

Stefan Blenk

Die Mitgliedschaft in der Investmentaktiengesellschaft

Kritische Würdigung und Ausstrahlwirkung auf das
allgemeine Aktienrecht



Nomos

Schriften zum gesamten Unternehmensrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Carsten Herresthal, LL.M., Universität Regensburg

Prof. Dr. Wolfgang Servatius, Universität Regensburg

Band 8

Stefan Blenk

Die Mitgliedschaft in der Investmentaktiengesellschaft

Kritische Würdigung und Ausstrahlwirkung auf das
allgemeine Aktienrecht



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4158-8 (Print)

ISBN 978-3-8452-8377-7 (ePDF)

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern.

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Wintersemester 2016/2017 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg als Dissertation angenommen. Sie wurde im März 2016 abgeschlossen; neuere Rechtsprechung und Literatur konnten noch bis November 2017 berücksichtigt werden.

Herzlich bedanken möchte ich mich an erster Stelle bei meinem Doktorvater, Prof. Dr. Wolfgang Servatius. Er hat mir bei der Umsetzung des Themas vollkommen freie Hand gelassen, stand mir aber jederzeit mit Gesprächen, neuen Denkanstößen und Verbesserungsvorschlägen zur Seite. Prof. Dr. Carsten Herresthal danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens. Der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg sowie deren Alumniverein gebührt Dank für die Verleihung des Fakultätspreises 2017. Schließlich danke ich dem Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) für die freundliche Gewährung eines Druckkostenzuschusses.

Viele Freunde haben mich durch Höhen und Tiefen bei der Entstehung dieser Arbeit begleitet und mich dabei in unterschiedlichster Weise motiviert und unterstützt; in ganz besonderem Maße gilt dies aber für meine Verlobte Maria, für deren Geduld und Unterstützung ich mich hiermit bedanken möchte.

Gewidmet ist diese Untersuchung meinen Eltern Wolfgang und Inge Blenk, die mich auf meinem Ausbildungsweg stets auf jede erdenkliche Weise unterstützt haben und diese dadurch erst ermöglichten.

München, im November 2017

Stefan Blenk

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 Austrittsterminen	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 investmentspezifische 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 investimentrechtlicher 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

Inhaltsverzeichnis

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

*„Publikum ist alles oder nichts. [...] Publikum ist das Märchen
des Zeitalters des Verstandes, welches die einzelnen dazu erhebt,
noch mehr zu sein als König eines Volkes.“*

Søren Kierkegaard

Einleitung

§ 1 Einführung in die Problematik

I. Fragestellung und Anliegen der Untersuchung

Die eingangs zitierte philosophische Kritik *Kierkegaards* an der Überhöhung des Publikums als der entscheidenden Macht der Gesellschaft kann mit den Worten *Mestmäckers* auf die gesellschaftsrechtliche Diskussion übertragen werden. „Das Mißverhältnis zwischen der erwarteten Anteilnahme, dem eigenen wirtschaftlichen Interesse und den Einflussmöglichkeiten des Aktionärs ist zu groß, als dass es sich durch Reklame oder eine Art staatsbürgerlicher Erziehung zum *aktiven Aktionär* überbrücken ließe.“¹ Die Väter des Aktiengesetzes von 1965 versperrten sich dieser Einsicht noch und schufen das Leitbild des Stammaktionärs in der Publikums-gesellschaft, dessen Mitgliedschaft – verstanden als Gesamtheit seiner Rechte als Verbandsmitglied² – zuvorderst durch die Teilhaberechte an der Willensbildung geprägt ist.³ So sprach die Gesetzesbegründung zum AktG 1965 von Maßnahmen, welche „die Teilnahme der einzelnen Aktionäre am Leben der Gesellschaft *aktivieren* und die Ausübung ihrer Rechte, insbesondere des Stimmrechts, wirksamer gestalten sollen [...]“⁴. Jetzt allerdings scheint es so, dass der Gesetzgeber die fehlende Aktivität des Publikumsaktionärs erkannt und die notwendigen Konsequenzen für die Mitgliedschaft und die Rolle der Aktionäre in der Corporate Governance der AG gezogen hat.⁵

1 *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, S. 93.

2 *Lutter*, AcP 180 (1980), 84; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 11 II 1 (S. 101); *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, § 4 I 2 und 3 (S. 283 ff.).

