

EXPOSÉ

zum Dissertationsvorhaben
mit dem vorläufigen Arbeitstitel

Ausgewählte Fragen zur Regulierung von Stimmrechtsberatern

vorgelegt von

Mag. Daniel Mert Yilmaz

11709871

Angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (Doctor iuris, Dr. iur.)

Wien, im April 2024

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

UA 783 101

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt:

Rechtswissenschaften

Betreut von:

Univ.-Prof. Mag. Dr. Ulrich Torggler, LL.M. (Cornell)

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
I. Einführung in die Problemstellung	3
A. Einführung.....	3
B. Problemdarstellung.....	5
C. Überblick der bisherigen Regulierung	7
II. Inhalt, Gang und Methoden der Untersuchung	8
III. Vorläufige Gliederung.....	10
IV. Vorläufiger Zeitplan.....	12
V. Vorläufiges Literaturverzeichnis (Auswahl).....	13
VI. Vorläufiges Judikaturverzeichnis (Auswahl).....	14

I. Einführung in die Problemstellung

A. Einführung

Stimmrechtsberater (im Englischen: *Proxy Advisors*) traten erstmals in den letzten 30-40 Jahren in den USA in Erscheinung, sie gerieten aber erst um die Jahrhundertwende in den Fokus der Regulatoren und Gesetzgeber.¹ Einer der Gründe hierfür war insbesondere die Weltfinanzkrise 2007.² Ihre zunehmende Bedeutung verdanken Stimmrechtsberater vor allem dem Umstand, dass passiv verwaltete Investmentfonds kontinuierlich wuchsen und bei Anlegern auch beliebter wurden, was letztlich zu immer größeren Portfolios der Investmentfonds und somit zu höherem Verwaltungsaufwand führte.³ Eine Novelle des US-amerikanischen *Investment Companies Act* im Jahr 2003 sah eine Pflicht zur Offenlegung des Stimmverhaltens und -politik der institutionellen Anleger vor, was den Bedarf an Stimmrechtsberatern erhöhte.⁴ Auch wurden Treuhänder von US-amerikanischen Pensionskassen verpflichtet, Stimmrechte im Interesse der Endbegünstigten auszuüben, was ebenso zu einer höheren Nachfrage nach den Dienstleistungen der Stimmrechtsberater führte.⁵ Institutionelle Anleger konnten nach einer – inzwischen nicht mehr ausgeübten – Praxis der US-amerikanischen *Securities and Exchange Commission* (SEC) die Einhaltung der obigen Pflichten durch die Beauftragung eines Stimmrechtsberaters nachweisen.⁶ Eine vergleichbare Stimmabgabepflicht gab es innerhalb der EU nicht, sie wurde nur *de facto* gelebt.⁷

Das Geschäftsmodell liegt hauptsächlich in der Stimmrechtsberatung bei Hauptversammlungen.⁸ Diese Beratung erfolgt in der Regel auf Grundlage von standardisierten *Voting Guidelines*, die aber auch individuell erstellt oder vom beratenen Aktionär bzw Anleger

¹ ESMA, An Overview of the Proxy Advisory Industry, ESMA/2012/212, 22.03.2012 Rz 23 ff; Hell, Stimmrechtsberater in der modernen Corporate Governance, ZGR 2021, 50 (53 ff); Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013) 38; Fleischer, zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2012, 2 (3); Poelzig, Stimmrechtsberater – ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen Teil 1, ZHR 185 (2021) 373 (379); Balp, Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach, ECFR 2017, 1 (2).

² Wachter in Gruber (Hrsg), BörseG 2018/MAR I (2020) § 188 Rz 4.

³ U. Torggler, Proxy Advisors and Disclosure of Conflicts of Interest, in Veil/Tountopoulos, Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives (2019) 143 (144); Hell, ZGR 2021, 50 (55); zum Unterschied von aktiv und passiv verwalteten Fonds s Heinen, Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance (2019) 3.

⁴ Hell, ZGR 2021, 50 (54); Poelzig, ZHR 185, 373 (378, 379).

