

Stefan Blenk

Die Mitgliedschaft in der Investmentaktiengesellschaft

Kritische Würdigung und Ausstrahlwirkung auf das
allgemeine Aktienrecht



Nomos

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| Einleitung | 19 |
| § 1 Einführung in die Problematik | 19 |
| I. Fragestellung und Anliegen der Untersuchung | 19 |
| II. Bedeutung der dogmatischen Durchdringung der InvAG | 22 |
| 1. Legislative Entwicklung der InvAG | 22 |
| 2. Die Einführung des materiellen Fondsbegriffs | 24 |
| 3. Forschungsbedarf zur InvAG | 25 |
| § 2 Gang der Untersuchung | 27 |
| Erster Teil: Die Mitgliedschaft der Aktionäre im KAGB | 30 |
| § 3 Das Konzept einer asymmetrischen Mitgliedschaft | 30 |
| I. Charakterisierung der zwei Aktiengattungen der InvAG | 30 |
| 1. Grundzüge der Mitgliedschaft im Aktienrecht | 30 |
| 2. Unternehmensaktionäre | 33 |
| 3. Anlageaktionäre | 34 |
| 4. Qualifizierte Anlageaktionäre | 35 |
| II. Mehr Gestaltungsfreiheit für Unternehmensaktionäre | 36 |
| 1. Der Grundsatz der Satzungsstrenge als eine mögliche Form der Beschränkung der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit durch zwingendes Recht | 37 |
| 2. Die Streichung des Grundsatzes der Satzungsstrenge | 40 |
| a) Teleologische Reduktion des § 108 II 1 KAGB? | 40 |
| aa) Die frühere Ansicht der BaFin | 40 |
| bb) Kritik | 42 |
| b) Vollkommene Dispositivität? | 44 |
| aa) §§ 134 und 139 BGB als Grenze der Gestaltungsfreiheit? | 44 |
| bb) Eigener Ansatz | 45 |
| 3. Die Substitution durch zwingendes Recht des KAGB | 46 |
| a) Das anwendbare Recht des KAGB | 47 |

| | |
|---|----|
| b) § 108 II 1 KAGB: Rangfragen zwischen AktG und KAGB | 48 |
| aa) Der Unterschied zwischen dem Rangverhältnis und dem Grundsatz der Satzungsstrenge | 49 |
| bb) Unsicherheiten hinsichtlich der Reichweite der Ranganordnung | 50 |
| 4. Ergebnis | 52 |
| III. Das ordentliche Austrittsrecht nach § 116 II 1 KAGB | 53 |
| 1. Kein Erwerb eigener Aktien (§§ 71 ff. AktG) | 54 |
| 2. Austrittsrecht auch für Unternehmensaktionäre | 55 |
| 3. Grenzen des Austrittsrechts | 56 |
| a) Gesetzliche Begrenzung durch die Mindesthaftsumme (§ 116 II 2 und 3 KAGB) | 57 |
| aa) Tatbestand | 57 |
| bb) Rechtsfolge | 58 |
| b) Satzungsmäßige Beschränkungsmöglichkeiten | 60 |
| aa) Satzungsmäßiges Mindestkapital nach § 116 I KAGB? | 60 |
| bb) Katastrophenklausel | 62 |
| cc) Festlegung von Austittsterminen | 62 |
| IV. Das Bezugsrecht und sein gesetzlicher Ausschluss | 64 |
| 1. Die Bezugsrechte im Einzelnen | 64 |
| 2. Gesetzlicher Bezugsrechtsausschluss für Anlageaktionäre – Verwässerungsgefahr? | 67 |
| a) Wertverwässerungsgefahr allgemein | 68 |
| b) Wertverwässerungsgefahr bei höherem Börsenkurs | 70 |
| c) Stellungnahme und Lösung des Problems | 72 |
| 3. Möglichkeit des Ausschlusses des Bezugsrechts für Unternehmensaktionäre durch Beschluss? | 73 |
| V. Sonstige Mitverwaltungsrechte für Anlageaktionäre? | 74 |
| 1. Anfechtungsrecht | 75 |
| 2. Organhaftung | 77 |
| a) Bestellung eines Sonderprüfers | 77 |
| b) Geltendmachung von Ersatzansprüchen | 78 |