3 *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. I, 2007, S. 889, 941.

4 *Kropff*, Aktiengesetz, S. 15.

5 Wenn in dieser Untersuchung von Corporate Governance gesprochen wird, dann meint dieser Begriff die Art und Weise der Willensbildung, der Ausführung dieses Willens und dessen Kontrolle in einem Unternehmen bzw. auch den Regelungs- und Ordnungsrahmen hierfür. Damit sind auch und vor allem die Beziehungen zwischen Vorstand, Aufsichtsrat, Aktionären und sonstigen *Stakeholdern* gemeint. Vgl.

Er legt mit der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital (InvAG⁶) nach den §§ 108 ff. KAGB⁷ ein Konzept einer Mitgliedschaft zwischen weitgehender mitverwaltungsrechtlicher Entmachtung der Anlageaktionäre als Inbegriff des rational apathischen Publikums und der Stärkung der Macht der Unternehmensaktionäre vor, dass die Mitgliedschaft und die Willensbildung in der Aktiengesellschaft zwar nicht revolutioniert,⁸ doch aber in bisher unbekannter Radikalität verändert.⁹ Die für die Mitgliedschaft des Aktionärs gravierendsten Veränderungen im InvAG-Regime, die für die Entmachtung des Publikums sorgen, sind die Abschaffung des Grundsatzes der Satzungsstrenge, die Einführung eines ordentlichen Austrittsrechts und die Einführung von Unternehmens- und stimmrechtslosen Anlageaktien. Flankiert werden diese Innovationen von weiteren Anpassungen des Rechtekatalogs der Anlageaktionäre wie dem generellen gesetzlichen Bezugsrechtsausschluss. Dieses Konzept ist der bisherige Höhepunkt einer langanhaltenden Diskussion über die Ausformung der aktienrechtlichen Mitgliedschaft und die Verbesserung der Corporate Governance im Aktienrecht.¹⁰ Die grundlegenden Abhandlungen, wie die

hierzu auch das Grünbuch der Europäischen Kommission, Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM (2011) 164 endg., S. 3.

- 6 Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital wird in dieser Untersuchung immer mit InvAG abgekürzt. Dies stellt zwar eine Ungenauigkeit dar, da neben der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital auch die geschlossene Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital in den §§ 140 ff. KAGB geregelt ist. Letztere ist jedoch nicht Gegenstand der Untersuchung und wird bei Bedarf als geschlossene Investmentaktiengesellschaft bezeichnet.
- 7 Im Folgenden wird immer von den aktuellen KAGB-Vorschriften gesprochen. Die §§ 108 ff. KAGB sind allerdings weitestgehend bedeutungsgleich mit den Vorgängernormen der §§ 96 ff. InvG. Bezieht sich Literatur auf alte Vorschriften, die die gleiche Bedeutung haben, wird nicht gesondert auf die Vorgängernorm hingewiesen, sondern einfach im aktuellen Kontext zitiert.
- 8 *Köndgen/Schmies*, WM 2004, Sonderbeilage Nr. 1, 2, 17, sprachen von einer „Revolution im Gesellschaftsrecht“.
- 9 *Freitag/Fürbass*, ZGR 2016, 729, 731 sprechen insofern von einem diametralen Gegensatz zwischen dem allgemeinen Gesellschaftsrecht und dem InvAG-Regime.
- 10 Vgl. zu den Zielen und Möglichkeiten einer verbesserten Corporate Governance auch eindrücklich BT-Drs. 14/7515, Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“.

von Zöllner¹¹, Wiedemann¹², Lutter¹³, Mülbert¹⁴ und Habersack¹⁵, haben die dogmatische Entfaltung der Mitgliedschaft in einem privatrechtlichen Verband entscheidend vorangetrieben und werden deshalb auch stets als Grundlage dieser Arbeit herangezogen.