⁵ Poelzig, ZHR 185, 373 (379).

⁶ Poelzig, ZHR 185, 373 (379).

⁷ Wachter in Gruber, BörseG 2018/MAR I § 188 Rz 8.

⁸ Heinen, Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance, 62.

vorgegeben werden können.⁹ Anhand dieser werden die Abstimmungspunkte der jeweiligen Tagungsordnungspunkte analysiert und Stimmempfehlungen erstellt. Im Gegensatz zu standardisierten *Voting Guidelines* werden nicht alle individuell angefertigten *Voting Guidelines* veröffentlicht; nur manche institutionelle Anleger veröffentlichen diese von sich aus.¹⁰ Inzwischen würden viele institutionellen Anleger auf individuell angefertigte *Voting Guidelines* zurückgreifen.¹¹ Im Regelfall werden die Stimmempfehlungen von den beratenen Aktionären bzw Anlegern blind übernommen (sog **Robo-Voting**, auch **Auto-Voting**).¹² Der gelegentlichen Kritik, dass sich Robo-Voting nicht empirisch belegen ließe,¹³ ist nicht zu folgen.¹⁴ Überdies bieten Stimmrechtsberater auch eine Corporate-Governance-Beratung für Emittenten an,¹⁵ auch wenn dies nach dem jetzigen Informationsstand einzig vom weltweiten Marktführer *ISS* erfolgt.¹⁶ Als Zusatzleistung wird auch die Stimmrechtsvertretung angeboten.¹⁷

ISS und *Glass Lewis* sind die weltweit prominentesten und marktstärksten Stimmrechtsberater, wobei *ISS* als Pionier der gesamten Branche bezeichnet werden kann.¹⁸ Beide Unternehmen wurden in den USA gegründet und bilden gemeinsam ein weltweites Duopol.¹⁹ Auf lokalen Märkten herrscht ein Oligopol,²⁰ wobei es Indizien gibt, dass sich auch diese Märkte duopolistisch entwickeln werden.²¹ Kritisiert wurden stets die Eigentumsverhältnisse von *ISS*

⁹ *ESMA*, An Overview of the Proxy Advisory Industry Rz 29, 30, 36 f.

¹⁰ *ESMA*, An Overview of the Proxy Advisory Industry Rz 29, 30; *Hell*, ZGR 2021, 50 (63); vgl etwa die *Voting Guidelines* von *BlackRock*, abrufbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf> (abgefragt am 2. 4. 2024).

¹¹ *Hell*, ZGR 2021, 50 (64) FN 66.

¹² S hierfür die Studie von *Rose*, *Robovoting and Proxy Vote Disclosure*, 2 ff. abrufbar unter <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/EBSA/laws-and-regulations/rules-and-regulations/public-comments/1210-AB91/00223.pdf>; *Hoch*, SZW 2016, 487 (489); *Hell*, ZGR 2021, 50 (56, 57); *Poelzig*, ZHR 185, 373 (384); *Zetsche/Preiner*, Der Verhaltenskodex für Stimmberater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht, AG 2014, 685 (695).

¹³ Vgl etwa *Hell*, ZGR 2021, 50 (65 ff).

¹⁴ S hierzu *Rose*, *Robovoting and Proxy Vote Disclosure*, 2, 4, 6, der dies sehr wohl empirisch mit Daten aus den USA belegt.

¹⁵ *Schneider/Anzinger*, Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru’s enormous clout“, NZG 2007, 88 (91, 92); *ESMA*, An Overview of the Proxy Advisory Industry Rz 65 f; *Fleischer*, AG 2012, 2 (8); *Hell*, ZGR 2021, 50 (57, 58); *U. Torggler* in *Veil/Tountopoulos*, Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives, 143 (147); *Langenbucher* in FS Hoffmann-Becking, 733 (742).

¹⁶ Vgl etwa *Hell*, ZGR 2021, 50 (58), für den dies nicht zu berücksichtigen sei.

¹⁷ *Heinen*, Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance, 66; *Augustin*, (Selbst)Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern auf europäischer Ebene, ÖBA 2014, 583 (583).

