

Der Markt für Stimmrechtsvertreter

Theodor Baums und Philipp v. Randow

Arbeitspapier 1/95

Inhaltsübersicht

I. Einleitung	s. 3
II. Stimmrecht und Verwaltungskontrolle	s. 5
1. Eigenkapitalvergabe und Stimmrecht	s. 5
2. Verwaltungskontrolle und kollektives Handeln	S. 6
3. Kollektives Handeln und Kapitalstruktur	s. 7
4. Verwaltungskontrolle und Stimmrechtsvertretung	S. 8
III. Stimmrechtsvertretung und Marktversagen	s. 10
1. Stimmrechtsvertretung und öffentliche Güter	s. 10
2. Stimmrechtsvertretung und asymmetrische Information	s. 11
3. Stimmrechtsvertretung und Depotverträge	s. 11
4. Zwischenergebnis	s. 12
IV. Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute	s. 13
1. Interessenkonflikte	s. 13
a) Geschäftsinteressen	s. 13
aa) Depotkundengeschäft	s. 13
bb) Kredit- und Emissionsgeschäft	s. 13
b) Verwaltungsinteressen	s. 15
c) Zwischenergebnis	S. 16
2. Verhaltenspflichten	S. 16
3. Marktreaktionen	S. 18
4. Reformüberlegungen	s. 19
V. Stimmrechtsvertretung: Ein Marktmodell	s. 21
1. Die Regulierung: Grundzüge	s. 21
2. Der Markt: Anpassungsprozesse	S. 24
a) Die Rolle aktiver Anteilseigner	S. 24
b) Die Macht der Stimmrechtsvetreter	S. 26
VI. Stimmrechtsvertretung: Ein Gesetzgebungsvorschlag	s. 29
1. Text	s. 29
a) Änderung des § 124 AktG	s. 29
b) Änderung des § 125 AktG	s. 29
c) Änderung des § 128 AktG	s. 29
d) Einfügung des § 128 a AktG	s. 30
e) Änderung des § 129 AktG	s. 31
f) Änderung des § 135 AktG	S. 32
g) Einfügung der §§ 135 a bis g AktG	S. 32
h) Änderung des § 30 KWG	S. 36
2. Erläuterungen	S. 36
a) § 128 des Entwurfs	S. 36
b) § 128 a des Entwurfs	s. 37
c) § 129 des Entwurfs	S. 38

d) § 135 des Entwurfs	S. 38
e) § 135 a des Entwurfs	s. 39
f) § 135 b des Entwurfs	s. 41
g) § 135 c des Entwurfs	S. 42
h) § 135 d des Entwurfs	s. 44
i) § 135 e des Entwurfs	S. 46
j) § 135 f des Entwurfs	S. 46
k) § 135 g des Entwurfs	s. 47
VII. Zusammenfassung	s. 47

DER MARKT FÜR STIMMRECHTSVERTRETER*

von Prof. Dr. Theodor BAUMS und Wiss. Ass. Dr. Philipp v. RANDOW

**Macht verschwindet nicht, sie wird nur
verlagert. "*
Alfred J. Herrhausen'

I. Einleitung

Die Hauptversammlungspräsenzen der börsennotierten Aktiengesellschaften, die sich in mehrheitlichem Streubesitz befinden, sind auf einen bisher nicht gekannten Tiefstand gesunken. Jüngsten Erhebungen zufolge waren im Jahre 1992 auf den Hauptversammlungen der 24 größten dieser Unternehmen durchschnittlich nur noch 58 Prozent der Anteilseigner vertreten.* Das Absinken der Hauptversammlungspräsenzen ging mit einer gesteigerten Bedeutung der von den Banken ausgeübten Vollmachtstimmrechte einher. In den Hauptversammlungen der großen "24" im Jahre 1992 wurden nicht weniger als 84% der anwesenden Stimmen von Kreditinstituten repräsentiert.³ Zu fast drei Vierteln basierte dabei der Stimmenanteil der Banken auf Vollmachtstimmrechten ihrer Depotkunden.⁴ Der Einfluß der Großbanken läßt sich auch an der Anzahl der Aufsichtsratsposten ablesen, welche von ihren Vertretern besetzt sind. Nach neuesten Erhebungen über die Kontrollstruktur von 110 deutschen Aktiengesellschaften waren die Kreditinstitute dort durch 162 Repräsentanten vertreten, hatten also 12% der zu vergebenden Posten inne.

* Der Veröffentlichung liegt ein Gutachten für das Economic Development Institute der Weltbank zu Grunde; vgl. BAUMS/ v. RANDOW in: M. Aoki (Hrsg.): *Corporate Governance in Transitional Economies* (World Bank, Washington D.C. (1995))

¹ HERRHAUSEN, in: H. Helmrich (Hrsg.): *Wettbewerbspolitik und Wettbewerbsrecht* (1987), S. 299 (323)

² BAUMS/FRAUNE: *Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung*, Arbeitspapier 6/94 des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück (erscheint demächst in AG 1995, H. 3), S. 40; zur rechtspolitischen Bewertung sinkender Hauptversammlungspräsenzen in der jüngsten Diskussion vgl. KROPFF, B., in: R. Semler u.a. (Hrsg.): *Reformbedarf im Aktienrecht*. 4. Deutsch-Österreichisches Symposium zum Gesellschaftsrecht (1994), S. 3 ff. und U. H. SCHNEIDER/ BURGARD, FS Beusch 1993, S. 783 ff.

³ BAUMS/ FRAUNE (FN 2), S. 10, 38; es bestätigen sich damit im wesentlichen die Ergebnisse älterer Untersuchungen von J. BOHM: *Der Einfluß der Banken auf Großunternehmen* (1992), S. 66 ff., Anhang Tabelle 24 und 28 sowie von GOTTSCHALK, *WSI Mitteilungen* 1988, S. 294 (298); die Studie von PERLITZ/ SEGER, *Business & the Contemporary World* 6 (1994), S. 49 ff. weist niedrigere Werte aus, weil der Kreis der von ihnen untersuchten Gesellschaften auch solche umfaßt, in denen Streubesitz und damit Vollmachtstimmrechte der Banken nur eine untergeordnete Rolle spielen.

⁴ BAUMS/FRAUNE (FN 2), S. 10

in 29 dieser Gesellschaften stellten Bankenvertreter den Aufsichtsratsvorsitzenden.⁵

Diesem stabilen und stabilisierenden, weil bloße Zufallsmehrheiten unterbindenden Einfluß stehen allerdings Interessenkonflikte gegenüber, denen die Banken in ihren vielfältigen Funktionen als Anteilseigner, Kreditgeber und Emissionshäuser der kontrollierten Unternehmen ausgesetzt sind. So ist die Kritik, daß solche Konflikte im Rahmen der Ausübung von Vollmachtstimmrechten von den Banken zu Gunsten der eigenen und zu Lasten der von ihnen vertretenen Aktionäre aufgelöst werden könnten, bis heute, bald 30 Jahre nach Verwirklichung der Aktienrechtsreform 1965, nicht verstummt.⁶ Aber sie blieb ohne Wirkung, denn praktikable Alternativen zum geltenden System sind bislang nicht aufgezeigt' oder bestenfalls nur skizziert' worden. Diesem Mangel abzuhelpfen, ist das Ziel der vorliegenden Studie. Sie unterbreitet einen detaillierten Reformvorschlag zur gesetzlichen Ausgestaltung der Interessenwahrnehmung durch Dritte und möchte einen Plafond bieten, auf

⁵ Vgl. dazu i.e. PERLITZ/ SEGER (FN 3); es bestätigen sich damit im wesentlichen die Ergebnisse älterer Untersuchungen der MONOPOLKOMMISSION: Hauptgutachten II: Fortschreitende Konzentration bei Großunternehmen (1978), S. 120, 301, 303 ff.; zusammenfassende Darstellung bei EDWARDS/ FISCHER: Banks, finance and investment in Germany (1994), S. 198 ff.

⁶ Vgl. bereits aus der Zeit des AktG 1937 u.a. BUSSE: Depotstimmrecht der Banken (1962), S. 72 ff.; C. E. FISCHER, Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung N. F. 10 (1958), S. 25 (34 ff.); MEILICKE, in: Dynamische Betriebsführung (= Vorträge des 12. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tages 1959), S. 204 ff.; PÜTTNER: Das Depotstimmrecht der Banken (1963) und nach Inkrafttreten des AktG 1965 BERICHT DER STUDIENKOMMISSION "Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft", Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, H. 28 (1979), Tz. 343 ff. sowie - mit z.T. unterschiedlicher Gewichtung - GROSSFELD: Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär (1968), S. 18, 28; GROSSFELD/ EBKE, AG 1977, S. 92 (96); HOPT: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (1975), S. 141 ff.; HUPPERT, BB 1970, S. 222; G.H. ROTH: Das Treuhandmodell des Investmentrechts (1972), S. 309 f.; VALLENTHIN: Die Stimmrechtsvertretung durch Banken (1966), S. 16 ff.; zum Diskussionsstand vgl. auch KARST: Reform des Vollmachtstimmrechts? Zu den Vorschlägen der Bankenstrukturkommission (1981), S. 10 ff. und aus jüngerer Zeit BÖHM (FN 3), S. 85 ff., KÖRBER: Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute nach dem Aktiengesetz von 1965 (1989), S. 52 ff., WENGER, in: Der Markt für Unternehmenskontrolle (= Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 124, 1992), S. 73 (81 ff.); EDWARDS/ FISCHER (FN 5), S. 217 ff. sowie SAUNDERS/ WALTER: Universal Banking in the United States. What Could We Gain? What Could We Lose? (1994), S. 97 f.

⁷ Vgl. STELLUNGNAHME DES BUNDESVERBANDES DEUTSCHER BANKEN v. 8. 12. 1993 im Rahmen der BT- Anhörung "Die Macht der Banken", ZBB 1994, S. 70 (72 ff.)

⁸ Vgl. etwa die im BERICHT DER STUDIENKOMMISSION (Fn 6), Tz. 963 ff. vorgestellten Modelle sowie die Vorschläge von BÖHM (FN 3), S. 218 ff; KALLFASS: Kapitalmarktkoordination (1992), S. 231 ff. und DERS., in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 37 (1992), S. 277 ff.

dem **das Recht der Interessenwahrnehmung auf Hauptversammlungen neu durchdacht werden kann.**

Im ersten Teil wird zunächst kurz auf die Funktion des Aktionärsstimmrechts hingewiesen, um sodann etwas eingehender die Probleme kollektiven Handelns in den Blick zu nehmen, die sich aus der Streuung des Anteilsbesitzes in Publikumsgesellschaften ergeben. Dem folgt im zweiten Teil eine Auseinandersetzung mit der Frage, aus welchen Gründen ein funktionsfähiger Markt für Stimmrechtsvertretung ohne Intervention des Gesetzgebers nicht zustande kommen kann. In einem dritten Abschnitt wird die Rolle der Banken im Rahmen der geltenden Regeln über die Ausübung von Vollmachtstimmrechten erläutert. Außerdem werden die aus ihrer Mehrfachfunktion als Eigen- und Fremdmittelgeber sowie Finanzdienstleister sich ergebenden Verhaltensspielräume darauf untersucht, ob und aus welchem Grunde sie zu Lasten der Anteilseigner der betreffenden Gesellschaften genutzt werden könnten. Daran schließt sich eine Stellungnahme zu den jüngsten, aus dem Bundesministerium der Justiz bekannt gewordenen Plänen zur Reform des Vollmachtstimmrechts an. Im Schlußteil der Untersuchung werden endlich die rechtlichen Rahmenbedingungen benannt, die eine effektive Stimmrechtsvertretung durch darauf spezialisierte Unternehmen ermöglichen könnten. Diese Darstellung beschränkt sich allerdings nicht auf die Beschreibung notwendiger Gesetzesänderungen, sondern unternimmt es auch, die marktlichen Anpassungsprozesse zu beleuchten, die sich aus der vorgeschlagenen Reform des Rechts professioneller Stimmrechtsausübung ergeben würden.

II. Stimmrechte und Verwaltungskontrolle

1. Eigenkapitalvergabe und Stimmrecht

Stimmrechte sind ein integraler Bestandteil der Kontrollstruktur von Aktiengesellschaften.⁹ Daß das Aktienrecht Stimmrechte nur für Eigenkapitalgeber vorsieht, eine Teilhabe der Fremdkapitalgeber an der Willensbildung in der Gesellschaft dagegen nicht kennt,¹⁰ erklärt sich aus den unterschiedlichen Erwartungen, die sich für diese beiden Investorengruppen aus ihrer Teilnahme am Risiko der Unternehmung ergeben. Beide, Aktionäre und Darlehensgeber bzw. Anleihegläubiger müssen zwar jeweils darauf rechnen können, daß die Grundlagen ihrer Investitionsentscheidung nicht einseitig durch die Unternehmensführung angetastet und in Frage gestellt werden. Diese Si-

⁹ Vgl. dazu allgemein ZÖLLNER: Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden (1963), S. 21 ff.; MANNE, 64 Columbia L. Rev. 1427 (1964); EASTERBROOW FISCHER, Journal of Law & Economics 26 (1983), S. 395 (402 ff.).

¹⁰ ZÖLLNER, in: Kölner Komm. zum AktG (1984), § 12 Rdz. 4

cherheit wird allerdings Fremdkapitalgebern, die eine von Anfang an berechenbare Gegenleistung für ihren Einsatz erwarten dürfen, bereits durch detaillierte Versprechen und Vorgaben in Kreditverträgen oder Anleihebedingungen vermittelt. Eigenkapitalgeber als Überschußberechtigte dagegen dürfen nicht auf feste Erträge, sondern nur auf Gewinne hoffen, deren Verwirklichung von der jeweiligen Unternehmensstrategie und Marktsituation abhängig und daher unsicher ist - deshalb benennen Gesetz und Satzung auch nur in generalisierender Weise, welchen Vorhaben und Verfahren die Unternehmensführung verpflichtet sein soll. Erforderlich werdende Konkretisierungen haben dagegen im Abstimmungswege zu erfolgen. Abstimmungsprozesse und **-erfordernisse** fungieren also als Ergänzungen der notwendig unvollständigen vertraglichen bzw. satzungsrechtlichen Grundlagen, welche die Trennung von Eigentum und Kontrolle betreffen," und bieten daher Gewähr, daß die Grundlagen der von den Anteilseignern getätigten Investitionen nicht einseitig von Seiten des Managements, etwa durch eine Umorientierung der Finanzierungs- oder Investitionspolitik, verändert werden können.* Daß Stimmrechte Anteilseignern sind, was Kredit- und Anleihebedingungen für Fremdkapitalgeber darstellen, erhellt endlich auch aus der darauf abgestimmten Ausgestaltung des Investorenschutzes für den Fall eines gröblichen „Versprechensbruchs“ - Kreditgläubiger kündigen unmittelbar das Kapital, Anteilseigner dagegen rufen, vermittelt über den Aufsichtsrat, die Kapitalverwalter ab.

