des Unternehmenswertes	60
d) Überwindung des Kollektivhandlungsproblems	62
3. Zwischenfazit	63
II. Treuhänderische Pflicht institutioneller Investoren zur Stimmabgabe und Pflicht zur Offenlegung des Abstimmungsverhaltens	64
1. Entwicklung in den USA	64
a) Konkretisierung der Treuepflichten der institutionellen Anleger	64
b) Beschränkung der Broker-Stimmrechte	66
2. Vergleichbare Entwicklungen in Europa	67
a) Code monétaire et financier in Frankreich	67
b) Stewardship Code im Vereinigten Königreich	68
c) Ansätze in anderen europäischen Nachbarländern	69
d) Pflicht zur Stimmrechtsausübung in Deutschland	70
III. Ergebnis	72
D. Einfluss der Stimmrechtsberater	72
I. Einfluss auf das Abstimmungsergebnis	74
1. Empirische Untersuchung	74
2. Schätzungen und anekdotische Aussagen	77
II. Einfluss auf die Emittenten	79
III. Ergebnis	81
E. Kritik am Phänomen der Stimmrechtsberatung	82
I. Interessenkonflikte	83
1. Parallele Corporate Governance Beratung	83
2. Erstellung von Corporate-Governance Ratings	86
3. Eigentümerstruktur	87
4. Sonstige Interessenkonflikte	88

II. Qualität der Beratung und Ungenauigkeit der Empfehlungen	89
III. Mangelnde Transparenz	91
IV. Fehlende Kommentierungsmöglichkeit	92
V. Einfluss auf Corporate Governance	93
1. Hemmung von Innovationen	94
2. Keine Berücksichtigung nationaler Besonderheiten	95
3. Verdrängung des Deutschen Corporate Governance Kodex	98
4. Zwischenergebnis	99
VI. Keine Regulierung durch Wettbewerb	100
1. Marktstruktur und Zugangsbarrieren	101
a) Marktstruktur	101
b) Marktzutrittsschranken	102
aa) Kostenversenkung bei Markteintritt	103
bb) Skalen- und Verbundeffekte	103
cc) Netzwerkeffekte	105
dd) Wechselkosten	105
c) Zwischenergebnis	106
2. Mangelnde Kontrolle durch Investoren	106
VII. Schaffung eines weiteren Agenturproblems	108
VIII. Zusammenfassung der Kritik in Thesen	110
§ 3 Bestehende rechtliche Rahmenbedingungen	112
A. Selbstverpflichtung durch die Best Practice Principles	112
I. Entstehung der Best Practice Principles	113
II. Inhalt der Best Practice Principles	114
1. Principle One: Service Quality	116
2. Principle Two: Conflict-of-Interest Management	118
3. Principle Three: Communications Policy	119
III. Bewertung der Best Practice Principles	119
1. Beurteilung durch die ESMA	120
2. Inhaltliche Analyse der BPP	124
3. Durchsetzung der Best Practice Principles	127
IV. Fazit	130
B. Kapitalmarkt- und aktienrechtliche Rahmenbedingungen	131
I. Meldepflichten gem. §§ 33 ff. WpHG	132
1. Zurechnung von Stimmrechten über § 34 I S. 1 Nr. 6 WpHG	133

2. Zurechnung von Stimmrechten über § 34 II WpHG – „Acting in Concert“	136
a) Zurechnung auf den Stimmrechtsberater	136
b) Zurechnung unter den von einem Proxy Advisor beratenen Aktionären	138
3. Ergebnis	140
II. Pflichtangebot gem. § 35 II WpÜG	141
III. Marktmissbrauchsrecht	142
1. Insiderrecht	142
a) Insiderstellung durch Erstellung von Stimmempfehlungen	143
b) Insiderstellung aufgrund informellen Kontakts zum Emittenten	145
c) Rechtsfolgen einer Insiderstellung	146
2. Anlageempfehlung, Art. 20 I MAR	147
IV. § 135 AktG	148
V. Ergebnis	153
C. Die Haftung von Stimmrechtsberatern	153
I. Allgemeine Problematiken im Rahmen der Haftung von Stimmrechtsberatern	154
1. Anwendbarkeit deutschen Rechts	154
a) Vertragliche Ansprüche	155
b) Deliktische Ansprüche	157
c) Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	158
2. Nachweis allgemeiner Haftungsvoraussetzungen	159
a) Fehlerhaftigkeit der Stimmempfehlung	159
b) Haftungsbegründende Kausalität	160
c) Schaden	160
d) Haftungsausfüllende Kausalität	161
II. Ausgewählte Problematiken im Rahmen der Haftung gegenüber Emittenten	162
1. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	162
a) Leistungsnähe	163
b) Gläubigernähe	163
c) Erkennbarkeit	166
d) Schutzbedürftigkeit	167
2. Deliktische Haftung	168
a) § 824 BGB	168
b) Eingerichteter und ausgeübter Gewerbebetrieb	169