¹⁸ Vergleiche FN 1.

¹⁹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 28 Rz 3; *Fleischer*, AG 2012, 2 (3).

²⁰ Für weitere Stimmrechtsberater mit eher lokaler Wirkung s *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung 45 ff.

²¹ *U. Torggler* in *Veil/Tountopoulos*, Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives, 143 (146).

und *Glass Lewis*, denn deren frühere Eigentümer wurden selbst an der Börse gehandelt.²² Dieses Problem hat sich bis zum heutigen Tag im Wesentlichen nicht entschärft, da die aktuelle Mehrheitseigentümerin von *ISS* die *Deutschen Börse AG* ist.²³

Ein wesentlicher Grund für das Wachstum der Stimmrechtsberatungsbranche waren und sind die Vorteile, die ihre Beauftragung mit sich bringt. Dazu zählt die Kostensenkung, die sich sowohl in den allgemeinen Verwaltungskosten als auch in den Stimmrechtsausübungskosten niederschlägt.²⁴ Des Weiteren erschaffen Skalenerträge und direkte Netzwerkeffekte weitere Kostenvorteile, die auch an die Aktionäre bzw Anleger weitergegeben werden.²⁵ Einen zusätzlichen Vorteil bietet die externe Kontrolle, die Stimmrechtsberater durch ihre Präsenz auf die Führungsebene der Unternehmen ausüben.²⁶ Weitere Ausführungen sind der Dissertation vorbehalten.

B. Problemdarstellung

Ausgehend von der dargestellten Marktsituation und dem fehlenden Wettbewerb ergibt sich eine Fülle an Problemen, die im Folgenden kurz abgebildet werden sollen.

Viel Potential für **Interessenskonflikte** bietet etwa die parallele Beratung von mehreren institutionellen Anlegern oder miteinander verbundenen Unternehmen. Zusätzlich können sich Interessenskonflikte aus der Eigentümerstruktur ergeben. Außerdem kann die parallele Beratung von mehreren institutionellen Anlegern auch zur Verfolgung von widersprüchlichen Interessen führen.²⁷ Daraus ergeben sich auch **insiderrechtliche** Fragestellungen, etwa beim Zugriff auf sensible Informationen, welche als Insiderinformation iSv Art 7 MAR zu werten sind. In diesem Zusammenhang ist auch fraglich, ob die Stimmrechtsempfehlung an sich eine selbstgeschaffene innere Tatsache (*Self Insider*) sein kann. Angesichts der ständigen Analyse von öffentlich zugänglichen Informationen seitens der Stimmrechtsberater ist auch fraglich, inwiefern diese Analysen Insiderinformationen sein können.

²² Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung 40 f; Fleischer, AG 2012, 2 (3); Augustin, ÖBA 2014, 583 (594);
²³ Vgl [https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/pressemitteilungen/Deutsche-B-rse-schlie-t-bernahme-von-ISS-erfolgreich-ab-und-st-rkt-damit-den-Fokus-auf-nachhaltiges-Investieren-2555132#:~:text=Die%20Deutsche%20B%C3%B6rse%20AG%20hat,Daten%20und%20Analytik%2C%20erfolgreich%20abgeschlossen](https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/pressemitteilungen/Deutsche-B-rse-schlie-t-bernahme-von-ISS-erfolgreich-ab-und-st-rkt-damit-den-Fokus-auf-nachhaltiges-Investieren-2555132#:~:text=Die%20Deutsche%20B%C3%B6rse%20AG%20hat,Daten%20und%20Analytik%2C%20erfolgreich%20abgeschlossen.). (abgefragt am 2. 4. 2024).

²⁴ Hell, ZGR 2021, 50 (55); Augustin, ÖBA 2014, 583 (583).

²⁵ Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung 190 f.

²⁶ Vgl Schockenhoff/Nußbaum, Die neuen Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater, ZGR 2019, 163 (167); Hössl/U. Torggler, Stimmrechtsberater, institutionelle Investoren und die Änderung der Aktionärsrechte-Richtlinie, GesRZ 2016, 185 (196).