2. Verwaltungskontrolle und kollektives Handeln

Die Kontrolle der Verwaltung von Publikumsgesellschaften durch die Hauptversammlung wird durch die Streuung des Anteilsbesitzes **erschwert**.¹³ Aktionäre, die nur eine geringe Beteiligung am Unternehmen halten, werden in

¹¹ EASTERBROOW FISCHER: *The Economic Structure of Corporate Law* (1991), S. 66 ff.. Da Eigentum und unternehmerische Entscheidung in der (Publikums-) Aktiengesellschaft der Idee nach getrennt sein *sollen*, Stimmrechte also auch nicht als *Mitwirkungsrechte* Teilhabe an unternehmerischem Handeln selbst zu vermitteln bestimmt sind, sondern vielmehr nur sicherstellen sollen, daß der Entscheidungsrahmen unternehmerischen Tuns nicht einseitig von der verantwortlichen Verwaltung verschoben werden kann, trägt die Vorstellung von einer „**Aktionärsdemokratie**“ (vgl. etwa K. SCHMIDT: *Gesellschaftsrecht* (1991, 2. A.), S. 703); s.a. U.H. SCHNEIDER/ BURGARD (FN 3), S. 783 (784)) zur funktionalen Deutung des Stimmrechts nur wenig bei; krit. zur Übertragung konstitutioneller Denkmodelle auf die Aktiengesellschaft bereits C.E. FISCHER, *AcP* 154 (1955), S. 84 (84 ff.).

¹² EASTERBROOW FISCHER, in: L. Bebchuk (Hrsg.): *Corporate law and economic analysis* (1990), S. 182 ff.

¹³ Grundlegend OLSON: *The Logic of Collective Action* (1965), S. 58 f.; klare Darstellung bei CLARK: *Corporate Law* (1986) §9.5.1 (S. 390 ff.) und GORDON, in: L. Bebchuk (Ed.): *Corporate law and economic analysis* (1990), S. 74 (91ff.)

der Regel davon absehen, hohe Aufwendungen zu tätigen, um die zur Abstimmung stehenden Vorschläge des Vorstandes einschätzen zu können. Die Kosten einer solchen Überprüfung wären für sie in der Regel weit höher als der erwartete Nutzen einer wohlinformierten Entscheidung, selbst wenn sie unterstellen dürften, daß ihre eigene Stimmabgabe Einfluß auf den Ausgang der Abstimmung haben würde. Anteilseigner werden sich deshalb mit ihrem eigenen, unvollkommenen Kenntnisstand bescheiden und darauf vertrauen, daß die Vorschläge des Vorstandes im Regelfall Ergebnis überlegenen Sachwissens sind.¹⁴ Aber auch dann, wenn Anteilseigner in einem Einzelfall erkennen, daß die Verwirklichung der Vorschläge der Verwaltung für die Gesellschaft insgesamt von Nachteil wären, werden Probleme kollektiven Handelns das Entstehen einer wirksamen Opposition behindern. Zwar mögen andere Anteilseigner von dem Entstehen einer wirksamen Opposition profitieren und ihre Arbeit deshalb begrüßen. Da die Vorteile der Oppositionsarbeit ihnen in jedem Falle, also auch dann zugute kommen, wenn sie sich an den Kosten nicht beteiligen, besteht für sie kein Anlaß, selbst initiativ zu werden. Im Ergebnis wird deshalb eine wirksame Opposition nicht zustande kommen. Zwar würden alle von ihrem Entstehen profitieren, der Vorteil ist aber für jeden einzelnen noch größer, wenn er selbst keine Kosten trägt. Kurz: Es *fehlt an einem Mechanismus, der jeden Anteilseigner dazu anhält, für die Vorteile informierter Stimmabgabe zu bezahlen*.¹⁵ Anteilseigner in Publikumsgesellschaften bleiben deshalb untätig. Freilich: Dies ist eine rationale, aus nachvollziehbarem Nutzenkalkül sich ableitende **Untätigkeit**¹⁶ und nicht etwa Ausprägung einer Kleinaktionärsmentalität, die es als "sozialtypische und sozialpsychologisch bedingte Verhaltensweise" auszudeuten gälte." Eben dieser Untätigkeit wegen können sich in Einzelfällen aber auch solche Änderungen der Geschäftspolitik durchsetzen, die den Wert des Unternehmens insgesamt senken. Mögen viele auch den Wert wirksamer Opposition erkennen, so wird doch niemand sich finden, der die Kosten ihrer Organisation allein und für alle wird tragen wollen.

3. Kollektives Handeln und Kapitalstruktur

Die Befolgung der „*Wall Street Rule*“, also der Verkauf von Aktien, bietet in nur seltenen Fällen eine Möglichkeit, der Logik der **Kollektivhandlungspro-**

¹⁴ EASTERBROOW FISCHEL (FN 1 1), S. 67

¹⁵ CLARK (FN 13), §9.5.2 (S. 392) und GORDON (FN 13), S. 74 (91)

¹⁶ CLARK (FN 13), §9.5.2 (S. 392); EASTERBROOW FISCHEL, 89 Columbia L. R. 1416, 1443 (1989) und GORDON (FN 13), S. 74 (82)

¹⁷ So aber die STELLUNGNAHME DES BUNDESVERBANDES DEUTSCHER BANKEN (FN 7), S. 70 (73); ähnlich auch U.H. SCHNEIDER/ BURGARD (FN 3), 783 (787)

bleme zu entgehen: Denn informierte Marktteilnehmer werden diese Probleme erkennen und antizipieren, daß sich die Verwaltung auch dann durchsetzen wird, wenn sie nicht das Ziel der Anteilswertmaximierung verfolgt. Ihre Zahlungsbereitschaft für die Aktien wird entsprechend sinken, so daß Aktionäre auch bei Verkauf ihrer Anteile die Nachteile der Kollektivhandlungsprobleme werden tragen müssen. Nur ausnahmsweise, nämlich dann, wenn sich Investoren finden, die zum Erwerb großer Aktienpakete bereit sind, wird der Verkaufspreis der Anteile von Kollektivhandlungsproblemen nicht beeinträchtigt. Denn solche Erwerber können wegen der Sammlung von Anteilen und Stimmen in ihrer Hand wirksame Kontrolle ausüben und sind deshalb bereit, für die damit realisierbaren Einflußmöglichkeiten zu zahlen. Zu diesem Engagement werden sich allerdings, vom Finanzierungsbedarf einer entsprechenden Transaktion einmal abgesehen, nur die wenigsten bereit finden: Denn eine Konzentration des Kapitals führt auch zu verminderter Handelsaktivität, sodaß der informationelle Gehalt der Börsenkurse und damit auch die Möglichkeit beeinträchtigt sein wird, die Leistung der Unternehmensführung an Hand der weiteren Kursbewegungen künftig zu ermitteln und zu bewerten." Institutionelle Großanleger werden diesen Nachteil bei einer Entscheidung über ein erweitertes Engagement in einzelnen Gesellschaften daher sorgfältig gegen das hinzuzugewinnende Kontrollpotential gewichten müssen. Die Hoffnung anderer, nur mit geringem Einsatz beteiligter Investoren, daß die bloße Möglichkeit eines Aufkaufs der in Streubesitz befindlichen Anteile auch die gegenwärtige Unternehmensführung zu disziplinieren vermag," und sie insoweit von einem potentiellen Kapital- und Kontrollengagement der institutionellen Anleger profitieren können, kann also trügerisch sein.²⁰

4. Verwaltungskontrolle und Stimmrechtsvertretung

Die Probleme kollektiven Handelns in Publikumsgesellschaften lassen sich - so viel dürfte feststehen - durch Appelle an die Anteilseigner nicht bewältigen. Einen praktikablen Ausweg aus dem Kontrolldilemma der Publikumsgesellschaft verspricht vielmehr die Einschaltung Dritter, denen die Ausübung der Stimmrechte überantwortet werden kann - ein Weg, den das deutsche Ak-

¹⁸ HOLMSTRÖM/ TIROLE, *Journal of Political Economy* 101 (1993), S. 676 ff.

¹⁹ Diese Annahme ist Grundlage der Diskussion um die Funktion eines Marktes für Unternehmenskontrolle oder feindliche Übernahmen; grundlegend MANNE, *Journal of Political Economy* 73 (1965), 110 ff.

²⁰ Zur möglichen Rolle institutioneller Investoren in der Kontrollstruktur der Aktiengesellschaften vgl. die Beiträge in BAUMS/ BUXBAUM/ HOPT (Hrsg.): *Institutional Investors and Corporate Governance* (1994) und SAMETZ (Hrsg.): *Institutional Investing. Challenges and Responsibilities of the 21st Century* (1991)

Stimmrecht vor langem schon geübt hat.*" Die Einschaltung professioneller Stimmrechtsvertretern, welche die Kosten der Stimmrechtsausübung und sonstigen Verwaltungskontrolle für sämtliche von ihnen verwaltete Anteile je nur einmal aufzuwenden haben, stellt in der Tat eine wirtschaftlich sinnvolle Lösung dar, da sie ermöglicht, Spezialisierungs- und Größenvorteile bei Beschaffung und Bewertung unternehmensrelevanter Information zu erzielen." Insbesondere sind die Kosten informierter Stimmabgabe für den **Stimmrechtsvertreter** niedriger als die Summe der Kosten, welche die vertretenen Aktionäre je einzeln aufwenden müßten, wenn sie ihre Stimme selbst abgeben wollten. Eine Stimmrechtsvertretung durch Bevollmächtigung Dritter zur Ausübung der Stimmrechte verhindert zudem Zufallsmehrheiten auf den **Hauptversammlungen**²³ und sichert damit die Erwartungen potentieller Investoren: Denn die Gewißheit, daß Unternehmensplanung und -Strategie nicht Spielball sich willkürlich gestaltender Entscheidungsprozesse werden, erhöht die Bereitschaft, dem Unternehmen Kapital zur Verfügung zu **stellen**.²⁴

Es ist diese Logik delegierter Verwaltungskontrolle, welche das deutsche System der Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, wenn nicht als optimale, so aber doch als praktikable Bewältigung der in Publikumsgesellschaften auftretenden Kollektivhandlungsprobleme erscheinen läßt. Und der beständige Erfolg der Banken bei Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten scheint ihre besondere Qualifikation und die hohe Qualität der von ihnen erbrachten Leistungen bei Stimmrechtsvertretung auch nur zu **bestätigen**.²⁵ Wiederholt vorgetragene Befürchtungen, daß Interessenkonflikte der Banken zu Lasten der von ihnen vertretenen Aktionäre aufgelöst **werden**,²⁶ wollen sich mit dieser Beobachtung *prima vista* jedenfalls genausowenig vertragen wie mit dem Befund, daß deutsche **(Klein-)Anleger** trotz der behaupteten Mängel immer noch in beträchtlichem Umfang Kapital in (bankenkontrollierten) Publikumsgesellschaften zu halten bereit sind. Eine überzeugende Kritik bedarf deshalb einer tieferen, etwaige Systemschwächen aufdeckenden Betrachtung,

²¹ Einen - polemischen - Aufriß der Geschichte des Vollmachtstimmrechts bietet WENGER (FN 6), S. 73 (76 ff.); s.a. PLANITZ: Die Stimmrechtsaktie. Beitrag zur Reform des Aktienrechts (1922), S. 10 ff.

²² EDWARDS/ FISCHER (FN 6), S. 196 ff.

²³ Vgl. nur KROPFF (FN 2), S. 3 (9)

²⁴ Entgegen WENGER (FN 6), S. 73 (94) ist die Besorgnis, daß "Zufallsmehrheiten" **entstehen** könnten, alles andere als "vordergründig".

²⁵ So bemerkt etwa schon FLUME: "Das Depotstimmrecht der Banken ist gewachsen, und das scheint mir eine besonders gute Legitimation zu sein", in: Zur großen Aktienrechtsreform (Schriftenreihe der Forschungsstelle der Friedrich- Ebert- Stiftung, 1962), S. 140; vgl. auch HERRHAUSEN, A., in: H. Helmrich (Hrsg.): Wettbewerbspolitik und Wettbewerbsrecht (1987), S. 299 (319); und auch CABLE, J.R., Economic Journal (1985), S. 118 ff.

²⁶ Vgl. WENGER (FN 2), S. 73 (81 ff.)

genauer noch: sie verlangt, den Erfolg der Kreditinstitute auf dem Gebiete der Stimmrechtsvertretung als Resultat eines Marktversagens, und nicht also des Wettbewerbs auszuweisen. Ein solches Marktversagen kann allerdings sehr verschiedene Ursachen haben - es mögen dies ökonomische Gesetzmäßigkeiten, es können aber auch rechtliche Rahmenbedingungen sein. Beide sollen im folgenden näher betrachtet werden.

III. Stimmrechtsvertretung und Marktversagen

1. Stimmrechtsvertretung und öffentliche Güter

Ein bedeutendes Hindernis effektiver geschäftsmäßiger **Stimmrechtswahrnehmung** liegt zunächst in der Vergütung für die Leistungen der **Stimmrechtsvertreter**. Da sich besondere Bemühungen einzelner Stimmrechtsvertreter regelmäßig auch zu Gunsten aller anderen, von ihnen nicht vertretenen Aktionäre auswirken würden, bestünde für diese ein Anreiz zum "Trittbrettfahren": Gesetzt, ein Unternehmen böte Aktionären entgeltlich eine **Stimmrechtswahrnehmung** an und wäre gar in der Lage, eine Mehrheit der Stimmen auf sich zu vereinigen, so würde doch der Vorteil wohlinformierter Stimmabgabe auch jenen Anteilseignern zu Gute kommen, die den Stimmrechtsvertreter nicht beauftragt haben. Der Nutzen der Kontrolle wäre also ein öffentliches **Gut**²⁷ - Anbieter könnten Nutznießer, die nicht zu zahlen bereit sind, vom Konsum ihrer Leistung nicht ausschließen. In der Konsequenz wird daher jeder Aktionär versuchen, kostenlos von den Anstrengungen des mit der Stimmrechtsausübung betrauten Unternehmens zu profitieren und darauf rechnen, daß andere das Entgelt zahlen. Stimmrechtsvertreter werden deshalb für ihre Leistungen eine Nachfrage von Seiten der Aktionäre in Publikumsgesellschaften kaum erwarten dürfen. Nur die wenigsten Publikumsaktionäre wären bereit, für die Stimmrechtsvertretung zu **zahlen**²⁸ - deutsche Aktionärsvereinigungen wissen um dieses Problem nur zu gut. Es werden sich daher auch kaum professionelle Anbieter bereit finden, entgeltliche **Stimmrechtsaufträge von Kleinaktionären** einzuwerben.

Aber auch auf der ^{Anbieter} **Nachfrageseite** ist mit Trittbrettfahrerproblemen zu rechnen: Denn selbst wenn sich mehrere Stimmrechtsvertreter erboten würden, Stimmrechte auszuüben, so bestünde doch für sie ein Anreiz, besondere Aufwendungen für Informationsbeschaffung, Verwaltungskontrolle usw. zu sparen, sich insoweit auf ihre Konkurrenten zu verlassen und deren Verhalten in der Stimmrechtsverwaltung kritiklos zu kopieren. Daraus kann wiederum eine defizitäre Kontrolle resultieren. überdies würde eine Aufsplitterung von

²⁷ So bereits OLSON (FN 13), S. 58 f.

²⁸ Dazu auch der BERICHT DER STUDIENKOMMISSION (FN 6) Tz. 938

Stimmrechtsvollmachten auf eine Vielzahl von Anbietern den Wert kollektiver, koordinierter Stimmrechtsausübung zerstören, ganz zu schweigen davon, daß dann die Verantwortungszurechnung für Erfolge und Mißerfolge bei der Kontrolle verdunkelt und den Nachfragern dieser Leistung eine informierte Auswahl unter den Stimmrechtsvertretern beträchtlich erschwert werden würde.