| | |
|--|-----|
| VI. Die Zuständigkeiten der Hauptversammlung – die Machtbalance zwischen Unternehmensaktionären und Vorstand | 79 |
| 1. Anwendbarkeit der Holz Müller-Doktrin über § 108 II 1 KAGB | 80 |
| a) Hinreichender Schutz durch das Austrittsrecht? | 81 |
| b) Interessenmonismus des § 119 I 2 Nr. 1 KAGB? | 81 |
| c) Bessere Überwachung in der InvAG? | 85 |
| aa) Aufsichtsrat | 87 |
| bb) Verwahrstelle | 88 |
| cc) Die staatliche Aufsicht durch die BaFin | 90 |
| dd) Zwischenergebnis: Keine Substitution durch eine investitionspezifische Kontrolle | 93 |
| d) Argumente für die Anwendung der Holz Müller-Doktrin | 94 |
| aa) Verfassungsrechtliche Grenze der Kompetenzverteilung | 94 |
| bb) Systematische Wertungen der Kompetenzverteilung im InvAG-Regime | 95 |
| 2. Zuständigkeit für die Ausgabe von Unternehmensaktien | 96 |
| a) Strömung pro Vorstandskompetenz | 97 |
| b) Strömung pro Hauptversammlungszuständigkeit | 98 |
| c) Stellungnahme und eigener Ansatz: Holz Müller-Doktrin als dogmatische Grundlage | 100 |
| VII. Ergebnis: Die Asymmetrie der Mitgliedschaft | 102 |
| § 4 Schutz vor zu großer Mehrheitsmacht | 104 |
| I. Der horizontale Agency-Konflikt in der InvAG | 104 |
| 1. Schutzvorkehrungen im Idealfall | 107 |
| 2. Tatsächliche Probleme | 108 |
| a) Fehlende Verhandlungsmacht von Kleinaktionären | 108 |
| b) Informationsasymmetrien | 109 |
| c) Transaktionskosten | 111 |
| d) Rationale Apathie | 113 |
| 3. Negative Folgen | 115 |
| 4. Strukturmerkmale der Körperschaft als Nährboden für die rationale Apathie | 116 |
| a) Mitgliederautonomie | 117 |

| | |
|---|-----|
| b) Mehrheitsprinzip | 118 |
| II. Die Verschärfung des Konflikts durch das Konzept der asymmetrischen Mitgliedschaft | 120 |
| 1. Vom Gesetzgeber normierter investmentrechtlicher Schutz | 121 |
| a) Das ordentliche Austrittsrecht nach § 116 II 1 KAGB | 121 |
| b) Kontrolle der Satzungsklausel durch die BaFin nach § 110 IV KAGB in Kombination mit der zwingenden Restriktion des Unternehmensgegenstandes bzw. Anlageportfolios nach § 110 II KAGB | 124 |
| 2. Vertrauen auf die Bewertungsfunktion der Märkte bzw. die Informationseffizienz? | 128 |
| a) Das Informationsmodell als Lösung des Konflikts von formeller und materieller Gestaltungsfreiheit | 128 |
| b) Der Ansatz der Satzungsbewertung durch einen informationseffizienten Markt | 130 |
| c) Informationseffizienz des Marktes für Aktien der InvAG? | 131 |
| III. Wertungsrahmen für ein Schutzkonzept | 135 |
| 1. Das Mehrheitsprinzip – axiomatisches Strukturprinzip? | 135 |
| 2. Privatautonomie | 138 |
| a) Formelle Privatautonomie | 138 |
| b) Materielle Privatautonomie | 140 |
| 3. Die Eigentumsgarantie (Art. 14 I GG) | 144 |
| a) Schutzbereich der Eigentumsgarantie als normgeprägtes Grundrecht | 144 |
| b) Unfreiwillige Beendigung der Mitgliedschaft als Grenze des Schutzbereichs | 148 |
| 4. Der Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) | 152 |
| 5. Die Wertung der stimmrechtslosen Vorzugsaktien (§§ 139 ff. AktG) | 155 |
| 6. Die Mitgliedschaft als subjektives Recht | 156 |
| 7. Die Verbandsdogmatik als Grenze | 158 |
| 8. Ergebnis | 161 |