²⁷ Balp, ECFR 2017, 1 (7).

Übernahmerechtliche Probleme können sich bei der parallelen Beratung von mehreren Anlegern ergeben, da diese uU gemeinsam vorgehende Rechtsträger iSv § 1 Z 6 ÜbG sein könnten. Hierbei müssten sowohl übernahme- als auch beteiligungspublizitätsrechtliche Rechtsfolgen berücksichtigt werden. Hauptaugenmerk der Dissertation soll dabei auf der Entscheidungsauslagerung beim Robo-Voting und der Nutzung von gleichen oder vergleichbaren *Voting Guidelines* liegen.

Durch die hohen Marktanteile und ihre Marktmacht können Stimmrechtsberater auch als **private Standardsetzer** agieren.²⁸ Das manifestiert sich einerseits insbesondere beim Robo-Voting, wo eigene Standards durchgesetzt werden können. Andererseits sind aber auch Probleme bei der Selbstregulierung denkbar, da die gängigen Branchenstandards (namentlich die BPP, s hierzu unten) von den Stimmrechtsberatern selbst vorgegeben werden.

Weitere Probleme ergeben sich auch im **Prinzipal-Agenten-Verhältnis**, denn Stimmrechtsberater sind in einer zusätzlichen Ebene Bestandteil dieser Problematik, da sie nicht die wirtschaftlichen Risiken und Folgen ihrer Stimmrechtsempfehlung nicht tragen.²⁹ Darüber hinaus stellt sich beim Robo-Voting samt Stimmrechtsvertretung die Frage, ob Stimmrechtsberater als **Quasi-Aktionäre** zu behandeln sind und somit ggf etwaige **Treuepflichten** auch auf sie zu erstrecken sind.³⁰

Nach derzeitigem Stand gibt es kaum österreichische Literatur,³¹ die diese Fragestellungen monografisch aufarbeitet haben.³² Auch ist es nicht zweckdienlich, deutsche Lehrmeinungen unvoreingenommen in die österreichische Dogmatik zu übernehmen.³³ Dafür sprechen

²⁸ *Kalss*, EuZW 2014, 441 (442); *Hell*, ZGR 2021, 50 (79); vgl allgemein etwa *Veil*, Marktregulierung durch privates Recht am Beispiel des Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, in FS Schneider (2011) 1313.

²⁹ *Langenbacher* in FS Hoffmann-Becking 733 (733, 734); *Böckli*, SZW 2015, 209 (210 f); *Poelzig*, ZHR 185, 373 (380, 384 f).

³⁰ *Poelzig*, ZHR 185, 373 (380, 384 f).

³¹ S für Österreich: *U. Torggler/J. A. Mayer* in *Birkmose/Sergakis* (Hrsg), The Shareholder Rights Directive II (2021) Art 3j Rz 9.01 ff; *Hössl/U. Torggler*, GesRZ 2016, 185; *U. Torggler* in *Veil/Tountopoulos*, Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives, 143; *J. A. Mayer/U. Torggler* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR § 188 Rz 1 ff; *Wachter* in *Gruber*, BörseG 2018/MAR I § 188 Rz 8; *Augustin*, ÖBA 2014, 583; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 28 Rz 1 ff; *Kalss*, EuZW 2014, 441; *Schwarzer/Ruhm*, Die 2. Aktionärsrechte-Richtlinie, AR 2019/3, 7; *Gruber*, Proxy advisors, RdW 2013, 587; *Potyka*, Das Aktienrechts-Änderungsgesetz 2019, RdW 2019, 512.

³² Vgl folgende deutschen Monografien: *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern (2014); *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater (2016); *Hauber*, Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft (2020); *Heinen*, Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance.