Mit diesen Reformen des Aktienrechts in der *sandbox* InvAG schafft der Gesetzgeber eine neue Art der aktienrechtlichen Mitgliedschaft. Wegen des zwischen den Unternehmens- und den Anlageaktionären bestehenden Machtgefälles innerhalb dieser Mitgliedschaft wird – zur besseren begrifflichen Abgrenzung – von der asymmetrischen Mitgliedschaft die Rede sein. Die Untersuchung dieses neuartigen Konzepts einer asymmetrischen Mitgliedschaft wird den *ersten Hauptteil* der Arbeit ausmachen. Im Mittelpunkt dieses ersten Hauptteils wird dabei zunächst die Frage stehen, wie die Mitgliedschaft im InvAG-Regime nach der gesetzgeberischen Konzeption ausgestaltet ist. Im Anschluss daran gilt es zu fragen, ob es der Gesetzgeber geschafft hat, das Aktienrecht so zu reformieren und zu modernisieren, dass dabei dessen Schutzzweck, nämlich der notwendige Aktionärs- und Minderheitenschutz, nicht preisgegeben wird. Da die gesetzgeberische Konzeption einen hinreichenden Schutz – und so viel kann schon vorweggenommen werden – nicht anbietet, muss dieser Aktionärschutz rechtsfortbildend eingeführt werden.

Diese mit dem notwendigen Schutz angereicherte asymmetrische Mitgliedschaft des InvAG-Regimes, die sich so gravierend von der Mitgliedschaft des AktG unterscheidet, könnte eine Schrittmacherrolle für die gesamte Reformdiskussion des deutschen Aktienrechts übernehmen und dabei bereits bestehende Argumente be- oder entkräften sowie neue hinzufügen. Zum Beispiel sind die Diskussionen um die Abschaffung des Grundsatzes der Satzungsstrenge Legion.¹⁶ Begreift man also die Streichung des § 23 V AktG ebenso wie die Einführung eines ordentlichen Austrittsrechts und des stimmrechtslosen Anlageaktionärs als Innovationen, könnten diese als Präzedenzfälle auf das allgemeine Aktienrecht ausstrahlen und die

11 Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden.

12 Wiedemann, Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften.

13 Lutter, AcP 180 (1980), 84.

14 Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt.

15 Habersack, Die Mitgliedschaft – Subjektives und ‚sonstiges‘ Recht.

16 Zahlreiche Nachweise zu dieser leidenschaftlich diskutierten Frage finden sich unten bei § 7.

Diskussion neu beleben. Diese binnenrechtsvergleichend gestellte Frage nach der Ausstrahlwirkung der Mitgliedschaftskonzeption des InvAG-Regimes auf das allgemeine Aktienrecht bildet den *zweiten Hauptteil* der Arbeit und soll mit den Worten *Hirtens* ganz wie der grenzüberschreitende Rechtsvergleich als großer Bruder dazu beitragen, den „Vorrat an Ideen“ auszubauen.¹⁷ Die InvAG könnte eine gesetzgeberische Wunscherfüllung und gleichzeitig ein Vorbild für eine Liberalisierung und Modernisierung des allgemeinen Aktienrechts sein, da in jüngerer Zeit das legislative Vorhaben im rechtswissenschaftlichen Raum steht, die Mitgliedschaft des Aktionärs von einer verbandsrechtlichen Ausprägung auf eine rein vermögensmäßige zu reduzieren.¹⁸

II. Bedeutung der dogmatischen Durchdringung der InvAG

Die Untersuchung der Mitgliedschaft der InvAG ist nicht nur aus einem wissenschaftlichen Erkenntnisinteresse heraus überaus sinnvoll. Die Bedeutung der InvAG für den Gesetzgeber und die Rechtsanwendung ist enorm gestiegen. Gleichzeitig wurde das InvAG-Regime bisher nur in Ansätzen dogmatisch durchdrungen.

1. Legislative Entwicklung der InvAG

Die InvAG in ihrem heutigen Gewand ist das Ergebnis einer längerfristigen legislativen Evolution. Der Gesetzgeber entschied sich bei der Schaffung des deutschen Investmentrechts, dem KAGG von 1957, gegen eine korporative Form des Investmentsparens und beließ es bei der Vertragsform als einziger Organisationsform. Dies wurde damals mit den sonst notwendigen einschneidenden Veränderungen des Aktienrechts begrün-

17 *Hirte*, FS Goette, S. 151, 159. Der Binnenrechtsvergleich mag vom Namen her ungewohnt sein, ist der Rechtswissenschaft aber nicht fremd. *Hirte*, FS Goette, S. 151, unternimmt einen gesellschaftsrechtlichen Binnenrechtsvergleich, *Berg*, FS Spellenberg, S. 675, stellt einen Binnenrechtsvergleich im Kommunalrecht an und *Rixen*, Sozialrecht als öffentliches Wirtschaftsrecht, passim, insb. S. 30 ff., vergleicht das deutsche Sozialrecht mit dem öffentlichen Wirtschaftsrecht.