III. Ergebnis	170
D. Fazit	171
§ 4 Stimmrechtsberater und Shareholder Activism im Recht der deutschen Aktiengesellschaft	172
A. Grundstruktur der deutschen Aktiengesellschaft	173
I. Die Organe der deutschen Aktiengesellschaft	173
1. Der Vorstand	173
2. Der Aufsichtsrat	176
3. Die Hauptversammlung	183
II. Das Zusammenspiel der Organe im dualistischen Leitungssystem	186
B. Shareholder Activism	189
I. Der Begriff des Shareholder Activism	189
II. Entwicklung der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen des Aktionärsaktivismus in Deutschland	193
1. Aktienrechtsreform in Permanenz	193
a) Ausgangslage	193
b) KonTraG (1998)	195
c) NaStraG (2001)	197
d) TransPuG (2002)	198
e) UMAG (2005)	199
f) ARUG (2009)	200
g) VorstAG (2009)	202
2. Entwicklung der Aktionärsstruktur und der Hauptversammlungspräsenzen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften	202
a) Niedergang des Depotstimmrechts und Entflechtung der Deutschland AG	202
b) Aufstieg der institutionellen Investoren	204
c) Entwicklung der Hauptversammlungspräsenz	206
3. Erkenntnisse und Folgen der veränderten rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen des Aktionärsaktivismus	208
C. Rolle der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism	210
I. Der Stimmrechtsberater als Informationsintermediär	211

II. Der Stimmrechtsberater in der Rolle des aktivistischen Aktionärs	214
III. Der Stimmrechtsberater als faktischer Standardsetzer in der Corporate Governance	219
IV. Ergebnis	220
D. Die Einflussnahme des aktivistischen Stimmrechtsberaters und deren verbandsrechtliche Grenzen	221
I. Einflussnahmemöglichkeiten	221
1. Einflussnahmemöglichkeiten eines aktivistischen Aktionärs	221
a) Formelle Instrumente	221
aa) Versammlungsgebundene Rechte	221
(1) Stimmrecht, §§ 12, 133ff AktG	222
(a) Personalpolitische Entscheidungen	222
(aa) Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern, §§ 119 I Nr. 1, 101, 103 AktG	223
(bb) Vertrauensentzug gegenüber Mitgliedern des Vorstands, § 84 III S. 2 AktG	224
(cc) Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, §§ 119 I Nr. 3, 120 I S. 1 AktG	225
(dd) Votum über die Vergütung der Vorstandsmitglieder, § 120 IV AktG	226
(b) Strukturentscheidungen	227
(aa) Satzungsändernde Beschlüsse, §§ 119 I Nr. 5, 179 I AktG	228
(bb) Kapitalerhöhung und -herabsetzung, §§ 119 I Nr. 6, 182ff, 222ff AktG	229
(cc) Umwandlungsrecht	230
(ee) Unternehmensverträge	231
(ff) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen	231
(c) Sonstige relevante Beschlussgegenstände	232
(aa) Gewinnverwendung, §§ 119 I Nr. 2, 174 I AktG	232