³³ Vgl etwa *Uwe H. Schneider/Sven H. Schneider* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023) § 34 WpHG Rz 180, 181; *Schneider*, Praxis und Regulierung von Stimmrechtsberatern Eine nicht bewältigte systemische Herausforderung, in VGR: Gesellschafterrecht in der Diskussion 2019 (2020) Rz 26 ff; *Vaupel*,

einerseits erhebliche Systemunterschiede beim ÜbG und dem dWpÜG,³⁴ andererseits die richtlinienwidrige Umsetzung der Transparenz-RL³⁵ in Österreich, welche auf Grund der *Adler-E*³⁶ des EuGH letztendlich zur Aufhebung von § 133 Z 7 BörseG 2018 führte.³⁷ Diese Diskrepanz gilt umso mehr, wenn man den Verweis in der aufgehobenen Bestimmung auf das ÜbG berücksichtigt. Genau deswegen besteht ein Aufarbeitungsbedarf in der österreichischen Literatur, welcher ausreichend Untersuchungspotential bietet.

C. Überblick der bisherigen Regulierung

Innerhalb der EU wurde mit Art 3j der ARRL II³⁸ ein erster Regulierungsschritt gewagt. Die Umsetzung der ARRL II erfolgte im AktG und im BörseG 2018.³⁹ In Art 3j wurde ua ein freiwilliger Verhaltenskodex vorgesehen, welcher aber bereits 2014, vor der Erarbeitung der ARRL II erstellt wurde.⁴⁰ Die *Best Practice Principles* (BPP) wurden von der *Best Practice Principles Group* (BPPG) erstellt, die sich aus den wichtigsten Stimmrechtsberatern zusammensetzt.⁴¹ Die BPP hatten bereits damals nur einen Empfehlungscharakter.⁴²

Die Debatte um die Stimmrechtsberater war mit der Verabschiedung und darauffolgenden nationalen Umsetzung der ARRL II für längere Zeit ausgesetzt. Gem Art 3k Abs 2 ARRL II wird jedoch die Europäische Kommission in enger Zusammenarbeit mit der ESMA dem Europäischen Parlament und Rat einen Bericht zur Durchführung von Art 3j vorlegen. Hauptbestandteil dieses Berichts, soll die Angemessenheit der Wirksamkeit sowie die Notwendigkeit weiterer Regulierungen sein. Die Richtlinie sieht eine Veröffentlichung dieses Berichtes spätestens am 10. Juni 2023 vor, jedoch wurde diese Frist nicht eingehalten.⁴³

Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 63 (75, 76).

³⁴ *Huber/Alscher in Huber* (Hrsg), Übernahmegesetz² § 1 Rz 4 zum ÜbG.

³⁵ Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl L 390, 38.

³⁶ EuGH 09.09.2021, C-605/18.

³⁷ BGBl I Nr 2022/69.

³⁸ Aktionärsrechterichtlinie II; 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, ABl L 132 1.

³⁹ *Schwarzer/Ruhm*, AR 2019/3, 7.

⁴⁰ *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163 (170).

⁴¹ Vgl <https://bppgrp.info/working-group-members/> (abgerufen am 27. 3. 2024).

⁴² *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163 (170).

⁴³ Vgl *ESMA*, Call for evidence – Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, 11.10.2022, ESMA32-380-211, 5; s auch FN 47.

Seitens der ESMA wurde hierfür allerdings bereits eine Umfrage gestartet.⁴⁴ Erste Beantwortungen dieser Umfrage deuten darauf hin, dass die bisherige Regulierung aus Sicht diverser Marktteilnehmer – konkret der SMSG⁴⁵ – nicht ganz zielführend ist und Überarbeitungsbedarf besteht.⁴⁶ In ihrem am 27. Juli 2023 veröffentlichten Bericht an die Europäische Kommission kam die ESMA im Wesentlichen zum Ergebnis, dass doch an fast sämtlichen Stellen der Richtlinie nachgeschärft werden müsse.⁴⁷