18 *Schön*, FS Ulmer, S. 1359, 1359.

det¹⁹ – eine Aussage, die sich mit Blick auf die Innovationen des Konzepts der asymmetrischen Mitgliedschaft verifizieren lässt.

Die erste Investmentaktiengesellschaft wurde durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz 1998 eingeführt. Obwohl man sich dabei an ausländischen Vorbildern orientierte, übernahm man zunächst nicht das in den USA, in England und vor allem in Luxemburg und der Schweiz (SICAV) erfolgreiche Modell einer offenen kooperativen Investmentrechtsform,²⁰ sondern entschied sich zunächst für die geschlossene Form einer Investmentaktiengesellschaft. Allerdings blieb die geschlossene Investmentaktiengesellschaft des KAGG „totes Recht“²¹, da bis zur Ablösung des KAGG durch das InvG keine einzige Gesellschaft gegründet wurde.²² Wegen dieser mangelnden Akzeptanz wurde die geschlossene Investmentaktiengesellschaft später auch ersatzlos gestrichen.²³

Das Investmentmodernisierungsgesetz 2004 (InvModG) besann sich wegen dieser Erfolglosigkeit dann doch auf die Übernahme des erfolgreichen Konzepts der Luxemburger SICAV und führte mit der offenen InvAG ein absolutes Novum in die deutsche Kapitalgesellschaftsrechtslandschaft ein.²⁴ Es wurden im Nachgang zur Einführung einige InvAGen gegründet, ein durchschlagender Erfolg blieb jedoch zunächst aus.²⁵ Als Ursachen werden die damals noch weitgehend bestehende Unvereinbarkeit von Investmentrecht und Aktienrecht und die unvollständig entwickelten Detailregelungen genannt.²⁶ Es wurden beträchtliche Friktionen zwischen Investmentrecht und allgemeinem Aktienrecht erkannt.²⁷ Trotz der Angleichung der InvAG an das Sondervermögen in Vertragsform blieb vor allem das nicht disponible Stimmrecht aller Aktionäre der kritisierte

19 Vgl. *Fock/Hartig*, FS Spiegelberger, S. 653, 654. mwN.

20 Nicht die französische SICAF als geschlossene Fondsform, sondern die SICAV mit variablem Kapital trat im Ausland den Siegeszug an, vgl. *Fromm*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, S. 11 ff.

21 *Baums/Kiem*, FS Hadding, S. 741, 741; *Köndgen/Schmies*, WM 2004, Sonderbeilage Nr. 1, 2, 17, bezeichnen die geschlossene Investmentaktiengesellschaft als „tot geborenes Kind“.

22 *Fock/Hartig*, FS Spiegelberger, S. 653, 655.

23 *Gruhn*, Die deutsche Investmentaktiengesellschaft, S. 9.

24 *Steck/Schmitz*, AG 2004, 658, 658 f.

25 *Fock/Hartig*, FS Spiegelberger, S. 653, 656.

26 *Dornseifer*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, 1. Aufl. 2013, Vor §§ 96–106b InvG Rn. 4.

27 *Wallach*, Der Konzern 2007, 487, 488.

Hauptunterschied.²⁸ Die Literatur regte folgerichtig an, der InvAG auch die Ausgabe stimmrechtsloser Aktien zu gestatten.²⁹

Das Investmentänderungsgesetz 2007 (InvÄndG) setzte diese Kritikpunkte um und versuchte, Inkongruenzen zu beseitigen, die sich durch das Nebeneinander von Investment- und Aktienrecht ergaben.³⁰ Es wurden stimmrechtslose Anlageaktien als Gattung eingeführt und der vor allem mit der Satzungsstrenge nunmehr gestrichene aktienrechtliche Aktionärschutz wurde durch einen investmentspezifischen Anlegerschutz ersetzt.³¹ Das KAGB wurde schließlich durch das AIFM-Umsetzungsg 2013 eingeführt und bildet den vorläufigen legislativen Schlusspunkt.³²

Damit wurde die InvAG nunmehr seit vierzehn Jahren stetig weiterentwickelt und trotz faktischer Rückschläge und häufiger Kritik als Rechtsform beibehalten. Diese legislative Ausdauer unterstreicht die Bedeutung der InvAG, sowohl autonom als Rechtsform für das Investmentvermögen³³ als auch als Spielwiese für künftige aktienrechtliche Reformen.