(bb)	Bestellung der Sonderprüfer, § 142 AktG	233
(cc)	Geltendmachung von Ersatzansprüchen, §§ 147, 148 AktG	234
(2)	Beschlussantragsrecht	235
(3)	Auskunftsrecht, § 131 AktG	235
bb)	Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung	236
(1)	Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, § 122 I AktG	237
(2)	Ergänzung der Tagesordnung, § 122 II AktG	237
cc)	Rechte außerhalb der Hauptversammlung	238
(1)	Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, §§ 241ff AktG	238
(2)	Bestellung des Aufsichtsrats durch das Gericht, § 104 AktG	239
b)	Informelle Einflussnahme	241
aa)	Informeller Kontakt zur Verwaltung	241
bb)	Öffentlichkeitswirksames Auftreten	243
c)	Zwischenergebnis	244
2.	Einflussnahmemöglichkeiten des Stimmrechtsberaters	245
a)	Formelle Instrumente	245
aa)	Eingrenzung auf das versammlungsgebundene Stimmrecht	245
bb)	Regelmäßig wiederkehrende und außerordentliche Beschlussgegenstände der Hauptversammlung	246
b)	Informelle Einflussnahme	249
aa)	Einfluss durch die abstrakten Stimmrechtsrichtlinien	249
bb)	Einfluss hinsichtlich konkreter Beschlussgegenstände	250
3.	Ergebnis	251
II.	Verbandsrechtliche Schranken aktivistischer Einflussnahme	252
1.	Grenzen der Einflussnahme aktivistischer Aktionäre	253
a)	Mitgliedschaftliche Treuepflicht	254
aa)	Inhalt der mitgliedschaftlichen Treuepflicht	254
bb)	Rechtsfolge bei Verstoß gegen die Treuepflicht	256
c)	Auswirkungen auf aktivistische Aktionäre	257

b) Verbot der schädigenden Einflussnahme, § 117 I AktG	258
c) Sittenwidrige vorsätzliche Schädigung, § 826 BGB	259
d) Rechtsmissbrauch, § 242 BGB	260
2. Übertragbarkeit der verbandsrechtlichen Schranken auf den einflussnehmenden Stimmrechtsberater	261
a) Ausdehnung der Treuepflicht auf Nichtaktionäre?	261
b) Verbot der schädigenden Einflussnahme, § 117 I AktG	263
c) Rechtsmissbrauch und sittenwidrige vorsätzliche Schädigung, §§ 242, 826 BGB	263
III. Ergebnis	264
E. Konflikte des Stimmrechtsberaters mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft	264
I. Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aktionär	265
1. Unternehmerische Leitung durch den Vorstand	266
a) Die Bedeutung der Leitungsautonomie	266
aa) Leitungsautonomie als Garant der unternehmerischen Freiheit des Vorstands und ihre Grenzen	266
bb) Funktionelle Bedeutung der Leitungsautonomie	268
cc) Zwischenergebnis	270
b) Einflussnahme der Stimmrechtsberater auf Entscheidungen des Vorstands	270
c) Minimierung des Einflusses der Stimmrechtsberater durch den Vorstand?	271
aa) Vorschläge zum Umgang mit Stimmrechtsberatern	272
bb) Verstärkung der Investor-Relations zu den Aktionären	273
cc) Bewertung	274
d) Der Vorstand im Spannungsfeld von Leitungsautonomie und Einfluss der Stimmrechtsberater	276
aa) Grenzen der Vereinbarkeit von Leitungsautonomie und Einflussnahme von Aktionären	276
bb) Konkret: Konflikte zwischen Leitungsautonomie und Berücksichtigung des Einflusses der Stimmrechtsberater	280