| | |
|--|-----|
| IV. Eigenes Schutzkonzept | 162 |
| 1. Kernbereichslehre | 163 |
| a) Aufgabe der Kernbereichslehre im Personengesellschaftsrecht? | 165 |
| b) Möglichkeit der systemkohärenten Übertragung auf die InvAG | 166 |
| c) Reichweite des Kernbereichs | 168 |
| d) Notwendige Eingriffshandlungen | 171 |
| e) Zustimmungsrecht auch für Anlageaktionäre in der Publikums-InvAG | 173 |
| f) Annex: Gibt es eine Schnittmenge zwischen der Kernbereichslehre und der Holz Müller-Doktrin? | 177 |
| aa) Grundsätzliche Inkompatibilität der beiden Institute? | 177 |
| bb) Der Holz Müller-Fall als Nachweis einer vorhandenen Schnittmenge | 178 |
| cc) Mitwirkungsbefugnis von Anlageaktionären bei Holz Müller-Beschlüssen | 179 |
| 2. Allgemeine materielle Beschlusskontrolle für Anlageaktionäre | 180 |
| a) Bedarfsfälle | 181 |
| aa) Gewinnverwendungsbeschluss | 181 |
| bb) Weisungsrechte an den Vorstand | 182 |
| b) Horizontale gesellschaftsrechtliche Treuepflicht in der InvAG | 184 |
| c) Gesteigerte Treuepflicht in der InvAG? | 189 |
| aa) Die Unterscheidung zwischen uneigennütigen und eigennütigen Mitgliedsrechten | 189 |
| bb) Konzernrechtliche Treuepflichtwertungen | 191 |
| (1) Tatbestandliche Vergleichbarkeit | 192 |
| (2) Gesteigerter Treuepflichtmaßstab im Rechtsfolgenregime des Konzernrechts? | 196 |
| cc) Normierte gesteigerte Treuepflichten im InvAG-Regime | 198 |
| d) Kali & Salz | 199 |
| e) Das umfassende Kontrollmodell Wiedemanns | 201 |
| f) Kritik am Modell Wiedemanns und Stellungnahme | 203 |
| g) Schutzgemeinschaft II | 205 |