2. Die Einführung des materiellen Fondsbegriffs

Neben diesem legislativen Durchhaltevermögen zeigt vor allem auch der mit dem KAGB eingeführte materielle Fonds begriff die gestiegene Bedeutung der InvAG.³⁴ So reagierte der europäische Gesetzgeber auf die weltweite Finanzkrise mit einer verstärkten Regulierung von alternativen Investmentfonds im Rahmen der AIFM-Richtlinie.³⁵ Diese Fonds verwalten

28 *Fock/Hartig*, FS Spiegelberger, S. 653, 656.; *Fock*, BB 2006, 2371.

29 *Fock*, BB 2006, 2371, 2374.

30 BT-Drs. 16/5576, S. 83.

31 BT-Drs. 16/5576, S. 83.

32 Das InvAG-Regime blieb vom AIFM-Umsetzungsg relativ unberührt. Es wurde im Hinblick auf eine verbesserte Übersichtlichkeit teilweise neu strukturiert und der Wortlaut wurde redaktionell angepasst, vgl. BT-Drs. 17/12294, S. 190.

33 Ein Investmentvermögen wird von § 1 I KAGB als Organismus für gemeinsame Anlagen definiert, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. In dieser Definition sind die wesentlichen Grundprinzipien des deutschen Investmentrechts enthalten: die gemeinsame Anlage, sprich das Prinzip der Kollektivanlage und das Prinzip der Fremdverwaltung.

34 So auch *Freitag/Fürbass*, ZGR 2016, 729, 730.

35 *Tollmann*, in: *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, 1. Aufl. 2013, Einleitung, 6 f.

einen erheblichen Teil aller investierten Vermögenswerte in der EU und haben damit letztlich einen bedeutenden Einfluss auf Märkte und Unternehmen, in die sie investieren. Das Fehlen einer koordinierten nationalen Aufsicht bzw. einer kohärenten Regulierung für diesen Markt der alternativen Investmentfonds erhöhte nach Einschätzung der EU die systemischen Risiken, die von alternativen Investmentfonds wie Hedgefonds ausgehen.³⁶ Zentraler Bestandteil der verstärkten Regulierung ist die Einführung des materiellen Fondsbegriffs, der den bisher das Investmentrecht (KAGG und InvG) prägenden formellen Fondsbegriff ersetzt. Alle Investmentvermögen nach § 1 I KAGB werden vom KAGB erfasst wie auch reguliert und müssen demnach den Anforderungen dieses Gesetzes genügen, um die erforderliche Erlaubnis zur Geschäftstätigkeit zu erhalten und nicht wieder zu verlieren.³⁷ Andernfalls dürfen sie nicht tätig sein. Nach dem formellen Fondsbegriff des InvG fielen nur die Investmentvermögen unter das InvG, welche die speziellen Anforderungen erfüllten. Alle anderen Fonds blieben unreguliert. Der Fonds hatte es also damals selbst in der Hand, ob er unter die Regulierung des InvG fallen wollte. Nunmehr werden aber die Investmentvermögen global erfasst, egal, ob sie dies wollen oder nicht. Mit dem materiellen Fondsbegriff steigt demnach die Bedeutung des Investmentrechts in Deutschland erheblich an, da nunmehr alle Fonds von der Regulierung betroffen sind. Mit der steigenden Bedeutung des Investmentrechts steigt aber auch die Bedeutung der abschließend geregelten Rechtsformen und damit auch der InvAG.

3. Forschungsbedarf zur InvAG

Zwar wurde die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital in ihrer heutigen Gestalt in den wesentlichen Grundzügen also bereits durch das InvÄndG 2007 eingeführt, doch liegt bisher noch keine systematische Untersuchung der Mitgliedschaft der InvAG vor, vor allem auch im Hinblick auf mögliche Lücken im Aktionärsschutz. Der früher geltende formelle Fondsbegriff ist wohl ein Grund für die dogmatische Unterent-

36 Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter 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, ABIEU Nr. L 174 vom 1.7.2011, S. 1.