2. Keine Entscheidung der Aktionäre über Geschäftsführungsmaßnahmen, § 119 II AktG	282
3. Informationelle Ungleichbehandlung der Aktionäre	285
a) Die Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater	286
aa) Institutional Shareholder Services	287
bb) Glass Lewis	289
cc) Zwischenergebnis	292
b) Der informationelle Gleichbehandlungsgrundsatz, §§ 53a, 131 IV AktG	292
aa) Anwendbarkeit auf Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater	293
bb) Generelle Informationsprivilegierung	296
cc) Punktuelle Informationsprivilegierung	300
dd) Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG	303
(1) Keine Ausforschungsfragen	304
(2) Nachinformation nur auf der Hauptversammlung	304
(3) Zwischenergebnis	306
c) Weitere Schranken der Informationsweitergabe	306
aa) Insiderrecht	306
bb) Verschwiegenheitspflicht, § 93 I S. 3 AktG	309
cc) Gleichbehandlung nach Ziff. 6.1 S. 2 DCGK	311
d) Fazit	313
II. Konflikte im Verhältnis Aufsichtsrat – Aktionär	314
1. Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats, § 111 I AktG	315
a) Aufbruch des Überwachungsmonopols des Aufsichtsrats?	315
b) Auswirkungen auf die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats	316
aa) Beratende Überwachung durch Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat	317
bb) Der Aufsichtsrat als Austragungsort von Gruppeninteressen	320
dd) Unterminierung der Überwachungsfunktion durch Umgehung des Aufsichtsrats?	322
2. Unternehmerische Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats	326
a) Unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats	326
b) Vergütungspolitik	327

c) Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats	330
d) Informeller Kontakt zwischen Aufsichtsrat und Stimmrechtsberater	331
e) Fazit: Parallele zu den Konflikten mit der unternehmerischen Freiheit des Vorstands	332
III. Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aufsichtsrat	334
1. Konkurrenz von Vorstand und Aufsichtsrat beim Dialog mit dem Aktionär	334
a) Zulässigkeit eines Investorendialogs des Aufsichtsrats	334
b) Drohende Konflikte zwischen den Verwaltungsorganen durch einen Dialog des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern	337
aa) Themen, die mit in die Zuständigkeit des Vorstands fallen	337
bb) Themen, die der ausschließlichen Zuständigkeit des Aufsichtsrats unterfallen	340
cc) Willensbildung innerhalb des Aufsichtsrats	341
dd) Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats	345
ee) Annex: Allgemeine Schranken der Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat und Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG	347
c) Fazit	349
2. Auswirkungen des Aufsichtsratsdialogs auf die Überwachung durch den Aufsichtsrat	350
IV. Konflikte der Aktionäre untereinander	351
1. Informationsasymmetrien	351
2. Abwertung der Hauptversammlung	352
3. Beeinträchtigung der Interessen von Kleinanlegern	356
IV. Gesamtbetrachtung der Konfliktlagen	357
§ 5 Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie 2017 – ARL II	359
A. Entwicklungsgeschichte	359
B. Ziel und Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie II	361
I. Allgemeines Ziel und Inhalt der ARL II	361
1. Identifizierung der Aktionäre	362
2. Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern	363

3. Überwachung der Vergütungspolitik durch die Aktionäre (Say-On-Pay)	364
4. Kontrolle von Transaktionen mit nahestehenden Parteien (Related-Party-Transactions)	365
II. Ziel der Regulierung der Stimmrechtsberater	365
C. Inhaltliche Anforderungen an die Regulierung von Stimmrechtsberatern	367
I. Definition des Stimmrechtsberaters	368
II. Anwendungsbereich der Richtlinie	368
III. Zuständigkeit der Mitgliedsstaaten	369
IV. Direkte Regulierung	370
1. Art. 3j Abs. I ARL II: Anwendung eines Verhaltenskodex	370
2. Art. 3j Abs. II ARL II: Transparenz hinsichtlich der Arbeitsweise	371
3. Art. 3j Abs. III ARL II: Umgang mit Interessenkonflikten	372
4. Art. 3k Abs. II ARL II: Überprüfung der Durchführung von Art. 3 j ARL II	372
V. Indirekte Regulierung	372
1. Definition von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern	373
2. Anwendungsbereich der Richtlinie	374
3. Art. 3g Abs. I a) ARL II: Information über die Ausübung von Stimmrechten	374
4. Art. 3g Abs. I b) ARL II: Information über die Nutzung der Dienste eines Stimmrechtsberaters	375
D. Bewertung der Regulierung durch die Richtlinie	375
I. Allgemeine Regulierungsansätze	376
1. Anwendungsbereich	376
2. Verhaltenskodex	376
3. Überprüfung der Regulierung nach Art. 3k II ARL II	377
II. Indirekte Regulierung	377
III. Inhaltliche Bewertung anhand der Kritik an der Stimmrechtsberatung	378
1. Interessenkonflikte	378
2. Qualität der Beratung und Ungenauigkeit der Empfehlungen	380
3. Transparenz	381
4. Einfluss auf die Corporate Governance	382
5. Schaffung eines weiteren Agenturproblems	383