II. Inhalt, Gang und Methoden der Untersuchung

Das gegenständliche Dissertations- und Forschungsvorhaben zielt darauf ab, für materiell-rechtliche und ökonomische Problemstellungen der Stimmrechtsberaterindustrie in Österreich und der EU überzeugende und nachprüfbar Lösungen auszuarbeiten. Anhand einer rechtshistorischen, rechtsvergleichenden, rechtsdogmatischen und rechtsökonomischen Untersuchung soll erörtert werden, inwiefern das geltende Recht mit der geltenden Regulierung der Stimmrechtsberater (*soft & hard law*) harmoniert, bzw ob es zu Wertungswidersprüchen kommt. Ein Hauptaugenmerk wird dabei auf Fragestellungen liegen, die bisher in der (österreichischen) Literatur keine Aufmerksamkeit erfahren haben. Darüber hinaus soll aber auch der geltende regulatorische Rahmen kritisch untersucht werden. Letztendlich soll die Materie auch für die Praxis aufgearbeitet werden.

Nach einer Einführung in die Thematik (§ 1), werden grundlegende Begriffe definiert und das gesamte Marktumfeld inklusive der Regulierungsgeschichte dargestellt. Hierbei werden auch kartellrechtliche Aspekte berücksichtigt, denn insbesondere anhand einer Marktabgrenzung soll die Marktmacht der relevanten Unternehmen dargestellt werden. Außerdem wird im Laufe der Arbeit herausgearbeitet, inwiefern jüngere Bestimmungen – wie etwa das DMA oder DMS – auf sonstige Dienstleistungen der Stimmrechtsberater anwendbar sind (§ 2).

Anschließend werden die gesellschaftsrechtlichen Problemstellungen untersucht. Angesichts der bereits erforschten historischen Grundlagen wird sich die Untersuchung auf ausgewählte dogmatische Bereiche beschränken. Neuerungen durch den EU *Listing Act* –insbesondere Mehrstimmrechtsaktien – werden berücksichtigt (§ 3).

⁴⁴ ESMA, ESMA32-380-211 Rz 15.

⁴⁵ Securities and Markets Stakeholder Group.

⁴⁶ MwN SMSG, SMSG reply to the Call for evidence on the implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, ESMA22-106-4323 Rz 1-11, die aus Sicht der Marktgegenseite die Probleme beschreibt.

⁴⁷ Vgl ESMA, Report – Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, 27.07.2023, ESMA32-380-267 Rz 76 ff. Weitere Ausführungen diesbezüglich sind der Dissertation vorbehalten.

Daraufhin wird das Übernahme- und Börserecht untersucht. Zunächst wird die historische Genese in Europa (mit besonderem Fokus auf die EU) und ggf in den USA abgebildet. Auf den rechtshistorischen Aspekten aufbauend erfolgt eine rechtsdogmatische Untersuchung. Ein besonderer Fokus wird dabei auf den Rechtsfolgen der jeweiligen Normen liegen. Hierbei werden die eingangs erwähnten Problemstellungen aufgearbeitet (§ 4).

Anhand derselben Methode werden auch die insiderrechtlichen Fragestellungen untersucht, zumal sich hier eine rechtsvergleichende Untersuchung mit den USA und Australien besonders gut anbietet (§ 5). Jedenfalls werden die anstehenden Änderungen durch den EU *Listing Act* berücksichtigt.

Abschließend werden die wesentlichen Ergebnisse thesenartig zusammengefasst und mit einer endgültigen Stellungnahme versehen (§ 6).

III. Vorläufige Gliederung

§ 1 Einleitung

- I. Einführung in die Problemdarstellung
- II. Ziel und Gegenstand der Untersuchung
- III. Gang und Methode der Untersuchung

§ 2 Stimmrechtsberater

- I. Begriffsbestimmung
- II. Stimmrechtsberatungsindustrie
 - a. Historische Entwicklung des Marktes samt den jeweiligen Akteuren
 - b. Marktabgrenzung und Bestimmung der Marktanteile
- III. Problemdarstellung
 - a. Vor- und Nachteile von Stimmrechtsberatern
- IV. Bisherige direkte Regulierung
- V. Zukünftige direkte Regulierungsvorhaben
- VI. Indirekte Regulierung aus europäischer Perspektive