37 BT-Drs. 17/12294, S. 188 f.

wicklung des Investmentrechts. Mangels faktischer Bedeutung des InvG hielt sich dann auch die Riege der Universitätsprofessoren bis dato vom Investmentrecht weitgehend fern, es blieb ein Feld für Spezialisten und Praktiker.³⁸ Das investmentrechtliche Schrifttum, auch das monographische, beschränkt sich dagegen auf kompendienhafte, sehr technische Abhandlungen zu speziellen Einzelproblemen der InvAG, die sich aus der praktischen Anwendung der Normen ergeben.³⁹ Eine akzentuierte und um Institutionenbildung im Sinne *K. Schmidts*⁴⁰ bemühte Durchdringung wie im allgemeinen Aktienrecht kann nur in Ansätzen verzeichnet werden.⁴¹ Ein weiterer Grund für diese mangelhafte dogmatische Durchdringung ist wohl die fehlende Ausformung des InvAG-Regimes durch eine investmentspezifische Rechtsprechung, da bisher zur InvAG kein einziges Gerichtsurteil erging.

Da schon eine dogmatische Durchdringung der Mitgliedschaft der InvAG fehlt, ist es nur folgerichtig, dass auch der hier angestrebte Binnenrechtsvergleich zwischen der Mitgliedschaft der InvAG und der des allgemeinen Aktienrechts mit einer möglichen Ausstrahlwirkung des Sonderaktienrechts bisher noch nicht unternommen wurde. Zwar untersuchte *G.H. Roth* schon in den 1970er Jahren in äußerst gelungener Weise die Übertragbarkeit von US-investmentrechtlichen Eigenheiten wie dem Austrittsrecht und der Stimmrechtslosigkeit der Anleger in das deutsche Aktienrecht.⁴² Seine Ansätze werden demgemäß auch immer wieder Gegenstand der Untersuchung sein. Doch ging es dort eben nicht um ein Sonderaktienrecht des deutschen Gesetzgebers, geschweige denn um die InvAG.

38 *Einsele*, AG 2011, 141; *Köndgen*, FS Nobel, S. 529; *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 113 Rn. 220 ff.; *Köndgen/Schmies*, WM 2004, Sonderbeilage Nr. 1, 2.

39 *Fromm*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital; *Fischer*, Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive; *Wegner*, Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investmentaktiengesellschaft mit Teilgesellschaftsvermögen; *Gruhn*, Die deutsche Investmentaktiengesellschaft; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital; *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England.

40 Zur Institutionenbildung im Gesellschaftsrecht *K. Schmidt*, FS Stimpel, S. 217, 217 ff.; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, § 3 III 2 (S. 53 f.).

41 In diese Richtung *Fock/Hartig*, FS Spiegelberger, S. 653, 662.

42 *G. H. Roth*, Das Treuhandmodell des Investmentrechts.

Mit der Einführung des KAGB ist allerdings eine Kehrtwende in der wissenschaftlichen Diskussion zum Investmentrecht zu verzeichnen. Belege für das gestiegene wissenschaftliche Interesse am Investmentrecht im Zeitalter des KAGB sind die von Möllers federführend betreute Tagung zum neuen Kapitalanlagegesetzbuch sowie die seither in schneller Abfolge erschienenen wissenschaftlichen Aufsätze zum Thema KAGB.⁴³

§ 2 Gang der Untersuchung

Der Gang der Untersuchung ergibt sich im Wesentlichen aus der bereits skizzierten Themenstellung. Nukleus des ersten Hauptteils wird die Untersuchung der Neugestaltung der aktienrechtlichen Mitgliedschaft in der InvAG sein. Zunächst ist hierfür auf Basis des geltenden Rechts der Ist-Zustand dieses Konzepts im Sinne einer Bestandsaufnahme durch Auslegung zu ermitteln (§ 3). Dabei bildet das InvAG-Regime ein Sonderaktienrecht, das nur ein Teil des Systems des allgemeinen Aktien- und Gesellschaftsrechts ist. Dies ergibt sich schon aus § 108 II 1 KAGB. Deshalb wird in aller Regel versucht, die Normen des KAGB systemkohärent zum allgemeinen Gesellschaftsrecht auszulegen. Allerdings gebietet das Sachthema oder die Einzigartigkeit der KAGB-Norm manchmal eine autonome Auslegung allein im Kontext des KAGB selbst. Wenn sich diese Arbeit im Rahmen der Bestandsaufnahme mit kleineren, meist praktischen Problemen der Rechtsanwendung beschäftigt, dann nicht zum Zwecke der Bereicherung des investmentrechtlichen, meist sehr technischen Schrifttums. Es wird zu vermeiden versucht, sich an diesen Stellen besonders lange aufzuhalten. Zweck der Überprüfung einiger eher rechtstechnischer Probleme wie dem ordentlichen Austrittsrecht und dem gesetzlichen Bezugsrechtsausschluss ist nur, die Auswirkungen der jeweiligen Norm auf das Konzept der asymmetrischen Mitgliedschaft insgesamt zu untersuchen. Diese rechtstechnischen Probleme werden also immer vom größeren Zusammenhang der Stärkung oder Schwächung der Mitgliedschaft aus betrachtet.