6. Mangelnder Wettbewerb unter den Stimmrechtsberatern	384
7. Kommentierungsmöglichkeit der Emittenten	385
8. Gesamtbewertung	386
IV. Auswirkungen der Aktionärsrechterichtlinie II auf die Konflikte mit der Unternehmensverfassung	386
V. Ergebnis	387
§ 6 Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II	389
A. Gesetzgebungsverfahren zum ARUG II	389
B. Referentenentwurf des ARUG II	393
I. § 134a AktG-E: Definition und Anwendungsbereich	393
II. §§ 134b, 134c AktG-E: Indirekte Regulierung	394
III. § 134d AktG-E	395
1. Absatz 1: Entsprechenserklärung zu einem Verhaltenskodex	395
2. Absatz 2: Offenlegung	396
3. Absatz 3: Veröffentlichung	396
4. Absatz 4: Information der Kunden über Interessenkonflikte	396
IV. § 135 AktG-E	397
V. § 405 AktG-E: Ordnungswidrigkeiten	399
C. Regierungsentwurf des ARUG II	400
D. Gesetzesbeschluss des Bundestages über das ARUG II	403
E. Bewertung des Gesetzesbeschlusses des Bundestages zum ARUG II	403
I. Eins-zu-Eins Umsetzung der Vorgaben der ARL II	403
II. Durchsetzung der Vorgaben der ARL II	405
III. Ausweitung des Anwendungsbereichs des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater	406
1. Inhaltliche Vorgaben an Stimmrechtsberater	407
a) Information der Kunden über Interessenkonflikte und Gegenmaßnahmen	407
b) Identifikation von Interessenkonflikten	408
c) Pflicht zur Veröffentlichung der Stimmempfehlungen	410
2. Rechtsdurchsetzung	411
a) Haftung	411

b) Ordnungswidrigkeiten	414
c) Depotprüfung	414
d) § 134d IV AktG-ARUG II	415
e) Zwischenergebnis	416
IV. Sinnhaftigkeit überschießender Regelungen im ARUG II	417
F. Fazit	418
§ 7 Überlegungen zur Regulierung unter Berücksichtigung der dualistischen Unternehmensverfassung	420
A. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an Stimmrechtsberater	420
I. Kommentierungsmöglichkeit der Emittenten	420
II. Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien	423
III. Aufsichtsbehördliche Kontrolle	423
IV. Verantwortlichkeit der Stimmrechtsberater	424
V. Prozentuale Begrenzung der Stimmrechtsvertretung	425
VI. Zwischenfazit	427
B. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an Aktionäre, die Stimmrechtsberater beauftragen	427
I. Meldepflicht über die Mandatierung von Stimmrechtsberatern	427
II. Konkretisierung der Treuepflichten	429
III. Joint-Venture-Modell	431
IV. Emittentenkoordinierte Stimmrechtsberatung	432
V. Zwischenfazit	433
C. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an die Unternehmensverfassung	433
I. Einfluss auf Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat	433
1. Intensivierung des generellen Investorenkontakts	434
2. Stärkung der Stellung der Mitglieder der Unternehmensleitung	434
II. Informationelle Ungleichbehandlung	435
1. Senkung der Voraussetzungen des Nachinformationsanspruchs aus § 131 IV AktG	435
2. Offenlegung der Informationsweitergabe	436
III. Stellung des Aufsichtsrats	438
1. Absicherung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats	438

Inhaltsverzeichnis

2. Dialog des Aufsichtsrats (-vorsitzenden) mit Stimmrechtsberatern	440
a) Zulässigkeit des Dialogs mit Stimmrechtsberatern	440
b) Vereinbarkeit des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden mit der Ausgestaltung als Kollegialorgan	441
D. Fazit	442
§ 8 Schlussbetrachtung	444
A. Gesamtfazit	444
B. Ausblick	445
Literaturverzeichnis	447