2. *Stimmrechtsvertretung und asymmetrische Information*

Ein weiteres, bislang kaum gewürdigtes Problem kommt hinzu. Es betrifft die bereits erwähnte Auswahl der Stimmrechtsvertreter. Angesichts einer nur geringen Beteiligung und des zu vernachlässigenden Einflusses seiner Stimme auf den Ausgang der Abstimmung wird ein Anteilseigner nur wenig Mühe aufwenden, wenn über die Auswahl eines Vertreters zu entscheiden ist. Anbietern guter Überwachungsqualität wird es daher nicht leicht fallen, dem Markt die Güte ihrer Leistungen glaubwürdig zu signalisieren - setzt die Überprüfung der Qualität durch Anteilseigner doch einige Mühe und Anstrengung voraus. Eben diesen Aufwand aber wird ein rationaler Aktionär scheuen, der Anteile in nur geringem Umfange hält, und die Auswahl vielmehr nach einfacheren Parametern vornehmen, etwa nach dem Preisniveau. In der Konsequenz würden sich Unternehmen am Markt durchsetzen, welche die "günstigsten" Tarife aufweisen. Günstige Preise können aber insbesondere solche Anbieter stellen, welche an Qualität sparen. Wenn und soweit Anteilseigner jedoch aus Kostengründen die Qualitätsdifferenz zwischen guten und schlechten Stimmrechtsvertretern nicht aufdecken, erhalten die Unternehmen mit den niedrigsten Gebühren die meisten Kunden, nicht dagegen jene, welche sich mit besonderem Engagement und Erfolg für die Aktionärsinteressen einsetzen. Wer bessere Qualität anbietet, wird deshalb entweder aus dem Markt ausscheiden oder sein Leistungsniveau nach unten anpassen müssen - *"the bad products drive out the good"*.²⁹

3. *Stimmrechtsvertretung und Depotverträge*

Aus ökonomischer Perspektive will es angesichts der beschriebenen Probleme ausgeschlossen erscheinen, daß sich ein Wettbewerbsmarkt für Stimmrechtsvertretungen etablieren kann. Daß aber in Deutschland eben ein solcher Markt auch für die Vertretung von Kleinaktionären (!) besteht, kann sich daher nur besonderen, institutionellen Rahmenbedingungen verdanken. Und in der Tat lassen sich zwei Besonderheiten des deutschen Kapitalmark-

* AKERLOF, Quarterly Journal of Economics 84 (1970), S. 488 ff.

tes identifizieren, welche den Kreditinstituten ihre überragende Stellung bei der Stimmrechtsvertretung von Aktionären ermöglichen.

An erster Stelle ist ihre Rolle im Wertpapiergeschäft zu nennen, genauer: der im wesentlichen über Kreditinstitute abgewickelte Erwerb und die Verwahrung von Wertpapieren? Zwar sind Banken über die allgemeinen Depotpflichten hinaus im wesentlichen nur verpflichtet, ihren Kunden die Informationen des Unternehmens über die Hauptversammlungen zukommen zu lassen? - eine Leistung, die sie sich im übrigen von den Gesellschaften selbst vergüten lassen **dürfen**.³² Die mit Erwerb und Verwahrung notwendig werdenden Geschäftsbeziehungen der Aktionäre mit den Kreditinstituten erleichtern es diesen jedoch erheblich, auch mit dem Angebot einer Stimmrechtsvertretung an die Depotkunden heranzutreten? Und ein zweites kommt hinzu: Die Kreditinstitute verlangen für die Interessenvertretung keine weitere **Vergütung**,³⁴ ein Angebot, das deshalb von vielen Aktionären wahrgenommen wird. Vollmachtstimmrechte verbreitern darum, wie jüngst wiederum eingehend dokumentiert worden ist,³⁵ die Einflußbasis der Banken in den Hauptversammlungen in einem beträchtlichem Maße.

4. Zwischenergebnis

Wegen ihrer zentralen Funktion bei Erwerb und Verwahrung von Aktien und den daraus resultierenden, *ohnehin notwendigen Geschäftsbeziehungen mit den Depotkunden* einerseits und dem *Angebot kostenfreier Stimmrechtsausübung* andererseits vermögen Kreditinstitute in großem Umfange Stimmrechtvollmachten einzuwerben. Weil Stimmrechtsvertretung für andere Anbieter, die diese Leistung selbständig und entgeltlich anbieten müßten, kein Geschäft wäre, bleibt die Rolle der Banken unangefochten. Die Dominanz der Kreditinstitute auf dem Markt für Stimmrechtsvertretungen erklärt sich also nicht notwendig aus ihren konkurrenzlos guten Leistungen, sondern womöglich nur aus dem Ausbleiben von Konkurrenz.

³⁰ HEFERMEHL, in: Schlegelberger, Handelsgesetzbuch Bd. VI (1977, 5. A.) Anhang zu § 406 HGB Rdz. 18 spricht in diesem Zusammenhang gar von einer "tatsächlichen Monopolstellung" der Banken

³¹ § 128 Abs. 1 AktG

³² Vgl. die Verordnung über den Ersatz von Aufwendungen der Kreditinstitute vom 18. Juni 1968, BGBl. I, S. 720

³³ Vgl. KÖNDGEN, in Baums/ Buxbaum/ Hopt: Institutional Investors and Corporate Governance (1994), S. 531 (549 ff.)

³⁴ Vgl. den Überblick in Capital H. 7/92, S. 100 f. Die Frage nach der wettbewerbsrechtlichen Unbedenklichkeit des Angebots "kostenloser" Stimmrechtsvertretung seitens der Banken, welche die Konkurrenzfähigkeit der Aktionärsvereinigungen zu beeinträchtigen geeignet sein könnte, ist hier nicht zu beantworten.

³⁵ Vgl. die Nachweise in FN 2

Was aber sind die Gründe, die Kreditinstitute dazu bewegen könnten, Aufträge zur Ausübung von Vollmachtstimmrechten bei ihren Depotkunden einzuwerben, obwohl sie doch für diese Leistung zumindest explizit keine weitere Vergütung in Anspruch nehmen? Es ist dies zugleich die Frage nach dem Bestehen potentieller Interessenkonflikte und danach, ob Banken bei der Stimmrechtsausübung auf eine andere Entlohnung rechnen - nicht auf eine explizite, sondern eine implizite Vergütung allerdings, die aus der mit einer Sammlung von Stimmrechten erleichterten Wahrnehmung ihrer vielfältigen sonstigen Finanzdienstleistungen gegenüber der jeweiligen Gesellschaft resultieren könnte.

IV. Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute

7. Interessenkonflikte

Da es bislang an einheitlichen Nachweisen eines für die kontrollierten Publikumsgesellschaften insgesamt abträglichen Einflusses der Kreditinstitute in den Hauptversammlungen fehlt,³⁶ wird man zur Untersuchung potentieller Interessenkonflikte im wesentlichen die Anreizstruktur in den Blick nehmen müssen, welche das Verhalten der Depotinstitute und ihrer Verwaltungen leiten könnte.

Die Interessen an der Ausübung von Vollmachtstimmrechten können auf zwei Ebenen thematisiert werden: Zum einen läßt sich untersuchen, welche Interessen eine *den eigenen Aktionären bzw. "dem Institut"* verpflichtete Unternehmensführung der Banken beachten wird. Zum anderen muß aber auch die Frage gestellt werden, ob die *Unternehmensverwaltung* der Kreditinstitute als solche ihre eigenen, partikulären Interessen bei Ausübung der Vollmachtstimmrechte verfolgen wird.³⁷

a) Geschäftsinteressen

aa) Depotkundengeschäft

Ein Geschäftsinteresse an der Einwerbung von Vollmachtstimmrechten könnte sich zunächst aus dem Depotgeschäft selbst ergeben. Daß ein Angebot der Bank, Stimmrechte ohne zusätzliche Vergütung vertretungsweise wahrzunehmen, allerdings geeignet sein soll, Depotkunden anzulocken, erscheint zweifelhaft; denn für diese stehen andere Leistungen der Kreditinstitute im Vordergrund, insbesondere bei Erwerb, Verwahrung und Veräußerung

³⁶ Vgl. einerseits CABLE (FN 25), S. 118 (130), andererseits PERLITZ/ SEGER (FN 3); krit zu den Untersuchungsverfahren CABLES jetzt EDWARDS/ FISCHER (FN 5), S. 221 ff.

³⁷ So mit Recht EDWARDS./ FISCHER (FN 5), S. 237 und öfter; vgl. dazu auch ADAMS, AG 1994, S. 148 ff.

der Aktien. Wenn Banken also als Stimmrechtsvertreter auftreten, so wird dies nicht deshalb geschehen, um die Erträge aus dem Depotgeschäft zu erhöhen.³⁸

bb) Kredit- und Emissionsgeschäft

Vollmachtstimmrechte erlauben Banken, ihre Interessen als Kreditgeber des kontrollierten Unternehmens zu wahren. So können sie zunächst durch ihre Stimmenmacht auf die Wahl der Unternehmensführung dergestalt Einfluß nehmen, daß nur solche Kandidaten berücksichtigt werden, die eine konservative Finanzierungs- und Investitionspolitik verfolgen **wollen**.³⁹ Für den Fall, daß die gewählten Kandidaten ihr implizites Versprechen nicht einlösen, kann die Unternehmensführung über Hauptversammlung und Aufsichtsrat wiederum diszipliniert werden. Auf diese Weise wird es den Banken ermöglicht, über den Inhalt der Kreditverträge hinaus eine risikoscheue Unternehmenspolitik durchzusetzen - de facto werden sie damit zu Fremdkapitalgebern mit Stimmrechten, welche die Vorteile risikoscheuer Unternehmenspolitik genießen, ohne die damit verbundenen Nachteile, der sich in einem Wertverlust der Anteile niederschlagen könnte, tragen zu **müssen**.⁴⁰ In Einzelfällen mag der durch Stimmrechte vermittelte Einfluß auch dazu genutzt werden, den Erwerb bzw. die Veräußerung von (Teilen anderer) Unternehmen anzuregen, um dort gefährdeten Kredite eine verbesserte Haftungsgrundlage zu **verschaffen**.⁴¹ **Vollmachtstimmrechte** erleichtern es Kreditinstituten zudem, durch Einwirkung auf die Unternehmensverwaltung auch weiterhin am financial business der Gesellschaft, insbesondere im Bereich des Emissionsgeschäfts, beteiligt zu **werden**.⁴²

Die Interessen der Banken richten sich damit im wesentlichen auf die Sicherung bzw. Ausdehnung ihres Kredit- bzw. Emissionsgeschäfts und nicht notwendig auf eine, auch Risiken in Kauf nehmende Maximierung des Wertes

³⁸ Zu den Erträgen aus dem Depotgeschäft zählt neben dem „Gebühren“aufkommen auch die Chance, im Rahmen einer Neuemission, auf welche die Depotkunden als Aktionäre ein Bezugsrecht haben, einen entsprechenden Anteil von Kaufaufträgen zu erhalten.

³⁹ Zu potentiellen Konflikten auf Ebene der Dividendenpolitik vgl. PÜTTNER (FN 6), S. 75 m.w.N.

⁴⁰ Ob Banken auch geneigt sein werden, solche Vorhaben unterstützen, die beträchtlichen Finanz- und Kreditbedarf auslösen, ist dagegen zweifelhaft. Man wird anerkennen müssen, daß die Kreditfinanzierung in bankenkontrollierten **Unternehmen** keine bedeutendere Rolle spielt, als in solchen, in denen Banken eine **vergleichsweise** weniger bedeutende Position innehaben.

⁴¹ C.E. FISCHER (FN 6), S. 25 (37); vgl. auch WENGER (FN 6), S. 73 (83 f.); zu potentiellen Konflikten auf Ebene von Konzernentscheidungen vgl. i.ü. MEILICKE (FN 6), S. 209 ff. sowie KÖRBER (FN 6), S. 68 f. und PUTTNER (FN 6), S. 77 f.

⁴² Vgl. auch KÖRBER (FN 6), S. 69

der kontrollierten Gesellschaft. In dieser Bevorzugung einer das unternehmerische Wagnis, und damit die entsprechende Verantwortung scheuenden Finanzierungs- und Investitionspolitik decken sich ihre Interessen mit den Interessen der Unternehmensverwaltungen, die ebenfalls an risikolosem Erhalt und Ausbau ihrer Führungspositionen interessiert sind. Dies allerdings ist ihnen nur möglich, wenn sie sich gegenüber der Kontrolle von Seiten anderer Anteilseigner abzuschotten vermögen. Dies führt zur Frage nach dem Verwaltungsinteresse an der Ausübung von Vollmachtstimmrechten durch Kreditinstitute.

b) Verwaltungsinteressen

Vollmachtstimmrechte und Beteiligungen der Kreditinstitute an Industrie-, Handels- und Versicherungsunternehmen einerseits und Beteiligungen dieser Unternehmen an Banken andererseits schaffen zwischen den Verwaltungen der betreffenden Gesellschaften wechselseitige Abhängigkeiten. Diese Abhängigkeiten wiederum ermöglichen ihnen eine Immunisierung gegenüber opponierenden Anteilseignern: Denn das implizite Versprechen, die Stimmrechte nicht zum Nachteil der Verwaltung des anderen Unternehmens einzusetzen, wird in einem solchen Gleichgewicht von einer entsprechenden Erwartung begleitet, den selben Schutz von der Verwaltung des Gegenübers zu **genießen**.⁴³ Durch ein Geflecht wechselseitiger Beteiligungen und Vollmachtstimmrechte vermögen sich die Unternehmensverwaltungen also teilweise der Kontrolle durch Dritte zu **entziehen**.⁴⁴

Die beschriebene Anreizstruktur deutet deshalb auf eine Interessenvernetzung von Verwaltungen kontrollierter und kontrollierender Unternehmen hin. Tatsächlich ergeben Untersuchungen über die Stimmrechtsverwaltung durch Banken, daß sie in der Regel ihren Auftraggebern empfehlen, den Vorstellungen der Verwaltungen zu folgen, und bei Fehlen abweichender Weisungen entsprechend in den Hauptversammlungen verfahren. Da Kreditinstitute nur in den seltensten Fällen, nämlich nur von 2- 3% der **Depotkun-**

⁴³ Dieses Gleichgewicht wird auch durch die übrigen Geschäftsbeziehungen zwischen Bank und Unternehmen stabilisiert: Wenn sich die Unternehmensführung entschließt, für den Fall unerwünschter (informeller) Einflußnahme durch die Bank das weitere financial business einem anderen Kreditinstitut zu übertragen, vermag die damit bisher betraute Bank auch *nach Abbruch* der Geschäftsbeziehung auf diese Entscheidung durch ihre fortbestehende, aus den Vollmachten von Depotkunden fließenden Stimmenmacht so zu antworten, daß die Unternehmensführung besser von vornherein auf eine solches Vorhaben verzichtet; zur disziplinierenden Wirkung von Geschäftsbeziehungen bei Entscheidungen in *proxy-fights* vgl. JARROW/LEACH, Journal of Financial and Quantitative Analysis 26 (1991), S. 533 ff.

⁴⁴ BERICHT DER STUDIENKOMMISSION (FN 6)Tz. 987; s.a. ADAMS (FN 37), S. 148 ff.

den, Weisungen zur Stimmrechtsausübung erhalten, kommt dieser außergewöhnlichen Gleichförmigkeit des Abstimmungsverhaltens und den inhärenten Interessenkonflikten der Banken beträchtliche Bedeutung zu - auch wenn man in Rechnung stellt, daß im Vorfeld der Abstimmung der eine oder andere Vorschlag der Verwaltung "gekippt" worden sein mag.

c) Zwischenergebnis

Geschäfts- und Verwaltungsinteressen versprechen den Banken und ihren Unternehmensleitungen eine implizite Vergütung für die Einwerbung und Ausübung von **Vollmachtstimmrechten**.⁴⁵ Diese Interessen richten sich allerdings nicht notwendig auf die Verfolgung einer den Unternehmenswert der kontrollierten Gesellschaft maximierenden Finanzierungs- und Investitionspolitik und können daher in Konflikt mit den Wünschen der Anteilseigner geraten. Bleibt zu fragen, welche Vorkehrungen das geltende Recht enthält, um daraus resultierende Interessenkonflikte zu bewältigen.