Der Befund wird sein, dass der Gesetzgeber mit der Einführung der Unterscheidung zwischen Unternehmensaktionären und stimmrechtslosen

43 Möllers/Kloyer (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, 2013; Wiedemann, NZG 2013, 1041; Zetzsche, AG 2013, 613; Zetzsche/Preiner, WM 2013, 2101; Kort, AG 2013, 582; Servatius, ZfIR 2013, 709; Servatius, ZfIR 2014, 134; Servatius, ZfIR 2014, 677; Koch, WM 2014, 433; Casper, ZHR 179 (2015), 44.

Anlageaktionären sowie der Streichung der Satzungsstrenge ein Konzept der asymmetrischen Mitgliedschaft verfolgt. Dieses Konzept ist anschließend daraufhin zu prüfen, ob es hinreichenden Aktionärsschutz bietet (§ 4). Dabei wird zu zeigen sein, dass die gesetzlich vorgesehenen Schutzmechanismen vor zu großer Mehrheitsmacht nicht ausreichend sind, es werden hier also Lücken im System festgestellt. Auf Grund dieser Diagnose ist für das Konzept der asymmetrischen Mitgliedschaft eine passende Therapie zu entwickeln. Im Rahmen der Erarbeitung dieser Therapie wird zunächst der Wertungsrahmen für ein eigenes Schutzkonzept ermittelt. Hier gilt es vor allem aufzuzeigen, welche dogmatischen und verfassungsrechtlichen Vorgaben und Schranken für die Ausgestaltung der Mitgliedschaft der Aktionäre bestehen. Soweit dabei hinreichend diskutierte Fragestellungen des allgemeinen Aktienrechts berührt werden, werden diese weitestgehend auf der Basis der hM dargestellt, ohne (Fundamental-) Kritik zu üben. Mit dem daraus gewonnenen Mandat werden abschließend rechtsfortbildend die aus dem allgemeinen Gesellschaftsrecht bekannten Institute der Kernbereichslehre und der allgemeinen materiellen Beschlusskontrolle systemkohärent und gleichzeitig gesetzübersteigend als befriedigende Schutzmechanismen vor der Mehrheitsmacht in das InvAG-Regime übertragen und damit die erkannten Lücken geschlossen.

Der zweite Hauptteil wird sich ausschließlich mit der Ausstrahlwirkung des Konzepts der asymmetrischen Mitgliedschaft vom Sonderaktienrecht auf das allgemeine Aktienrecht befassen. Während der erste Hauptteil vollkommen frei von jeglicher rechtspolitischen Wertung ist und sich vor allem auch die Therapie im Sinne der Etablierung eines eigenen Schutzkonzepts allein aus der dogmatischen Notwendigkeit durch die Schutzlücken ergibt, wird sich der zweite Hauptteil vollständig mit der Frage beschäftigen, ob die drei wesentlichen Innovationen des Konzepts der asymmetrischen Mitgliedschaft auch im allgemeinen Aktienrecht rechtspolitisch und dogmatisch wünschenswert sind. Dieser Teil beschäftigt sich also nicht wie der erste Hauptteil mit der Rechtslage *de lege lata*, sondern Ergebnis dieses zweiten Hauptteils werden Vorschläge für gesetzgeberische Reformen *de lege ferenda* sein. Dabei stehen die beiden Hauptteile nicht unverbunden nebeneinander. Der erste Hauptteil ist zwar für sich schon von eigenständiger Bedeutung. Gleichzeitig ist die eingehende Untersuchung der Stärken und Schwächen des Konzepts der asymmetrischen Mitgliedschaft unbedingte Voraussetzung für die fundierte rechtspolitische Würdigung der Ausstrahlwirkungen.