§ 3 Aktienrechtliche Fragestellungen

- I. Einführung in die konkrete Fragestellung
- II. Historische Darstellung der Genese des relevanten Aktienrechts
- III. Darstellung des geltenden Rechts
- IV. Aufarbeitung des Problems
- V. Ergebnis

§ 4 Übernahme- und börserechtliche Fragestellungen

- I. Übernahmerecht
 - a. Einführung in die konkrete Fragestellung
 - b. Historische Darstellung der Genese des Übernahmerechts
 - c. Darstellung des geltenden Rechts
- II. Börserecht
 - a. Einführung in die konkrete Fragestellung
 - b. Historische Darstellung der Genese des Börserechts
 - c. Darstellung des geltenden Rechts
- III. Aufarbeitung des Problems
- IV. Ergebnis

§ 5 Insiderrechtliche Fragestellungen

- I. Einführung in die konkrete Fragestellung
- II. Historische Darstellung der Genese des relevanten Insiderrechts
- III. Darstellung des geltenden Rechts
- IV. Aufarbeitung des Problems
- V. Ergebnis

§ 6 Conclusio

- I. Zusammenfassung der Ergebnisse
- II. Abschließende Stellungnahme

IV. Vorläufiger Zeitplan

WiSe 2022	<ul style="list-style-type: none">• Recherche und Themenfindung
SoSe 2023	<ul style="list-style-type: none">• Seminar im Dissertationsfach zur Vorstellung und Diskussion des Dissertationsvorhabens• Seminar aus dem Dissertationsfach I• Verfassen der Dissertation
WiSe 2023/24	<ul style="list-style-type: none">• Abschluss der Dissertationsvereinbarung• Verfassen der Dissertation
SoSe 2024	<ul style="list-style-type: none">• VO zur rechtswissenschaftlichen Methodenlehre• Verfassen der Dissertation
WiSe 24/25	<ul style="list-style-type: none">• Seminar außerhalb des Dissertationsfaches• Verfassen der Dissertation
SoSe 2025	<ul style="list-style-type: none">• Seminar aus dem Dissertationsfach II• Verfassen der Dissertation
WiSe 2025/26	<ul style="list-style-type: none">• Abschluss der Dissertation• Öffentliche Defensio

V. Vorläufiges Literaturverzeichnis (Auswahl)

- *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I⁶ (2019)
- *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II⁶ (2018)
- *Assmann/Schneider/Müllbert*, Wertpapierhandelsrecht⁸ (2023)
- *Augustin*, (Selbst)Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern auf europäischer Ebene, ÖBA 2014, 583
- *Balp*, Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach, ECFR 2017, 1
- *Birkmose/Sergakis* (Hrsg), The Shareholder Rights Directive II (2021)
- *Birkner* (Hrsg), Handbuch Übernahmerecht (2011)
- *Böckli*, Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, SZW 2015, 209
- *Bydlinski*, Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff² (1991)
- *Bydlinski*, System und Prinzipien des Privatrechts (1995)
- *Daeniker*, Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?, SZW 2016, 434
- *Diregger*, Ein kurzer Epilog zur Beteiligungspublizität von Investmentfonds, ZFR 2024,9
- *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht² (2007)
- *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG I³ (2021)
- *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG II³ (2021)
- *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater (2016)
- *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON (2021)
- *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht (2001)
- *Fleischer*, zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2012, 2
- *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR I (2020)
- *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR II (2020)
- *Gruber*, Proxy advisors, RdW 2013, 587
- *Hauber*, Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft (2020)
- *Heinen*, Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance (2019)
- *Hell*, Stimmrechtsberater in der modernen Corporate Governance, ZGR 2021, 50
- *Hitz/Lehman*, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, European Accounting Review 2018 Vol 27 No 4, 713
- *Hoch*, Proxy Advisors – eine Standortbestimmung, SZW 2016, 487
- *Hössl/U. Torggler*, Stimmrechtsberater, institutionelle Investoren und die Änderung der Aktionärsrechte-Richtlinie, GesRZ 2016, 185
- *Huber* (Hrsg), Übernahmegesetz (2007)
- *Huber* (Hrsg), Übernahmegesetz² (2016)
- *Huber/Löber* (Hrsg), Übernahmegesetz (1999)
- *Jaspers*, „Sustainable Shareholder Activism“ in Publikumsgesellschaften – „Level Playing Field“ in Deutschland, Österreich und der Schweiz, NR 2022, 154
- *Kalss*, Anlegerinteressen (2001)
- *Kalss*, Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare? (Editorial), EuZW 2014, 441
- *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR (2019)
- *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015)
- *Kalss/U. Torggler* (Hrsg), Big Data (2017)
- *Kalss/U. Torggler* (Hrsg), Das Stimmrecht (2021)
- *Kalss/U. Torggler* (Hrsg), Reform des Gesellschaftsrechts (2022)
- *Koch/Heydel*, Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 543
- *Langenbucher*, Stimmrechtsberater, in FS Hoffmann-Becking (2013) 733