2. Verhaltenspflichten

Die Verhaltenspflichten der Banken bei Einwerbung und Ausübung von Vollmachtstimmrechten sind im Aktien- und Auftragsrecht nur in rudimentärer Weise kodifiziert. § 135 Abs. 1 und 2 **AktG** bestimmt zunächst, daß ein Kreditinstitut einer besonderen, nicht etwa nur AGB-mäßig erteilten, schriftlichen Vollmacht bedarf, die von ihrem Kunden jeweils nicht länger als für fünfzehn Monate erteilt werden kann und jederzeit widerruflich ist. Untervollmachten dürfen nicht erteilt werden, so daß der Gebrauch der Vertretungsmacht streng kontrolliert ist. Vor Beginn der Hauptversammlung hat das Kreditinstitut außerdem dem Kunden zu erklären, in welcher Weise es die Vollmacht zu

⁴⁵ Vgl. auch KANTZENBACH/ KALLFASS: Schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des BT- Ausschusses für Wirtschaft v. 16. 5. 1990 (A- Drs. 560/11), S. 12; erhellend ist in diesem Zusammenhang das Bemerkung von HERRHAUSEN (FN 1), S. 297 (320), daß *ausländische Depotbanken* "nicht zuletzt aus Kostengesichtspunkten" davon abgesehen hätten, sich um Vollmachten für die Ausübung fremder Stimmrechte zu bemühen. HERRHAUSEN teilt allerdings nicht mit, weshalb *inländische Depotbanken* eben diese Kosten auf sich nehmen (zum Nachweis, daß ausländischen Anlegern keine wesentlichen Hindernisse bei Ausübung ihrer Stimmrechte entgegenstehen, vgl. i.ü. KÖNIG, Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung. Eine empirische Untersuchung, Arbeitspapiere des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück 7/93, S. 2 ff.) Nach Mitteilung von HERRHAUSEN, A., Verbraucherpolitische Hefte 1987, S. 99 (102) haben Banken allerdings an der Einwerbung und Ausübung von Vollmachtstimmrechten kein überragendes Interesse; s.a. DERS., in: H. J. Hahn (Hrsg.): Geldverfassung und Ordnungspolitik (1989), S. 79 (91); NEUBER, F., *ZfgKW* 1990, S. 16 (18), sowie die - recht abschätzigen - Bemerkungen der Bankiers CHRISTIANS ("Wir kleben nicht am Vollmachtstimmrecht") und RÖLLER ("Wir legen uns für das Ding nicht auf die Schiene"), beide zit. nach Das Wertpapier 1989, S. 929

gebrauchen gedenkt, wenn keine abweichenden Weisungen erteilt werden. Gern. § 135 Abs. 5 AktG ist das Depotinstitut im Falle des Ausbleibens einer Weisung des Kunden verpflichtet, entsprechend seinen Vorschlägen abzustimmen, so daß auch insoweit dem Ermessen der beauftragten Bank Grenzen gesetzt sind - vom Fall der in § 135 Abs. 5 und 8 AktG geregelten und allgemeinen Auftragsgrundsätzen entsprechenden Abweichung in Ausnahmefällen einmal abgesehen. Soweit das Kreditinstitut in der Abstimmung von seiner eigenen Empfehlung abweicht oder gar einer Weisung des Kunden nicht entspricht, hat es darüber außerdem Rechenschaft abzulegen. Die in § 135 Abs. 10 AktG niedergelegte Verpflichtung der Banken schließlich, Aufträge jedes Depotkunden anzunehmen, sofern sie sich anderen gegenüber erboten haben, eine Stimmrechtsvertretung zu übernehmen, verwehrt es ihnen, sich durch Verweigerung des Vertragsabschlusses Weisungen zur Stimmgabe entziehen zu können, die ihren Interessen nicht genehm sind.⁴⁶

Vorgaben für das pflichtgemäße Abstimmungsverhalten selbst enthält das Aktien- und Auftragsrecht kaum; bestimmt wird im wesentlichen nur, daß etwaigen Weisungen zu folgen und das Stimmrecht im Interesse des Aktionärs⁴⁷ auszuüben ist. Ein Schritt hin zur Konkretisierung der letzteren, höchst unbestimmten Formel könnte es sein, Einsichten und Erfahrungen aus dem Recht fiduziarischer Pflichtbindungen im Kontext der aus dem US-amerikanischen Rechtskreis bekannten *proxy*-Auseinandersetzungen heranzuziehen.⁴⁸

Interessenkonflikte bei Ausübung der Vollmachtstimmrechte behandelt das Aktiengesetz explizit bislang nur in zwei Bestimmungen. Die eine (§ 135 Abs. 1 Satz 2 AktG) betrifft die Ausübung der Stimmrechte in den eigenen Hauptversammlungen der Kreditinstitute und ordnet an, daß sie hier nur auf Grund von speziellen Weisungen abstimmen dürfen;⁴⁹ die andere (§ 128 Abs. 2 S. 5 AktG) verlangt Offenlegung für den Fall personeller Verflechtungen mit dem Aufsichtsrat des kontrollierten Unternehmens.=

⁴⁶ Vgl. BUNDESMINISTER DER JUSTIZ (Hrsg.): Referentenentwurf eines Aktiengesetzes (1958) S. 280 f. sowie Entwürfe eines Aktiengesetzes und eines Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz mit je einer Begründung, BT-Drucks. IV/171, S. 160

⁴⁷ Vgl. dazu ZÖLLNER, in: Kölner Komm., § 128 Rdz. 15

⁴⁸ Vgl. dazu KRIKORIAN, in: A. W. Sametz (Hrsg.): Institutional Investing. Challenges and Responsibilities of the 21st Century (1991), S. 257 ff. m.w.N. und KÖNDGEN (FN 33), S. 531 (545 ff)

⁴⁹ Vgl. dazu auch G.H. ROTH, FS Paulick (1973), S. 81 (94)

so Zur entsprechenden Anwendbarkeit des § 128 Abs. 2 S. 5 AktG in anderen Fällen enger personeller Verflechtung vgl. BARZ, in: Großkomm. AktG § 128 Anm. 14; ZÖLLNER, in: Kölner Komm., § 128 Rdz. 28

Die aufsichtsbehördliche Überwachung schließlich beschränkt sich im wesentlichen auf die Kontrolle, ob den oben beschriebenen Bestimmungen des Aktiengesetzes Genüge getan worden ist, § 30 Abs. 1 S. 2 KWG.⁵¹ Darüber hinaus wird nur verlangt, daß die Kreditinstitute die Erwägungen dokumentieren, welche ihren Abstimmungsvorschlägen zu Grunde liegen.⁵²

Fazit: Das Grundproblem der Stimmrechtsvertretung durch Banken, nämlich ihre implizite Vergütung durch erleichterte Wahrnehmung eigener Geschäftsinteressen gegenüber dem kontrollierten Unternehmen, wird im geltenden Recht nur unzureichend thematisiert. Bleibt zu fragen, wie der Markt auf dieses Regulierungsdefizit reagiert.

3. Marktreaktionen

Einflußmöglichkeiten auf und Geschäftsbeziehungen mit den kontrollierten Unternehmen verschaffen den Banken eine implizite Entlohnung für die Ausübung der Vollmachtstimmrechte. Solche impliziten Belohnungen aber können für Investoren, die als Überschußberechtigte an einem riskanten, aber auch hohe Erträge versprechenden Geschäftserfolg einer Unternehmung beteiligt sein wollen, mit Nachteilen verbunden sein. Sie werden diese Beeinträchtigungen erkennen= und sie entweder im Rahmen ihrer Zahlungsbereitschaft für den Kauf von Aktien deutscher Publikumsgesellschaften entsprechend berücksichtigt? oder, was wahrscheinlicher sein dürfte, in andere, ihrer Risikoeinstellung eher entsprechende Titel ausweichen. Aktien werden dann wegen der von den Banken beeinflussten und unternehmerisches Wagnis im Zweifel scheuenden Geschäftspolitik eine bedeutendere Rolle für das effiziente Portfolio eines anderen Investorenpublikums spielen: für risikoaverse, an einer periodisch zu zahlenden und über dem Niveau von Bundesanleihen liegenden Rendite interessierte Anleger nämlich - eine Investorengruppe also, die auch Industrieobligationen erwerben würde, sich aber angesichts der in Deutschland von Banken dominierten Unternehmensfinanzierung auf diesem Kapitalmarktsegment nur zu Teilen zu engagieren vermag. Solche Investoren wissen den Bankeneinfluß auf die Publikumsgesellschaften selbstverständlich als zusätzliche Sicherung ihres Investments zu schätzen und werden deshalb auch an *mit Stimmrechten aus-*

⁵¹ Vgl. i.e. BÄHRE/SCHNEIDER: KWG- Kommentar (1986, 3.A.), § 30 Ziffer 3

⁵² Vgl. Nm. 9 Abs. 3, 14 und 15 der Bekanntmachung über Art, Umfang und Zeitpunkt der Depotprüfung (Richtlinie für die Depotprüfung) vom 16. 12. 1970, BUNDESANZEIGER Nr. 239, v. 23. 12. 1970

⁵³ Zweifelnd dagegen WENGER, Wirtschaftspolitische Blätter 37 (1990), S. 155 (162 f.)

⁵⁴ So ADAMS, Stellungnahme v. 8. 12. 1993 im Rahmen der BT- Anhörung "Die Macht der Banken", ZBB 1994, S. 77 (80).

gestatteten Aktien interessiert sein. Eine solche Anpassung des Marktes wird jedoch an den Nachteilen, die sich für Aktiengesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz auf Grund ihrer mangelhaften Kontrollstruktur insgesamt ergeben, grundsätzlich nichts ändern, denn sie führt zu einer risiko- und innovationshemmenden, auf bloße Kapitalverwaltung und -Sicherung konzentrierten Unternehmenspolitik. Zur Aufdeckung (auch volkswirtschaftlich) profitabler, aber hohen Kapitaleinsatz und breite Risikostreuung erfordernder Investitionschancen werden solche Gesellschaften dann nur noch bedingt geeignet sein.

Die geltende Regelung des Vollmachtstimmrechts ist deshalb eine der wenigen - Schwächen des mit Recht weltweite Anerkennung genießenden deutschen **Universalbankensystems**.⁵⁵ Auf eine Veränderung durch das Walten der Marktkräfte wird man sich nicht verlassen können: Der Wettbewerb um Stimmrechtsaufträge entfaltet keine **disziplinierende** Wirkung auf das Verhalten der Kreditinstitute, weil sie wegen des beschriebenen Marktversagens Konkurrenz von anderen professionellen Stimmrechtsvertretern nicht fürchten müssen, und weil sie auch untereinander wegen ihrer übereinstimmenden Interessen als Kreditgeber zu gleichförmigen Verhalten Anlaß haben, so daß sich dem eine Stimmrechtsvertretung nachfragenden Aktionär kaum echte Alternativen eröffnen.

4. Reformüberlegungen

Jüngst bekanntgewordenen Äußerungen aus dem Bundesministerium der Justiz zufolge wird erwogen, den **Interessenkonflikten** auf Ebene der **Stimmrechtsvertretung** durch Einführung eines zwar für die Depotbank agierenden, aber von Weisungen der Bank unabhängigen **Stimmrechts-Mandatars**“ zu begegnen: Die Ausübung der Stimmrechtsvollmachten soll danach also weisungsfrei agierenden Mitarbeitern der Bank übertragen, und die Maßstäbe pflichtgemäßen Verhaltens sollen nach dem Vorbild der §§ 31 ff. Wertpapierhandelsgesetz gesetzlich fixiert **werden**.⁵⁶ Ob derlei Vorkehrungen geeignet wären, die oben beschriebenen Interessenkonflikte zu mildern und eine nicht nur rechtliche, sondern auch tatsächliche **Unabhängigkeit** des

“Zur jüngsten US- amerikanischen Diskussion des Universalbankensystems vgl. etwa BAUMS/ GRUSON, 19 Brooklyn J. of Int'l Law 101 (1993) BENSTON, G.J., Journal of Economic Perspectives 8 (1994), S. 121 ff; ROE, M.J., 102 Yale L. J. 1927, 1949 ff. (1993); SAUNDERS, Journal of Banking & Finance 18 (1994), 231 ff. und SAUNDERS/ WALTER (FN 3), passim

⁵⁶ Zum Vorschlag der Parlamentarischen Staatssekretärs im BMJ Funke, die Ausübung der Stimmrechte unabhängigen Stimmrechts- Mandataren“ zu überantworten, vgl. FAZ v. 13. 10. 1994, S. 15; Handelsblattv. 14./15. 10. 1994, S. 14; s.a. ZIP aktuell 1994, Nr.372 und SEIBERT ZBB 1994, S. 349 (350).

„**Stimmrechtsmandatars**“ zu gewährleisten, erscheint jedoch fraglich: Der angestellte Stimmrechtsverwalter, der die Interessen seines Hauses kennt, bedarf keiner besonderen Weisung mehr, um zu wissen, wie er abstimmen sollte. Abhängigkeit von der bankenseitigen Unternehmensführung vermittelt sich für einen solchen „Stimmrechtsbeauftragten“ nicht durch **Weisungsunterworfenheit**, sondern durch implizite Loyalitätsversprechen, die seine bankinterne Laufbahn von Beginn bis zum Schluß begleiten. Auch muß die Effektivität gesetzlich statuerter Verhaltensstandards zur Bewältigung etwaiger Interessenkonflikte im Rahmen einer solchen Regulierung in Zweifel gezogen werden: So mag man zwar daran denken, eine Offenlegungspflicht für alle Verbindungen, Verabredungen und Geschäftsbeziehungen zwischen dem Stimmrechtsvertreter und der betreffenden Gesellschaft zu statuieren, auf welche sich die Stimmrechtsvertretung bezieht und die geeignet sind, die Stimmrechtsausübung zu beeinflussen, wobei auch institutionelle bzw. geschäftliche Beziehungen zwischen Organmitgliedern und verbundenen Unternehmen zu berücksichtigen wären. Aber diese Offenlegung wird rational untätige Kleinaktionäre genausowenig interessieren wie eine Auflage an die Stimmrechtsmandatäre, jährliche Rechenschaftsberichte über ihre Tätigkeit im letzten Geschäftsjahr zu erstellen.

Das Marktversagen auf dem Gebiete der Stimmrechtsvertretung wird sich also durch bloß äußerliche Korrekturen nicht beseitigen lassen. Aber auch radikale Lösungen müssen Bedenken auslösen: Eine Beseitigung weisungsfreier **Stimmrechtsvertretung**⁵⁷ oder gar die Etablierung eines Marktes für Stimmrechte, die abgelöst von anderen Mitgliedschaftsrechten des Aktionärs frei veräußerlich **wären**,⁵⁸ hieße, alle Vorteile professioneller **Stimmrechtsvertretung** preiszugeben.