Zunächst wird über die Sinnhaftigkeit der Einführung eines ordentlichen Austrittsrechts in das allgemeine Aktienrecht zu diskutieren sein (§ 6). Es wird sich zeigen, dass alle möglichen Begründungsversuche hierzu unschlüssig sind und sich zudem bei einem derartigen Vorhaben auch erhebliche rechtliche und faktische Probleme ergeben. Im Anschluss wird der Frage nachgegangen, ob auch im allgemeinen Aktienrecht der Grundsatz der Satzungsstrenge aufgegeben oder zumindest abgemildert werden sollte (§ 7). Kern dieses Abschnitts wird die Auseinandersetzung mit den in der Literatur vertretenen Legitimationsansätzen sein, die alle an sich geeignet sind, jedoch alle auch an demselben Mangel an Erforderlichkeit leiden, so dass am Ende über eine Reduzierung des zwingenden Rechts im AktG nachgedacht werden muss. Am begründungsintensivsten ist die Übertragung der Innovation der Einführung von Unternehmens- und stimmrechtslosen Anlageaktien (§ 8). Um diesen Aspekt der asymmetrischen Mitgliedschaft in das allgemeine Aktienrecht übertragen zu können, braucht es Anknüpfungspunkte in der gesetzgeberischen Entwicklung, im Schrifttum und schließlich auch sachliche Gründe wie die verbesserte Corporate Governance durch mächtigere Unternehmensaktionäre. Sodann sind die zur Übernahme empfohlenen Innovationen auch rechtstechnisch in einen konkreten Reformvorschlag zu gießen (§ 9). Die Untersuchung schließt mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse (§ 10).

Erster Teil: Die Mitgliedschaft der Aktionäre im KAGB

§ 3 Das Konzept einer asymmetrischen Mitgliedschaft

Um die einleitend erwähnte Annahme für die Mitgliedschaft der Aktionäre der InvAG zu prüfen, müssen deren Mitverwaltungs- und Vermögensrechte, wie sie sich gemäß § 108 II 1 KAGB aus der Kombination des Sonderaktienrechts der §§ 108 ff. KAGB und den Normen des allgemeinen Aktienrechts ergeben, als Inbegriff der Mitgliedschaft durch Auslegung ermittelt werden.

I. Charakterisierung der zwei Aktiengattungen der InvAG

1. Grundzüge der Mitgliedschaft im Aktienrecht

Die Mitgliedschaft des Stammaktionärs nach dem AktG ist mit bestimmten Mitverwaltungs- und Vermögensrechten verbunden. Das wichtigste Mitverwaltungsrecht⁴⁴ ist das Stimmrecht (§§ 12 I 1, 133, 134 AktG). Es ist definiert als die dem Aktionär eingeräumte Möglichkeit, durch Stimmabgabe an den Beschlüssen der Hauptversammlung, also an der Willensbildung des obersten Organs der AG, gestaltend mitzuwirken.⁴⁵ Es ist der stärkste Ausdruck aktiendemokratischer Verbandsverfassung.⁴⁶ Gleichzeitig findet das Stimmrecht in der Kompetenzzuweisung des § 119 AktG seine normative Grenze. Die Hauptversammlung hat keine Allzuständigkeit, womit auch die funktionelle Reichweite des Stimmrechts auf die gesetzlich benannten und die ungeschriebenen Hauptversammlungsbefugnisse begrenzt ist.⁴⁷ Im Gegensatz zum Recht der GmbH gewährt das AktG

44 Einen umfassenden Überblick über alle Mitverwaltungsrechte gibt *Mülbert*, in: *GroßkommAktG*, 4. Aufl. 2009, Vor §§ 118–147 AktG Rn. 210.

45 *Brändel*, in: *GroßkommAktG*, 4. Aufl. 2004, § 12 AktG Rn. 4, 17.

46 *Von Mülbert*, in: *GroßkommAktG*, 4. Aufl. 2009, Vor §§ 118–147 AktG Rn. 208 f., wird es als primäres bzw. originäres Recht bezeichnet.

47 Vgl. hierzu nur *Kubis*, in: *MünchKommAktG*, 3. Aufl. 2013, § 119 AktG Rn. 1 f.