- *Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft*³ (1975)
- *Lewisch in Jaeger/Stöger* (Hrsg), EUV/AEUV Art 102 AEUV (Stand 1.10.2021, rdb.at)
- *Linardatos* (Hrsg), *Rechtshandbuch Robo Advice* (2020)
- *Möllers, Juristische Methodenlehre*⁵ (2023)
- *Poelzig, Stimmrechtsberater – ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen Teil 1*, ZHR 185 (2021) 373
- *Poelzig, Stimmrechtsberater – ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen Teil 2*, ZHR 185 (2021) 395
- *Poelzig/Dittrich, Insider Dealing by Outsiders in the U.S. and the EU*, ECFR 2023, 692
- *Potyka, Das Aktienrechts-Änderungsgesetz 2019*, RdW 2019, 512
- *Rose, Robovoting and Proxy Vote Disclosure*
- *Sarro, Proxy Advisors as Issue Spotters*, 15 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 2021/2, 371
- *Schneider, Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, ZGR 2012, 518
- *Schneider, Acting in Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten?*, 883, ZGR 2007, 440
- *Schneider, Praxis und Regulierung von Stimmrechtsberatern Eine nicht bewältigte systemische Herausforderung*, in VGR: Gesellschafterrecht in der Diskussion 2019 (2020)
- *Schneider/Anzinger, Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung - „A quiet guru's enormous clout“*, NZG 2007, 88
- *Schoch, Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern* (2021)
- *Schockenhoff/Nußbaum, Die neuen Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater*, ZGR 2019, 163
- *Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung* (2013)
- *Schwarzer/Ruhm, Die 2. Aktionärsrechte-Richtlinie*, AR 2019/3, 7
- *Strabue/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG (2023)
- *Taufner, Aktionärsaktivismus in Österreich*, ÖBA 2020, 690
- *Tröger, Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)*, ZGR 2019, 126
- *Tuch, Proxy Advisors Influence in a Comparative Light*, Boston University Law Review 99/3 (2019) 1459
- *U. Torggler* (Hrsg), GmbHG³ (2014)
- *U. Torggler, Proxy Advisors and Disclosure of Conflicts of Interest*, in *Veil/Tountopoulos, Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives* (2019) 143
- *Vaupel, Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater*, AG 2011, 63
- *Veil, Marktregulierung durch privates Recht am Beispiel des Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse*, in FS Schneider (2011) 1313
- *von Bülow, Angebotspflicht auf Grund Acting in Concert bei Aufsichtsratswahlen?*, in FS Schneider (2011) 141
- *von den Linden/Wilk, Neue Guidelines der Stimmrechtsberater* (Editorial), NZG 2023, 193
- *Wünschmann, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern* (2014)
- *Zetsche/Preiner, Der Verhaltenskodex für Stimmberater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht*, AG 2014, 685

VI. Vorläufiges Judikaturverzeichnis (Auswahl)

OGH 9. 9. 2015, 6 Ob 97/15f

OGH 1. 3. 2017, 6 Ob 22/17d

EuGH 9. 9. 2021, C-605/18

VwGH 29. 8. 2023, Ro 2022/02/0013-0015