⁵⁷ Dafür plädiert WENGER (FN 6), S. 73 (96, 100)

⁵⁸ Vgl. KANTZENBACH/ KALLFASS (FN 45); gegen derlei Vorstellungen, die darauf hinauslaufen würden, daß Einfluß auch ohne eine Übernahme des entsprechenden Eigenkapitalrisikos erkaufte werden könnte zu Recht krit. EASTERBROOK FISCHEL (FN 11), S. 74 ff.; s. aber KÖNDGEN (FN 33), 531 (543 mit Anm. 61); im übrigen ließen sich isolierte Stimmrechte prinzipiell auch synthetisieren: Zu diesem Zweck müßte der Investor nur Aktien sowie darauf bezogene **Verkaufs(Put-)optionen** erwerben und entsprechende Kaufoptionen (Calls) verkaufen, deren Ausübungspreis und Laufzeit miteinander übereinstimmen (vgl. auch BLAIR/ GOLBE/ GERARD, Journal of Political Economy 97 (1989), S. 420 (442 mit note 18))

V. Stimmrechtsvertretung: ein Marktmodell

Soll das Marktversagen auf dem Gebiete der Aktionärsvertretung beseitigt und ein qualitätsfördernder Wettbewerb zwischen Anbietern professioneller Stimmrechtsvertretung ermöglicht werden, bedarf es einer umfassenden Regulierung der Unabhängigkeit und Expertise sowie der Auswahl und Vergütung von Stimmrechtsvertretern.

1. Die Regulierung: Grundzüge

Folgende sind die (Mindest-) Voraussetzungen eines Marktes für effektive Stimmrechtsvertretung:

Erstens: Geschäftliche, kapitalmäßige oder personelle Abhängigkeiten zwischen Stimmrechtsvertretern und den kontrollierten Unternehmen dürfen nicht bestehen. Es ist auf diese Weise Sorge dafür zu tragen, daß **Stimmrechtsvertreter** sich nicht implizit und damit unkontrollierbar für ihre Tätigkeit vom Unternehmen und seiner Verwaltung bezahlen lassen können.

Zweifens: Es ist Gewähr dafür zu bieten, daß Stimmrechtsvertreter bei Wahrnehmung ihrer Mandate in den kontrollierten Unternehmen keine sachfremden, d.h. unternehmenszweckwidrigen Ziele verfolgen können. Die Ausübung der Stimmrechte durch sachverständige Vertreter ist ein Vorzug des gegenwärtigen Systems der Stimmrechtsvertretung, den es zu wahren gilt.

Drittens: Der Auswahlmodus für Stimmrechtsvertreter muß so beschaffen sein, daß von den an der Auswahl beteiligten Aktionären sowohl Preis als auch Güte der ihnen angebotenen Leistungen berücksichtigt werden können. Die Vergütung für Stimmrechtsvertreter ist also nicht nur offen auszuweisen; sie muß auch von allen Nutznießern der daraus resultierenden Unternehmenskontrolle geleistet werden, um Trittbrettfahreffekte zu vermeiden.

Viertens: Die Stimmrechtsvertretung muß effektive Kontrolle in den Unternehmen ermöglichen, darf also nicht auf eine Vielzahl von Vertretern mit der Folge verteilt werden, daß ihre Kontrollanstrengungen ohne Einfluß bleiben oder sich gar die einzelnen Vertreter auf die Leistung von anderen verlassen. Um diesen Erfordernissen zu genügen, sieht der hier zur Diskussion gestellte Entwurf folgendes vor: Die Kreditinstitute können künftig die Stimmen ihrer Depotkunden nicht mehr, wie bisher, auf der Grundlage ihnen formularmäßig erteilter Vollmachten nach ihrem pflichtgebundenen Ermessen ausüben,

sondern nur mehr, soweit ihnen spezielle Weisungen erteilt sind. Eine Stimmrechtsvertretung nach Maßgabe solcher expliziter Weisungen ist unbedenklich, da Interessenkollisionen, die sich aus den gegenwärtigen oder zukünftigen Geschäftsbeziehungen des Kreditinstituts zur kontrollierten Gesellschaft oder ihren Vertragspartnern ergeben könnten, nicht mehr zu befürchten sind. Auf Grund allgemeiner Vollmachten dagegen sollen in Zukunft allein solche Stimmrechtsvertreter tätig werden dürfen, die keine Geschäftsbeziehungen - gleich welcher Art - mit dem zu kontrollierenden Unternehmen haben.

Um eine kompetente Stimmrechtsvertretung auch solcher Aktionäre sicherzustellen, die keine Weisungen erteilen, wird neben den Aktionärsvereinigungen ausschließlich Personen, welche die Befähigung zum Abschlußprüfer haben, also Wirtschaftsprüfern und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gestattet, für Aktionäre ohne spezifische Weisungen deren Stimmrechte geschäftsmäßig ausüben zu dürfen. Anders als Aktionärsvereinigungen bedürfen diese Stimmrechtsvertreter allerdings keiner ausdrücklichen Vollmacht der von ihnen vertretenen Aktionäre. Vielmehr haben sie nach ihrer Wahl Vertretungsmacht kraft Amtes für stimmberechtigte Aktionäre, die in der Hauptversammlung nicht anwesend oder anderweit repräsentiert sind. Wer nicht durch einen Stimmrechtsvertreter vertreten sein will, muß künftig daher entweder persönlich auf der Hauptversammlung erscheinen oder sich von Kreditinstituten auf Grund spezifischer Weisungen oder durch Aktionärsvereinigungen oder von nicht geschäftsmäßig handelnden Dritten vertreten lassen.⁵⁹ Gewählt werden die Stimmrechtsverwalter von den in der Hauptversammlung anwesenden bzw. von Kreditinstituten oder Aktionärsvereinigungen vertretenen Aktionären; daneben ist auch Briefwahl zulässig.⁶⁰ Nicht

⁵⁹ Der Vorschlag läuft im praktischen Ergebnis auf die Statuierung einer bislang gesetzlich nicht vorgesehenen Pflicht zur Ausübung des Stimmrechts hinaus; zum geltenden Recht vgl. nur BARZ, in: Großkomm. AktG § 134 Anm. 36; WIEDEMANN, BB 1975, S. 1595; zur Zulässigkeit von Satzungsbestimmungen, die es zur Aktionärspflicht machen, an der Abstimmung teilzunehmen vgl. U.H. SCHNEIDER/BURGARD (FN 2), S. 783 (797).

⁶⁰ KALLFASS': Kapitalmarktkoordination (1992), S. 227 ff. an ein Modell der Wahlkampfkostenerstattung erinnernde Erwägung, es den Aktionären zu überantworten, außerhalb der Hauptversammlung den ihnen jeweils genehmen **Stimmrechtsvertreter** auszuwählen und diese dann nach Maßgabe der eingeworbenen Auftragsmenge (und insofern in der Tat: erfolgsabhängig) aus der Gesellschaftskasse zu bezahlen, läßt außer acht, daß Kleinaktionäre bei der Wahl zwischen einer Vielzahl von Stimmrechtsvertretern kaum mehr Engagement zeigen dürften als bei der Ausübung ihrer Stimmrechte selbst; zu den daraus resultierenden Marktversagensprozessen, vgl. bereits sub. III. 1. Überdies würde es wegen des unbeschränkten Marktzutritts auf der Angebotsseite auch zu einer Aufsplitterung der Stimmrechtsvertretung kommen, so daß eine effektive Wahrnehmung der Aktionärsrechte durch die Stimmrechtsvertreter nicht notwendig gewährleistet wäre, vgl. erneut sub. 111.1.

aktiv wahlberechtigt sind dagegen solche Aktionäre, die nur von Stimmrechtsvertretern repräsentiert werden. Die Anteilseigner werden vor Beginn der Hauptversammlung von der Gesellschaft über die Kandidaten und die von ihnen vorgelegten Leistungsbeschreibungen und Vergütungsforderungen von der Gesellschaft in Kenntnis gesetzt. Die Amtszeit eines Stimmrechtsverwalters beträgt drei Jahre; eine einmalige Wiederwahl ist zulässig, weitere Amtszeiten dagegen erst nach einer Unterbrechung von mindestens einer Amtsperiode. Gewählt werden Stimmrechtsverwalter mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen, vorausgesetzt, sie erhalten mindestens Stimmen von 5% der Wahlberechtigten oder von Stimmen, die insgesamt mehr als 500.000 DM des Grundkapitals vertreten. Die Vergütung der von der Hauptversammlung bestimmten Stimmrechtsverwalter wird nach Maßgabe der von ihnen vor der Wahl gestellten Preise aus der Gesellschaftskasse bezahlt.⁶¹ Die im Amte befindlichen Stimmrechtsverwalter sind den von ihnen vertretenen Aktionären verpflichtet; ihre Interessen haben sie zu wahren, und ihnen haften sie auch. Dieses System der Stimmrechtsvertretung nicht anwesender und nicht sonst wirksam verteilter Aktionäre durch unabhängige Stimmrechtsverwalter wird allerdings nicht für alle Aktiengesellschaften, sondern nur für Gesellschaften ab einer bestimmten Mindestgröße (Grundkapital von mindestens einer Million Deutsche Mark) eingeführt. Splitterbesitz ist für kleinere Gesellschaften, die in der Regel Familien- oder Konzerngesellschaften sind, untypisch. In größeren nichtbörsennotierten Gesellschaften werden bis zu zwei, in großen börsennotierten Gesellschaften bis zu drei **Stimmrechtsverwalter** gewählt. Die Bestellung mehrerer Stimmrechtsverwalter ist zwar u.a. mit höheren Kosten verbunden. Sie soll aber ausschließen, daß eine einzige Person die Gesamtheit der sonst nicht repräsentierten Stimmen ausübt und damit - trotz der Kontrollmechanismen des Gesetzes - eine zu große Machtfülle erhält. Haftungs- und Aufsichtsregeln schließlich sollen

⁶¹ Dies entspricht einem Vorschlag von KALLFASS (FN 60), S. 231 ff.; s.a. DERS., Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 37 (1992), S. 277 ff.; s.a. schon BEINE, AG 1959, 179, 182 f. Die in § 128 Abs. 6 Ziffer 2 AktG enthaltene Ermächtigung des Bundesministers für Justiz, die Gesellschaften zur Erstattung der Aufwendungen für die Vervielfältigung der Mitteilungen und für ihre Übersendung an Aktionäre zu verpflichten, spiegelt - wenn auch in sehr unvollkommener Weise - diesen Grundgedanken wieder; vgl. auch VALLENTHIN, W., Bank- Betrieb 1965, S. 242 (250). Entgegen KÖNDGEN (FN 33), S. 531 (544) ist auch nicht ersichtlich, weshalb in einem solche Falle die der Gesellschaft aus der Einschaltung von Stimmrechtsvertretern entstehenden Kosten von dem daraus fließenden Nutzen nicht übertroffen werden sollten. Da die Stimmrechtsverwalter ihre Vergütungsforderungen selbst setzen und vor der Wahlentscheidung offenbaren, können aktive Aktionäre i.ü. auch abschätzen, welche Belastungen maximal auf das Unternehmen zukommen.

sicherstellen, daß Stimmrechtsvertreter bei Ausübung der Aktionärsrechte ihrer Verantwortung gerecht werden.

Bevor jedoch der **Enwurf** in seinen Einzelheiten vorgestellt wird, soll zunächst auf zwei mit ihm verbundene Grundfragen näher eingegangen werden - auf die Rolle aktiver Anteilseigner und die Macht der gewählter **Stimmrechtsvertreter**. Dabei gilt es insbesondere, **marktliche** Anpassungsprozesse zu bedenken, die sich mit Einführung einer solchen Regulierung ergeben dürften.

2. Der Markt: Anpassungsprozesse

a) Die Rolle aktiver Anteilseigner

Die Rolle aktiver Anteilseigner bei der Wahl von Stimmrechtsverwaltern für passive Aktionäre mag ungewöhnlich erscheinen und Bedenken erwecken. Ein erster, gravierender Einwand betrifft mögliche Abhängigkeiten der gewählten Stimmrechtsverwalter von den Interessen großer, aktiver Anteilseigner. Da Stimmrechtsverwalter von den aktiven Anteilseignern gewählt werden, muß man fragen, ob jene nicht versuchen werden, durch Wohlverhalten gegenüber diesen ihre Wiederwahlchancen zu erhöhen, und im Falle eines Konflikts zwischen aktivem Großaktionär und passiven Kleinaktionären entsprechend entscheiden werden. Mit der theoretisch richtigen, in der Praxis allerdings nur bedingt tauglichen Einsicht, daß in vollständigen, d.h. hoch entwickelten Kapitalmärkten Aktionäre gleich welcher Beteiligung das gemeinsame Ziel der Anteilswertmaximierung verfolgen würden und insofern zwischen ihnen Interessengleichklang herrscht,⁶² wird man sich jedenfalls nicht beruhigen dürfen.⁶³ Es bedarf vielmehr einer Ergänzung durch Haftungsregeln und Aufsichtsbestimmungen. Auch die Bestimmung, daß bei der Neuwahl von Stimmrechtsverwaltern diese nicht schon in derselben, sondern erst in der kommenden Hauptversammlung mitstimmen dürfen, dürfte eine Sperre gegen allzu flagrante Interessenkonflikte bilden. Darüber hinaus sind noch **marktliche** Anpassungsprozesse zu bedenken, welche die Besorgnis vor einer Wahl von Stimmrechtsvertretern von "Großaktionärs Gnaden" mildern:

⁶² Dazu, daß Aktionäre in einem vollständigen **Kapitalmarkt** unabhängig von ihrer Konsumplanung an der Anteilswertmaximierung interessiert wären, grundlegend FISHER: The theory of interest. As determined by **impatience** to spend income and opportunity to invest it (1930), passim; s.a. **BREALEY/ MYERS**: Principles of **Corporate Finance** (1991, 4. A.), S. 22; zum Nachweis, daß dies prinzipiell auch unabhängig von ihrer Risikoeinstellung gelten würde, vgl. **TOBIN**, Rev. of **Econ. Studies** (1958), S. 65 ff.; zur Anlagefunktion der Aktien deutscher Publikumsgesellschaften, deren Hauptversammlungen von Kreditinstituten dominiert werden vgl. aber sub. IV 3

⁶³ A.A. **WENGER** (FN 6), S. 73 (97) unter Hinweis auch auf die empirischen Befunde von **BRICKLEY/ LEASE/ C.W. SMITH Jr.**, Journal of Financial Economics 20 (1988), S. 267 ff.

Durch die Auswahl der Stimmrechtsverwalter wird dem Markt signalisiert, von wem und in welcher Weise eine Gesellschaft kontrolliert wird. Die gewählte Kontrollstruktur wird damit zu einem *Qualitätsmerkmal*, das die Entscheidungen künftiger Eigen- und Fremdmittelgeber beeinflussen wird. Gesellschaften, die eine glaubwürdige, seriöse Kontrollstruktur aufweisen, werden daher im Rahmen ihrer Finanzierungspolitik zu günstigeren Bedingungen kontrahieren bzw. Mittel einwerben können als Konkurrenten, deren Kontrolle durch einem oder mehreren Großaktionären gewogene Stimmrechtsverwalter erfolgt. Der Wettbewerb um Kapital wird daher dazu führen, daß aktive Anteilseigner den Signalwert ihrer Wahl von Stimmrechtsvertretern bedenken werden. Bis dato fehlt es an einem entsprechenden Konkurrenzdruck, weil sich für Investoren wegen der nahezu unangreifbaren Stellung der Banken in den Hauptversammlungen von Publikumsgesellschaften in Streubesitz und der Enge des Marktes für andere Titel entsprechenden Risikoprofils wie etwa Industrieobligationen nur in begrenztem Umfang Alternativen für ihre Anlageentscheidung eröffnen - es sei denn, sie investierten in anderen Kapitalmärkten um den Preis, dort nicht von ihrem Wissen über die heimischen Verhältnisse profitieren zu können.