| | |
|---|-----|
| h) Konkrete Ausformung | 206 |
| § 5 Ergebnisse zur asymmetrischen Mitgliedschaft | 209 |
| Zweiter Teil: Ausstrahlwirkung | 211 |
| § 6 Das ordentliche Austrittsrecht | 212 |
| I. Begründungsversuche | 213 |
| 1. Kontrollfunktion des Austrittsrechts | 213 |
| 2. Redeemable shares | 214 |
| 3. § 289 V AktG | 216 |
| 4. Herleitung aus dem Personengesellschaftsrecht | 216 |
| II. Hindernisse für die Einführung eines ordentlichen Austrittsrechts | 219 |
| 1. Kollision mit dem Grundsatz der Kapitalerhaltung | 219 |
| 2. Das Liquiditätsproblem | 220 |
| 3. Bewertungsproblem | 223 |
| III. Ergebnis | 225 |
| § 7 Der Grundsatz der Satzungsstrenge | 225 |
| I. Umgehungssachverhalte | 225 |
| 1. Nebenabreden | 226 |
| 2. Umgehung der Satzungsstrenge im Konzern | 227 |
| 3. Ausweichen auf andere Rechtsordnungen | 228 |
| II. Innovationsfeindlichkeit und Inflexibilität | 229 |
| III. Legitimierungsansätze für den Grundsatz der Satzungsstrenge | 231 |
| 1. Gläubigerschutz | 232 |
| 2. Rechtssicherheit | 233 |
| 3. Mindestschutz für Anleger und Aktionäre vor horizontalen Agency-Konflikten | 234 |
| 4. Ergebnis: Keine hinreichende Legitimation des Grundsatzes der Satzungsstrenge | 240 |
| IV. Vollständige Gestaltungsfreiheit bei nichtbörsennotierten Gesellschaften? | 241 |
| V. Reformvorschlag | 245 |
| § 8 Der stimmrechtslose Anlageaktionär | 247 |
| I. Die Entwicklung der begrifflichen Klassifizierung in Anlage- und Unternehmensaktionäre | 247 |

| | |
|--|-----|
| II. Die Entwicklung der Mitgliedschaft im AktG: Tendenzen zum reinen Vermögensschutz bei Kleinanlegern | 249 |
| 1. Einschränkungen der Anfechtungsklage | 250 |
| 2. Ausschluss von Minderheitsaktionären | 252 |
| 3. Vereinfachter Ausschluss des Bezugsrechts (§ 186 III 4 AktG) | 253 |
| 4. Stimmrechtslose Vorzugsaktien | 256 |
| 5. Ergebnisse | 259 |
| III. Mülberts Konzept der hybriden Aktionärsstellung | 260 |
| IV. Kritik an Mülberts Konzept: Durchbrechung der Dichotomie zwischen Aktionärsstellung und rein schuldrechtlicher Gläubigerstellung | 263 |
| V. Widerspruch zur Idee der Aktionärsdemokratie? | 265 |
| VI. Die Professionalisierung der Hauptversammlung als Beitrag zur Verbesserung der Corporate Governance | 269 |
| 1. Die Möglichkeit der Fremdorganschaft als Mittel der Professionalisierung | 269 |
| 2. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle und der daraus resultierende vertikale Agency-Konflikt | 270 |
| 3. Gängige Lösungsstrategien | 273 |
| 4. Die Lösung durch eine professionalisierte Hauptversammlung | 275 |
| 5. Der Trend zur Stärkung des Organs Hauptversammlung gegenüber dem Vorstand | 277 |
| a) Holzmüller und Gelatine | 278 |
| b) Novellierung der Innenhaftung der Organe gemäß der §§ 147, 148 AktG | 280 |
| 6. Die mögliche Rolle der aktiven, professionalisierten Aktionäre und ihre bisherigen Grenzen | 282 |
| 7. Verbesserte Möglichkeiten der Blockbildung durch stimmrechtslose Anlageaktien | 284 |
| 8. Zwischenergebnis | 288 |
| VII. Schutz der Anlageaktionäre durch die allgemeine materielle Beschlusskontrolle | 289 |
| VIII. Definition von Unternehmens- und Anlageaktionären | 291 |
| 1. Subjektive Theorie: Das Interesse am Unternehmen | 291 |
| 2. Objektive Theorie: Das Kriterium der Einflussnahmemöglichkeit | 294 |

| | |
|---|-----|
| 3. Verobjektivierte subjektive Lösung des InvAG-Regimes: Starre Unterscheidung anhand der Ausgabe der Aktiengattung Anlageaktie | 296 |
| IX. Reformvorschlag | 298 |
| 1. Rechtstechnische Anforderungen an die Reform | 298 |
| 2. Konkrete Umsetzung | 300 |
| Schluss | 303 |
| § 9 Zusammenfassung der Ergebnisse | 303 |
| Literaturverzeichnis | 311 |
| Sachregister | 331 |