Endlich ist auch zu bedenken, daß Stimmrechtsverwalter ihre Chancen zur Wiederwahl nicht notwendig erhöhen können, wenn sie einem Anteilseigner folgen, der die Gesellschaft um kurzfristiger Vorteile willen mittelfristig schädigt. Denn ein solcher Anteilseigner wird sein Engagement in diesem Unternehmen nach einiger Zeit selbst reduzieren wollen, um den Nachteilen der von ihm initiierten Entscheidungen zu entgehen und deshalb auch keine Stimmenmacht mehr haben, um den Stimmrechtsverwalter für sein Wohlverhalten mit einer Wiederwahl zu belohnen. Andere Belohnungen, etwa das Versprechen den Stimmrechtsverwalter mit Prüfaufträgen in anderen, von diesem Anteilseigner beherrschten Unternehmen zu betrauen, lassen sich zwar nicht zur Gänze ausschließen, werden jedoch durch Markt- und Wettbewerbsprozesse und in Extremfällen auch durch die Haftung für Treuepflichtverletzungen einflußreicher Aktionäre **sanktioniert**.⁶⁴

Der Befürchtung schließlich, daß aktive Anteilseigner von der Wahl der Stimmrechtsverwalter Abstand nehmen, um auf diese Weise ihre eigene Stimmenmacht auf der Hauptversammlung zu schützen, läßt sich durch ein

⁶⁴ Zur Haftung des Aktionärs und seines Vertreters im Falle pflichtwidriger Ausübung des Stimmrechts vgl. LG Düsseldorf ZIP 1991, 932 ff.; ZIP 1993, 350 f.; OLG Düsseldorf ZIP 1993, 347 ff.; DREHER, ZIP 193, 332 ff.; DERS., ZHR 157 (1993), 150 ff.; HAMMEN, ZBB 1994, S. 239 ff.; HENSSLER, ZHR 157 (1993), 91 ff.; THAN, ZHR 157 (1993), 125 f.; MARSCH- BARNER, ZHR 157 (1993), 172 ff.; SCHÖNE, WM 1992, 209 ff.

Quorum begeben. Da die Wahl eines Stimmrechtsverwalters nur 5% der abgegebenen Stimmen bzw. Stimmen von 500.000 DM des stimmberechtigten Kapitals verlangt, werden sich aktive Anteilseigner an der Wahl der Stimmrechtsverwalter schon deshalb beteiligen wollen, um ihren Einfluß bei der Auswahl geltend zu machen. Nämhen sie ihr Stimmrecht dagegen nicht wahr, so könnte eine kleine Minderheit Stimmrechtsverwalter wählen, die dann trotz ihrer schmalen Legitimationsbasis kraft ihrer gesetzlichen Vertretungsmacht in den künftigen Hauptversammlungen über beträchtlichen Einfluß verfügten.

6) Die Macht der Stimmrechtsvetwalter

Vorschläge, die darauf hinauslaufen, das Vollmachtstimmrecht der Banken zu beseitigen und Stimmen nichtaktiver Aktionäre an Dritte zur Ausübung zu übertragen, begegnen dem Einwand, daß damit nicht mehr die Stimmen derjenigen Aktionäre zur Geltung gebracht werden, die zumindest alle fünfzehn Monate ihre Unterschrift leisten, sondern Stimmen völlig passiver Aktionäre „künstlich aktiviert“ werden würden. Von einer echten repräsentativen Vertretung der Aktionäre könne dann noch weniger als unter dem gegenwärtigen System gesprochen werden? Dagegen ist mehrererlei zu erinnern. Zunächst: Es würde auch in Zukunft solchen Aktionären, die zum Zwecke der Stimmrechtsvertretung in regelmäßigem Abstand nur eine Unterschrift leisten wollen, freistehen, sich auf diese Aktivität zu beschränken - sie müßten sich nurmehr nicht an Kreditinstitute, sondern an Aktionärsvereinigungen wenden. Was die „künstliche Aktivierung“ der Stimmen passiver Aktionäre betrifft, so ist darauf hinzuweisen, daß dieser Einwand sich nicht minder gegen das geltende Recht wendet: Zwar wachsen die Stimmen nicht anwesender bzw. nicht vertretener Aktionäre gegenwärtig keinem anderen Anteilseigner zu, wohl aber schlagen sie sich in einem Bonus der Aktiven nieder, deren Stimmen angesichts niedriger Präsenzen in den Hauptversammlungen überproportionales Gewicht bekommen. Wer untätig bleibt, delegiert - welches System der Stimmrechtsvertretung auch immer gelten mag.⁶⁵ Worauf es im Rahmen eines Reformvorhabens also nur ankommen kann, ist die Eröffnung weiterer Möglichkeiten für Aktionäre, die Wahrnehmung ihrer Stimmrechte auf Dritte übertragen zu können, also einen funktionierenden Markt für die Stimmrechtsvertretung zu etablieren.

Gewählte Stimmrechtsverwalter treten an die Stelle der Kreditinstitute; ihnen wächst kraft der gesetzlichen Vertretungsmacht daher beträchtliches Einfluß-

⁶⁵ BERICHT DER STUDIENKOMMISSION (FN 6), Tz. 959

⁶⁶ Zutr. insoweit schon WENGER (FN 6), S. 73 (94)

potential zu -ein Einflußpotential, das nur durch den Umfang der Aktivität der Anteilseigner begrenzt wäre. Von ihrer jeweiligen Hauptversammlungspräsenz würde es daher abhängen, wieviel Stimmen von den gewählten Vertretern abgegeben werden können. Zwar wäre das Einflußpotential nicht von vornherein und für die Dauer ihrer Amtszeit festgelegt. Es wurde auch in Zukunft jedem Aktionär freistehen, bei der Hauptversammlung anwesend oder vertreten zu sein. Ob sich das Engagement der Aktionäre aber vergrößern wird, z.B., weil Banken und Aktionärsvereinigungen sich verstärkt um Stimmrechtsaufträge bewerben werden, soll dahingestellt **bleiben**.⁶⁷ Anlaß zur Befürchtung, daß bei Verwirklichung des hier vorgestellten Reformvorschlages die Hauptversammlungspräsenzen weiter *sinken* könnten, besteht jedenfalls nicht: Denn wer nach den Ursachen abnehmender **Hauptversammlungspräsenzen** forscht, muß erkennen, daß diese nicht zuletzt die bislang unangreifbare Stellung der Banken in der Kontrollstruktur deutscher Unternehmen **reflektiert**.⁶⁸ Insbesondere für institutionelle ausländische Investoren will es angesichts der versteinerten Machtverhältnisse nicht lohnen, in den hiesigen Hauptversammlungen tätig zu **werden**.⁶⁹ Mit der Beseitigung des stabilen, über weisungslos erteilte Vollmachtstimmrechte vermittelten Einflusses der Kreditinstitute wird die Untätigkeit anderer institutioneller Investoren jedoch von einer Bereitschaft zum Engagement abgelöst werden." Aber auch wenn man sich auf diese Prognose nicht verlassen mag, wird die Kontrolle der Kontrolleure doch durch einen "Mix" verschiedener Eingriffsinstrumente gewährleistet, insbesondere durch Zulassungsvoraussetzungen, Maßnahmen der Aufsicht und Haftungsregeln." Zunächst sei noch einmal

⁶⁷ Skeptisch insoweit auch BERICHT DER STUDIENKOMMISSION, Tz. 941

⁶⁸ Vgl. WENGER (FN 6), S. 73 (92); nach UH. SCHNEIDER/ BURGARD (FN 3), 783 (787 f.) sind die sinkenden Hauptversammlungspräsenzen dagegen das Resultat von „**weitgehend** unbegründeten Angriffen gegen das Vollmachtstimmrechts der Kreditinstitute“, auf die manche Kleinaktionäre mit „**übergroßer** Vorsicht“, d.h mit einem Verzicht auf eine Vollmachterteilung gern. § 135 Abs. 2 Satz 1 **AktG** reagieren würden.

⁶⁹ So beschränkt sich die Stimmrechtsausübung durch ausländische institutionelle Anleger bislang im wesentlichen auf Banken und Investmentfonds, s. BAUMS/ FRAUNE (FN 2), S. 19

⁷⁰ Nachweise zur Bereitschaft institutioneller Investoren, Verantwortung für die Unternehmenskontrolle zu übernehmen, bei BRICKLEY/ LEASE/ C.W. SMITH, Jr, Journal of **Corporate Finance** 1 (1994), S. 5 (12 ff) und DENS., Journal of Financial Economics 20 (1988), S. 193 (198 ff.). Zum wachsenden Engagement ausländischer institutioneller Investoren vgl. ASSMANN, in: Großkomm. **AktG** (1992), Einl. Rdnr. 30ß f. m.w.N.

⁷¹ Zu denken wäre auch an ein Quorum, so es um satzungsändernde bzw. änderungsgleiche Entscheidungen geht; s. dazu auch BERICHT DER STUDIENKOMMISSION (FN 6), Tz. 994; s.a. schon C.E. FISCHER **AcP** 154 (1955), S. 181 (224); soweit im übrigen Entscheidungen zur Abstimmung stehen, welche die Stellung von Stimmrechtsvertretern selbst betreffen (etwa: Verschmelzung oder Liquidation) und

daran erinnert, daß ausschließlich Wirtschaftsprüfer bzw. Wirtschaftsprüfungsgesellschaften als Stimmrechtsverwalter in Frage kommen, anderen Interessenten dagegen die passive Wahlberechtigung fehlt. Diese Beschränkung sollte sicherstellen, daß nur solche Personen und Gesellschaften als Repräsentanten passiver Aktionäre in Frage kommen, die über die notwendige Expertise hinsichtlich der Überwachung und Überprüfung eines Unternehmens und seiner Geschäfte verfügen und keine sachfremden Zwecke verfolgen.* Daß diese Stimmrechtsverwalter während ihrer Amtszeit nicht zugleich als Prüfgesellschaften der betreffenden Unternehmen fungieren dürfen, versteht sich von selbst. Auch andere Geschäftsbeziehungen der Stimmrechtsverwalter bzw. ihrer Gesellschafter mit dem zu kontrollierenden Unternehmen sind untersagt. Eventuellen diesbezüglichen Mißständen und Mißbräuchen soll schließlich das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel vorbeugen, dem es obläge, von den Stimmrechtsverwaltern Rechenschaftsberichte abzuverlangen und diese zu überprüfen. Haftungsregeln werden die rechtliche Kontrolle der Stimmrechtsausübung ergänzen.

Ein weiteres: Erfolge und Mißerfolge der Kontrolle einer Gesellschaft werden sich in ihrem Markterfolg bzw. Börsenkurs niederschlagen; aktive Anteilseigner verfügen deshalb über einen Maßstab für die Leistung der von ihnen gewählten Stimmrechtsverwalter. Es ist diese Leistungskontrolle, welche die Stimmrechtsverwalter dazu anhalten wird, die Interessen der Aktionäre mit Engagement und Sachverstand zu verfolgen, denn nur auf diese Weise werden sie in der Lage sein, die Chancen ihrer Wiederwahl - sei es in dieser oder in anderen Gesellschaften - zu erhöhen und ihre Reputation zu bewahren. Auf dem Markt für Zertifizierungsleistungen ist Reputation das kostbarste Gut. Soweit **Wirtschaftsprüfer(gesellschaften)** sich auch als **Stimmrechtsverwalter** betätigen wollen, stehen sie daher auch mit ihrem guten Ruf für ihre Leistung ein. Wenn sie versagen, beschädigen sie nicht nur ihre Geschäftschancen auf dem Markt für Stimmrechtsverwalter, sondern auch solche auf dem Markt für Testate. Endlich bleibt zu bedenken, daß die Macht der **Stimmrechtsverwalter** dadurch beschränkt ist, daß mehrere von ihnen zugleich tätig sein können, so daß auch für eine gegenseitige Kontrolle gesorgt ist. Da es jedoch auch ein Trittbrettfahrerproblem auf der Angebotsseite der Kontrolle gibt, muß die Anzahl der Stimmrechtsverwalter beschränkt bleiben. Ansonsten müßte mit einem zu geringen oder mit übermäßigem Kontrollaufwand

insoweit die Gefahr von Interessenkonflikten begründen, wären außerdem gesonderte Vorschriften über Vertretungsverbote in Erwägung zu ziehen.

⁷² S. a. BERICHT DER STUDIENKOMMISSION (FN 6), Tz. 958 und 959

gerechnet werden. Überdies wäre mit einer Vielzahl von Stimmrechtsvertretern auch die Verantwortungszurechnung erschwert.

VI. Stimmrechtsvertretung: Ein Gesetzgebungsvorschlag

7. Text

a) Änderung des § 124 AMG

In § 124 Absatz 3 Satz 2 werden nach den Worten "Dies gilt nicht", die Worte "wenn die Wahl von Stimmrechtsverwaltern auf der Tagesordnung steht, oder" eingefügt.

b) Änderung des § 125 Abs. 1 AktG

§ 125 Absatz 1 erhält folgende Fassung:

(1) Der Vorstand hat binnen zwölf Tagen nach der Bekanntmachung der Einberufung der Hauptversammlung im Bundesanzeiger eine Mitteilung über die Einberufung der Hauptversammlung, die Bekanntmachung der Tagesordnung, etwaige Anträge der Stimmrechtsverwalter und Unterlagen gemäß § 135 b Abs. 3 und einer Stellungnahme der Verwaltung hierzu, ferner etwaige Anträge und Wahlvorschläge von Aktionären einschließlich des Namens des Aktionärs, der Begründung und einer Stellungnahme der Verwaltung hierzu sowie, wenn die Wahl von Stimmrechtsverwaltern auf der Tagesordnung steht, die Wahlunterlagen hierfür zu versenden. Die Versendung erfolgt an folgende Personen:

1. an den oder die derzeit im Amt befindlichen Stimmrechtsverwalter;
2. an in- und ausländische Kreditinstitute, die angezeigt haben, daß sie Aktien der Gesellschaft verwahren;
3. an Vereinigungen von Aktionären, die in der letzten Hauptversammlung Stimmrechte ausgeübt haben, sowie an Vereinigungen von Aktionären und an Stimmrechtsverwalter, welche die Mitteilung verlangt haben. "

c) Änderung des § 128 Abs. 1 AktG

§ 128 Abs. 1 erhält folgende Fassung:

(1) Verwahrt ein Kreditinstitut für Aktionäre Aktien der Gesellschaft (Depotinstitut), so hat es dies unverzüglich dem Vorstand der Gesellschaft mitzuteilen. Entsprechendes gilt, wenn die Verwahrung endet. "

§ 128 Absatz 2 erhält folgende Fassung:

Depotinstitute sind verpflichtet, Mitteilungen und Unterlagen nach § 125 Absatz 1 sowie die ihnen nach § 135 b Absatz 3 zugeleiteten Unterlagen unverzüglich an die Aktionäre weiterzugeben. "

§ 128 Absätze 3 bis 6 werden aufgehoben.

d) Einfügung eines § 128 a AktG

Hinter § 128 wird folgender § 128 a eingefügt:

§ 128a

(1) Ein Kreditinstitut **darf** das Stimmrecht für Inhaberaktien, die ihm nicht gehören, nur auf Grund einer schriftlichen Stimmrechtsvollmacht und nur insoweit ausüben, als ihm der Aktionär eine ausdrückliche Weisung zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung erteilt hat. Ein Kreditinstitut ist verpflichtet, den Auftrag eines Aktionärs zur Ausübung des Stimmrechts in einer Hauptversammlung anzunehmen, wenn es für den Aktionär Aktien der Gesellschaft verwahrt und sich gegenüber Aktionären der Gesellschaft zur Ausübung des Stimmrechts in derselben Hauptversammlung erboten hat.

(2) Die **Vollmachtsurkunde** muß bei der Erteilung vollständig ausgefüllt sein und darf keine anderen **Erklärungen** enthalten. Das Kreditinstitut kann dem Aktionär eigene Vorschläge für die Ausübung des Stimmrechts zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung mitteilen; dabei hat es sich ausschließlich vom Interesse des Aktionärs leiten zu lassen. Das Kreditinstitut hat den Aktionär, dessen Stimmrechte ausgeübt werden sollen, um die Erteilung von Weisungen hierfür zu bitten.

(3) Das Kreditinstitut hat der Bitte um Erteilung von Weisungen ein Formblatt beizufügen, durch dessen Ausfüllung der Aktionär Weisungen für die Ausübung des Stimmrechts zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung erteilen kann. Es hat darauf hinzuweisen, daß es ohne ausdrückliche Weisung zur Abstimmung nicht berechtigt ist.

(4) Auf Grund einer Stimmrechtsvollmacht kann das Kreditinstitut das Stimmrecht unter Benennung des Aktionärs in dessen Namen ausüben. Wenn es die Vollmacht bestimmt, kann das Kreditinstitut das Stimmrecht auch im Namen dessen, den es angeht, ausüben. übt das Kreditinstitut das Stimmrecht unter Benennung des Aktionärs in dessen Namen aus, so ist die **Vollmachtsurkunde** der Gesellschaft vorzulegen und von dieser zu verwahren. übt es das Stimmrecht im Namen dessen, den es angeht, aus, so genügt zum Nachweis seiner Stimmberechtigung gegenüber der Gesellschaft die Erfüllung der in der Satzung für die Ausübung vorgesehenen Erfordernisse; enthält die Satzung darüber keine Bestimmungen, so genügt die Vorlegung der Aktien oder einer Bescheinigung über die Hinterlegung der Aktien bei einem Notar oder einer Wertpapiersammelbank.

(5) Ein Kreditinstitut **darf** das Stimmrecht für Namensaktien, die ihm nicht gehören, als deren Aktionär es aber im Aktienbuch eingetragen ist, nur auf

Grund einer **schriftlichen Ermächtigung**, wenn es nicht als deren Aktionär eingetragen ist, nur unter Benennung des Aktionärs in dessen Namen auf Grund einer schriftlichen Vollmacht ausüben. Vollmacht oder Ermächtigung können nur insoweit ausgeübt werden, als der Aktionär dem Kreditinstitut eine ausdrückliche Weisung zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung erteilt hat. Auf die **Ermächtigung** oder Vollmacht ist Absatz 2 Satz 1, auf die Vollmacht außerdem Absatz 4 Satz 3 anzuwenden.

(6) Die Wirksamkeit der Stimmabgabe wird durch einen Verstoß gegen die **Vorschriften** der Absätze 1 bis 5 nicht beeinträchtigt. Die Verpflichtung eines Kreditinstitutes zum Ersatz eines aus der Verletzung der Vorschriften des § 128 oder des § 128 a Absätze 1 bis 5 entstehenden Schadens kann im voraus weder ausgeschlossen noch beschränkt werden.

(7) Die Absätze 1 bis 6 gelten sinngemäß für Personen, die sich geschäftsmäßig gegenüber Aktionären zur Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung erboten. Vereinigungen von Aktionären, die das Stimmrecht aus Aktien ihrer Mitglieder ausüben wollen, bedürfen hierzu einer für jede Hauptversammlung zu erteilenden Stimmrechtsvollmacht oder Ermächtigung; das Vorliegen von Weisungen ist nicht erforderlich. Im übrigen finden auf die Stimmrechtsausübung durch Aktionärsvereinigungen die Vorschriften des Absatzes 2 Sätze 1 bis 3, des Absatzes 3 Satz 1 sowie der Absätze 4 bis 6 entsprechende Anwendung. Die Vorschriften über die Stimmrechtsausübung durch Stimmrechtsverwalter bleiben unberührt.

(8) Der Bundesminister der Justiz wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung

1. ein Formblatt für die Erteilung von Weisungen durch den Aktionär vorzuschreiben, das die Kreditinstitute, Aktionärsvereinigungen oder sonst geschäftsmäßig fremde Stimmrechte ausübende Personen ihrer Bitte um Weisungen nach Absatz 2 Satz 3 beizufügen haben,
2. vorzuschreiben, daß die Gesellschaft den Kreditinstituten und den Vereinigungen von Aktionären die Aufwendungen für die Vervielfältigung der Mitteilungen und für ihre Übersendung an die Aktionäre oder an ihre Mitglieder zu ersetzen hat. Zur Abgeltung der Aufwendungen können Pauschbeträge festgesetzt werden. Die Rechtsverordnung bedarf nicht der Zustimmung des Bundesrates. "

e) Änderung des § 129 AMG

§ 129 wird wie folgt geändert: In § 129 Absatz 2 werden die Worte "oder einer in § 135 Abs. 9 bezeichneten Person" ersetzt durch die Worte "oder einer in § 128 a Absatz 7 bezeichneten Person oder Vereinigung".

f) Änderung des § 135 AMG

§ 135 wird wie folgt geändert: Die bisherigen Absätze 1 bis 11 werden aufgehoben und durch die folgenden Absätze 1 und 2 ersetzt:

(1) Das Stimmrecht in der Hauptversammlung nicht anwesender oder vertretener Aktionäre wird in Gesellschaften mit einem Grundkapital von einer Million Deutscher Mark oder mehr nach Maßgabe der folgenden Vorschriften durch Stimmrechtsverwalter ausgeübt.

(2) Stimmrechtsverwalter können Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sein. Stimmrechtsverwalter kann nicht sein, wenn er oder eine Person, mit der er seinen Beruf gemeinsam ausübt, zum Abschlussprüfer der Gesellschaft, in deren Hauptversammlung die Stimmen ausgeübt werden sollen, oder zum Abschlussprüfer eines mit dieser Gesellschaft verbundenen Unternehmens bestellt ist. § 379 Absätze 2 und 3 des Handelsgesetzbuches gelten für Verbindungen des Stimmrechtsverwalters mit der Gesellschaft, in deren Hauptversammlung er Stimmrechte ausübt, und für Verbindungen des Stimmrechtsverwalters mit einem Depotinstitut (§ 128 Absatz 1) entsprechend.

g) Einfügung der §§ 135 a bis g AktG

Hinter § 135 werden folgende Vorschriften §§ 135 a bis g angefügt:

§ 135 a

(1) Stimmrechtsverwalter werden in der Hauptversammlung gewählt. Es können bis zu zwei, in börsennotierten Gesellschaften bis zu drei Stimmrechtsverwalter bestellt werden. Den Antrag zur Wahl eines Stimmrechtsverwalters kann auch jeder Aktionär stellen, wenn er ihn der Gesellschaft binnen einer Woche nach der Bekanntmachung der Einberufung der Hauptversammlung im Bundesanzeiger übersandt hat. Der Vorschlag braucht nicht begründet zu werden. § 126 gilt sinngemäß.

(2) Der Vorstand stellt die an die Aktionäre zu versendenden Wahlunterlagen zusammen. Hierzu gehören

1. Stimmzettel für die schriftliche Stimmabgabe mit den Namen der Bewerber und einem Hinweis auf die Vorschrift des folgenden Satzes 3;

2. die von den Bewerbern eingereichten Wahlbewerbungen.

Schriftliche Stimmabgaben durch Aktionäre, die nach § 123 Abs. 2 und 3 zur Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung berechtigt wären, sind zulässig. Ein Stimmrechtsverwalter darf bei der Wahl fremde Stimmrechte nicht ausüben.

(3) Gewählt ist, wer die meisten Stimmen auf sich vereinigt. Wer bei der Wahl nicht mindestens die Stimmen von Aktionären erhält, deren Anteile zusammen

den zwanzigsten Teil des Grundkapitals oder den Nennbetrag von 500.000.- Deutsche Mark erreichen, ist nicht gewählt.

(4) Die Wahl der Stimmrechtsverwalter erfolgt alle drei Jahre. Die Amtszeit beginnt nicht vor dem Ende der Hauptversammlung, in welcher die Wahl stattgefunden hat. Eine einmalige Wiederwahl ist **zulässig**. Der Vorstand hat drei Monate vor dem Ablauf der Amtszeit in den **Gesellschaftsblättern** mitzuteilen, daß und an welchem Tag die Amtszeit des oder der Stimmrechtsverwalter endet. "

§ 135b

(1) Der Stimmrechtsverwalter übt das Stimmrecht für diejenigen Aktionäre aus, die in der Hauptversammlung nicht anwesend und nicht vertreten sind. Bei Vorhandensein mehrerer Stimmrechtsverwalter bestimmt sich das Verhältnis der von ihnen auszuübenden Stimmrechte nach dem Verhältnis der Stimmen, die bei der Wahl auf sie entfallen sind; dabei wird auf ganze Stimmen abgerundet. Endet der Auftrag eines Stimmrechtsverwalters vor Ablauf der Dreijahresfrist, so wird der auf ihn **entfallende** Stimmrechtsanteil entsprechend Satz 2 verteilt.

(2) Der Stimmrechtsverwalter hat sich bei der Abstimmung in der Hauptversammlung vom Aktionärsinteresse leiten zu lassen. Er darf Personen, die nicht seine Gesellschafter oder Angestellten sind, nicht unterbevollmächtigen.

(3) Der Stimmrechtsverwalter teilt den Aktionären mit, wie er das Stimmrecht zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung auszuüben beabsichtigt, und fügt dem eine Begründung bei. Ferner weist ein Stimmrechtsverwalter darauf hin, daß das Stimmrecht aus ihren Aktien entsprechend der Mitteilung ausgeübt werden kann, wenn die Aktionäre nicht selbst in der Hauptversammlung anwesend oder durch ein Kreditinstitut, eine Aktionärsvereinigung oder eine andere Person vertreten sind.

(4) Der Stimmrechtsverwalter hat die von ihm vertretenen Stimmen entsprechend seinen, den Aktionären nach § 128 Abs. 2 übersandten Mitteilungen abzugeben, es sei denn, daß er den Umständen nach annehmen darf daß die Aktionäre bei Kenntnis der Sachlage die abweichende Ausübung des Stimmrechts billigen würden.

(5) Die Wirksamkeit der Stimmabgabe wird durch einen Verstoß gegen die Absätze 1 bis 4 nicht beeinträchtigt.

§ 135c

(1) Die Übernahme einer Stimmrechtsverwaltung in einer Gesellschaft ist dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel anzuzeigen. Das Bundesaufsichtsamt hat Mißständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durch-

führung der Stimmrechtsverwaltung beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für die von einem Stimmrechtsverwalter vertretenen Aktionäre bewirken **können**. Es wird dabei ausschließlich im öffentlichen Interesse **tätig**. Das Bundesaufsichtsamt kann Anordnungen treffen, die geeignet sind, diese Mißstände zu beseitigen oder zu verhindern. **§ 6, § 8 und § 10 des Wertpapierhandelsgesetzes** sind entsprechend anzuwenden.

(2) Das Bundesaufsichtsamt kann von dem Stimmrechtsverwalter und der Gesellschaft **Auskünfte** und die Vorlage von Unterlagen verlangen, soweit dies zur **Erfüllung** seiner Aufgaben erforderlich ist. **§ 16 Absatz 6 des Wertpapierhandelsgesetzes** ist anzuwenden.

(3) Der Stimmrechtsverwalter hat jährlich einen Rechenschaftsbericht über seine Tätigkeit zu erstellen und bei der Gesellschaft und dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel einzureichen. Der Bericht hat Angaben über Tagesordnung und Verlauf der Hauptversammlungen im letzten Geschäftsjahr, die **Stimmverhältnisse**, Abstimmungsverhalten des **Stimmrechtsverwalters** und die Gründe hiefür sowie über anhängige Anfechtungsklagen und Registerverfahren zu enthalten. Die im letzten Geschäftsjahr dem **Stimmrechtsverwalter** gezahlte Vergütung ist **aufzuführen**. Der Bericht wird jedem Aktionär auf sein Verlangen hin ausgehändigt.

(4) Das Bundesaufsichtsamt hat Stimmrechtsverwalter mindestens alle drei Jahre zu prüfen.

(5) Das Bundesaufsichtsamt untersagt die Tätigkeit als Stimmrechtsverwalter ganz oder teilweise, wenn dies aus einem in der Person des gewählten Stimmrechtsverwalters liegenden Grund geboten erscheint, insbesondere, wenn dieser die Ausschlußgründe gemäß **§ 135 Absatz 2 Satz 2 und 3** nicht beachtet oder gesetzliche Pflichten verletzt, und die Interessen der Aktionäre die Untersagung erfordern.

§ 135 d

(1) Stimmrechtsverwaltern wird für ihre Tätigkeit von der Gesellschaft eine Vergütung gezahlt. Stimmrechtsverwalter können eine über den Ersatz angemessener Aufwendungen hinausgehende Vergütung nur fordern, wenn die Höhe des pro Geschäftsjahr geforderten Gesamtbetrages den Aktionären in der Wahlunterlage gemäß **§ 135 a Absatz 2 Satz 2 Ziffer 2 mitgeteilt** worden ist.

(2) Die Satzung kann bestimmen, daß einem Stimmrechtsverwalter neben einer Vergütung nach Absatz 1 ein Anteil am Jahresgewinn der Gesellschaft gewährt wird. Absatz 1 Satz 2 ist entsprechend anzuwenden. Bei einer Beschlußfassung, die eine Satzungsbestimmung über die Vergütung des

Stimmrechtsverwalters **betrifft**, dürfen Stimmrechte durch einen **Stimmrechts-**Verwalter oder eine von ihm bevollmächtigte Person nicht ausgeübt werden.

(3) Entspricht die von einem Stimmrechtsverwalter nach Absatz 1 geltend gemachte Vergütung nicht der Billigkeit, so gilt § 315 Absatz 3 Satz 2 des Bürgerlichen Gesetzbuches entsprechend.

§ 135 e

(1) Der von einem gewählten Stimmrechtsverwalter angenommene **Auftrag** kann von ihm nur aus wichtigem Grund mit schriftlicher Begründung gekündigt werden. Kündigt der Stimmrechtsverwalter oder endet sein Auftrag aus einem sonstigen Grund, so hat der Vorstand dies und die Begründung hierfür unverzüglich in den **Gesellschaftsblättern** bekanntzugeben und dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel anzuzeigen.

(2) Ein Stimmrechtsverwalter kann von der Hauptversammlung jederzeit abberufen werden. Der Beschlüßantrag auf Abberufung ist abgelehnt, wenn Aktionäre, deren Anteile zusammen den Nennbetrag von 500.000.- Deutsche Mark erreichen, gegen die Abberufung stimmen. Bei der Beschlußfassung über die Abberufung können Stimmrechte durch Stimmrechtsverwalter oder von ihnen bevollmächtigte Personen nicht ausgeübt werden. Absatz 1 Satz 2 gilt entsprechend.

§ 135 f

(1) Wer vorsätzlich oder fahrlässig seine Pflichten als Stimmrechtsverwalter verletzt, ist der Gesellschaft zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Er ist auch den Aktionären zum Ersatz des ihnen daraus entstehenden Schadens verpflichtet, soweit sie, abgesehen von einem Schaden, der ihnen durch Schädigung der Gesellschaft zugefügt worden ist, geschädigt worden sind.

(2) Die Ersatzpflicht für **fahrlässiges** Verhalten nach Absatz 1 ist für jede Wahlperiode auf das Hundertfache des Gesamtbetrages nach § 135 d Absatz 1 oder, wenn ein solcher Gesamtbetrag nicht gefordert worden ist, auf das Hundertfache der angemessenen Aufwendungen beschränkt, die der Stimmrechtsverwalter zu fordern berechtigt ist oder bei ordnungsgemäßer Durchführung des Auftrages hätte fordern können.

(3) Ansprüche nach Absatz 1 verjähren in fünf Jahren. Die **Haftung** kann im voraus weder ausgeschlossen noch beschränkt werden.

§ 135 g

Der Bundesminister der Justiz wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung Bestimmungen zu erlassen über:

- 1. den Inhalt und die Gestaltung der an die Aktionäre zu versendenden Wahlunterlagen (§ 135 a Absatz 2);*
- 2. den Inhalt und die Gestaltung der Mitteilungen von Stimmrechtsverwaltern über die von ihnen geplanten Stimmabgaben (§ 135 b Absatz 3). Die Verordnung kann vorsehen, daß die Mitteilungen mehrerer Stimmrechtsverwalter durch den Vorstand in einer Unterlage zusammengefaßt werden.*
- 3. den Inhalt und die Gestaltung des Rechenschaftsberichts (§ 135 c Absatz 3);*
- 4. die Art, den Umfang und den Zeitpunkt der Prüfung gemäß § 135 c Absatz 4 sowie über Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten der Stimmrechtsverwalter, soweit diese zur Überwachung der Pflichten der Stimmrechtsverwalter erforderlich sind.*

Die Rechtsverordnung bedarf nicht der Zustimmung des Bundesrates. Der Bundesminister der Justiz kann diese Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel übertragen. "

h) Änderung des § 30 KWG

§ 30 Absatz 1 Satz 2 KWG wird wie folgt neu gefaßt:

"Die Prüfung hat sich auch auf die Einhaltung der §§ 128 und 128 a des Aktiengesetzes über die Anzeigen durch Depotinstitute und die Stimmrechtsausübung durch Kreditinstitute zu erstrecken. "

2. Erläuterungen

§ 128 enthält Vorschriften über die allgemeinen Pflichten derjenigen Kreditinstitute, die Aktien verwahren (Depotinstitute). Im Anschluß daran regelt § 128 a die Stimmrechtsausübung durch Kreditinstitute, durch Aktionärsvereinigungen und sonstige Personen, die geschäftsmäßig für andere Stimmrechte ausüben. Dabei faßt § 128 a im wesentlichen - allerdings mit z.T. weitreichenden Änderungen - die Vorschriften der bisherigen §§ 128 und 135 AktG zusammen. Die §§ 135 bis 135 g enthalten dagegen die Vorschriften über die durch den vorliegenden Entwurf neu eingeführte Einrichtung der Stimmrechtsausübung durch Stimmrechtsverwalter.

a) § 128 des Entwurfs

§ 128 Absatz 1 definiert den Begriff des Depotinstituts im Sinne des Entwurfes und spricht die Verpflichtung jedes Depotinstituts aus, dem Vorstand

einer Gesellschaft, deren Aktien es verwahrt, Beginn und Ende dieser Verwahrung anzuzeigen. Diese Anzeigepflicht ist erforderlich, um sicherzustellen, daß die Aktionäre die Unterlagen gemäß § 125 Absatz 1 und die Unterlagen gemäß § 135 b Absatz 3 erhalten. § 128 Absatz 2 spricht die Verpflichtung der Depotinstitute aus, die ihnen nach § 125 Absatz 1 oder nach § 135 b Absatz 3 zugeleiteten Unterlagen unverzüglich an die Aktionäre weiterzuschicken. § 128 Absätze 2 bis 6 AktG werden aufgehoben und - mit wesentlichen Abänderungen - in § 128 a des Entwurfs eingestellt.

b) § 128 a des Entwurf..

§ 128 a enthält die Vorschriften über die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, Aktionärsvereinigungen und sonstige geschäftsmäßig fremde Stimmrechte ausübende Personen mit Ausnahme der durch den Entwurf neu einzuführenden sogen. Stimmrechtsverwaltung (dazu §§ 135- 135 g). Dabei sind in § 128 a die bisher in den §§ 128, 135 AktG enthaltenen Vorschriften über die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute usw., mit z.T. wesentlichen Änderungen, zusammengefaßt.

§ 128 a Absatz 1 Satz 1 entspricht der bisherigen Vorschrift des § 135 Absatz 1 Satz 1 AktG, allerdings mit der wesentlichen Einschränkung, daß dem Kreditinstitut nicht nur eine schriftliche Stimmrechtsvollmacht erteilt sein muß, sondern daß von dieser Stimmrechtsvollmacht nur insoweit Gebrauch gemacht werden darf, als ihm ausdrückliche Weisungen zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung erteilt sind. § 128 a Absatz 1 Satz 2 entspricht § 135 Absatz 10 Satz 1 AktG. Eine Übernahme von § 135 Absatz 2 Satz 1 und Satz 2 AktG erscheint angesichts des Weisungserfordernisses als entbehrlich. § 128 a Absatz 2 Satz 1 entspricht § 135 Absatz 2 Satz 3 AktG, § 128 Absatz 2 Sätze 1 und 2 AktG sind in § 128 a Absatz 2 Satz 2 zusammengefaßt. § 128 a Absatz 2 Satz 3 entspricht § 128 Absatz 2 Satz 3 AktG mit Ausnahme der Möglichkeit für Kreditinstitute, ohne Vorliegen von Weisungen abstimmen zu können.

§ 128 a Absatz 3 Satz 1 entspricht § 128 Absatz 2 Satz 4 AktG. Neu ist die Vorschrift, daß das Kreditinstitut in dem Formblatt darauf hinzuweisen hat, daß es ohne ausdrückliche Weisung nicht zur Abstimmung berechtigt ist. Eine Übernahme von § 128 Absatz 2 Satz 5 AktG erscheint angesichts des Weisungserfordernisses als entbehrlich.

§ 128 a Absatz 4 entspricht § 135 Absatz 4 AktG. § 128 a Absatz 5 entspricht im wesentlichen § 135 Absatz 7 AktG; die Abweichungen ergeben sich aus den veränderten Anforderungen an die Stimmrechtsvollmacht. Da dem Kreditinstitut zur Abstimmung Weisungen vorliegen müssen, ist, anders als nach

geltendem Recht (§ 135 Absatz 5 AktG) eine Abweichung von den zunächst gemachten Vorschlägen oder gar erteilten Weisungen nicht vorgesehen.

§ 128 a Absatz 6 Satz 1 entspricht inhaltlich § 135 Absatz 6 AktG; § 128 a Absatz 6 Satz 2 ist § 135 Absatz 11 AktG entnommen. § 128 a Absatz 6 erstreckt die Vorschriften über die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, wie bisher § 135 Absatz 9 AktG, auf Aktionärsvereinigungen und sonstige Personen, die sich geschäftsmäßig gegenüber Aktionären zur Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung erboten. Für Aktionärsvereinigungen sieht der Entwurf allerdings insoweit eine Erleichterung vor, als ihnen keine speziellen Weisungen erteilt sein müssen, um auf Grund der ihnen erteilten Stimmrechtsvollmachten abstimmen zu dürfen. Der dadurch gegebene Entscheidungsspielraum wird durch die Vorschrift begrenzt, daß die ihnen erteilte Vollmacht oder Ermächtigung nur für jeweils eine Hauptversammlung Gültigkeit besitzt. Die Verordnungsermächtigung des § 128 a Absatz 8 entspricht § 128 Absatz 6 AktG.

c) § 129 des Entwurfs

Die Änderung des § 129 Absatz 2 ergibt sich aus der Ersetzung des § 135 Absatz 9 AktG durch § 128 a Absatz 8.

d) § 735 des Entwurf..

§ 135 Absatz 1 legt als Grundprinzip fest, daß das Stimmrecht in der Hauptversammlung nicht anwesender oder vertretener Aktionäre durch Stimmrechtsverwalter ausgeübt wird. Aktionäre, die eine Vertretung durch Stimmrechtsverwalter nicht wünschen, müssen entweder persönlich in der Hauptversammlung erscheinen und abstimmen oder sich hierbei durch ein Kreditinstitut oder eine Aktionärsvereinigung oder auf andere Weise vertreten lassen. Das Institut der Stimmrechtsverwaltung ist nur für größere Gesellschaften (ab einer Million Deutscher Mark Grundkapital) vorgesehen, da in kleineren Gesellschaften Splitterbesitz nur selten auftritt.

§ 135 Absatz 2 legt fest, daß Stimmrechtsverwalter im Sinne des Entwurfs künftig nur Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sein können, die zudem, ähnlich wie Abschlußprüfer, unabhängig sein müssen, und zwar sowohl von dem Unternehmen, in dessen Hauptversammlung die Stimmen ausgeübt werden sollen, als auch von dem Depotinstitut, das Aktien verwahrt, aus denen Stimmen ausgeübt werden sollen. Es darf ferner keine Abhängigkeit von einem Aktionär bestehen, der mehr als 20 % der Aktien der betreffenden Gesellschaft hält (§ 135 Absatz 2 Satz 3 i.V. mit § 319 Absatz 2 Nr. 3 HGB). Besonders hinzuweisen ist darauf, daß es dem Stimmrechtsver-

walter nicht möglich sein wird, sich selbst in den Aufsichtsrat des Unternehmens zu wählen, in dessen Hauptversammlung er Stimmrechte ausübt (§ 135 Absatz 2 Satz 3 i.V. mit § 319 Absatz 2 Nr. 2 HGB). Diese Regelung bricht mit der bisherigen Praxis der Kreditinstitute, sich selbst bzw. ihre Organvertreter oder Angestellten in die Aufsichtsräte der von ihnen kontrollierten Unternehmen zu wählen.

e) § 735 a des *Entwurfs*

§ 135 a enthält die Vorschriften über die Bestellung der **Stimmrechtsverwalter**. Sie werden in der Hauptversammlung gewählt. In nicht börsennotierten Gesellschaften mit einem Grundkapital von einer Million Deutscher Mark oder mehr können bis zu zwei Stimmrechtsverwalter bestellt werden, in börsennotierten Gesellschaften bis zu drei (§ 135 a Absatz 1 Satz 2). Die Bestellung mehrerer Stimmrechtsverwalter ist zwar u.a. mit höheren Kosten verbunden. Sie soll aber ausschließen, daß eine einzige Person die Gesamtheit der sonst nicht repräsentierten Stimmen ausübt und damit - trotz der Kontrollmechanismen, die der Gesetzesentwurf enthält - eine zu große Machtfülle erhält. Auch nach der jetzt vorgesehenen Lösung kann dem oder den Stimmrechtsverwaltern in Gesellschaften mit großem Splitterbesitz eine erhebliche Verantwortung zuwachsen. Sie wird indes beschränkt durch die vom Entwurf vorgesehene Begrenzung der Amtszeit auf drei Jahre (§ 135 a Absatz 4), die fehlende Möglichkeit, sich selbst in den Aufsichtsrat zu wählen (§ 135 Absatz 2 Satz 3), die institutionell abgesicherte Unabhängigkeit der Stimmrechtsverwalters (§ 135 Absatz 2), die strenge Aufsicht durch das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel (§ 135 c), die Haftung des Stimmrechtsverwalters (§ 135 f), den gegebenenfalls drohenden Reputationsverlust sowie durch den letzten Endes doch begrenzten Einfluß der Hauptversammlung nach deutschem Recht. Auf der anderen Seite ist darin, daß künftig auch in Publikumsgesellschaften der Verwaltung sachverständige, unabhängige Stimmrechtsverwalter mit großem Stimmanteil gegenübersteht, ein Vorzug dieser Lösung zu sehen. Der Gesetzesentwurf sieht bewußt davon ab, über die Zahl von höchstens drei Stimmrechtsverwaltern hinausgehend eine größere Anzahl zuzulassen oder gar vorzuschreiben. Eine größere Zahl von Stimmrechtsverwaltern würde nicht nur zu einer u. U. erheblichen Kostenbelastung für die Gesellschaft führen, welche die Vergütung der Stimmrechtsverwalter zu zahlen hat (§ 135 d). Sie hätte auch weitere nachteilige Effekte, da bei einer Vielzahl von Stimmrechtsverwaltern auf der einen Seite die Bemühungen um eine wirksame Vertretung der Aktionärsinteressen nachlassen können, auf der anderen Seite u. U. kleinere Anlegergruppen die

Möglichkeit erhalten, durch die Wahl bestimmter ihnen zuzurechnender Stimmrechtsverwalter gesellschaftsfremde Interessen zu verfolgen.

Der Vorschlag zur Wahl eines Stimmrechtsverwalters kann nach den allgemeinen Regeln von der Verwaltung auf die Tagesordnung der Hauptversammlung gesetzt werden; abweichend von den allgemeinen Regeln (§§ 122, 126) soll einen solchen Antrag aber auch jeder Aktionär stellen können. Die Vorschrift ist § 127 nachgebildet. Das Vorschlagsrecht jedes Aktionärs besagt aber noch nicht, daß jeder Aktionär unabhängig von der Höhe seines Aktienbesitzes die Bestellung eines Stimmrechtsverwalters durchsetzen und die Gesellschaft mit den Kosten hierfür belasten könnte. § 135 a Absatz 3 Satz 2 schließt dies aus.

Die Wahl des Stimmrechtsverwalters erfolgt durch die in der Hauptversammlung anwesenden oder vertretenen Aktionäre (§ 135 a Absatz 1 Satz 1) mit Ausnahme aller derjenigen Aktionäre, die durch einen Stimmrechtsverwalter vertreten sind (§ 135 a Absatz 2 Satz 4). Er soll nicht mit den von ihm verwalteten Stimmen seine Wiederwahl entscheiden können. Neben den präsenten Aktionären können aber auch schriftliche Stimmabgaben erfolgen. Dies soll vor allem Kleinanlegern ermöglichen, ihren Repräsentanten zu bestimmen, ohne die prohibitiven Kosten eines Hauptversammlungsbesuchs auf sich nehmen zu müssen. Dabei muß allerdings sichergestellt werden, daß die zur Briefwahl zugelassenen Personen hierzu auch legitimiert sind. Durch Verweis auf § 123 Absatz 2 und 3 in § 135 a Absatz 2 Satz 3 wird sichergestellt, daß für die Abstimmung in der Hauptversammlung wie für die Briefwahl dieselbe Legitimation erforderlich ist. Der Vorstand hat die Briefwahl zu organisieren und die Wahlunterlagen nach § 125 Absatz 1 des Entwurfs an die dort genannten Personen und Institutionen zu versenden. Die Depotinstitute geben diese Unterlagen nach § 128 Absatz 1 an ihre Depotkunden weiter. Gemäß § 135 g Satz 1 Nr. 1 legt der Bundesminister der Justiz oder das von ihm hierzu ermächtigte Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel den Inhalt und die Gestaltung der an die Aktionäre zu versendenden Wahlunterlagen durch Rechtsverordnung fest.

Nach § 135 a Absatz 3 Satz 1 ist gewählt, wer die meisten Stimmen auf sich vereinigt. Sind danach aus einer Gruppe mehrere Bewerber z. B. drei Stimmrechtsverwalter, auf die die meisten Stimmen entfallen sind, gewählt, so üben sie im Verhältnis untereinander die von ihnen auszuübenden Stimmrechte nach dem Verhältnis der Stimmen aus, die bei der Wahl auf sie entfallen sind (§ 135 b Absatz 1 Satz 2).

Wer bei der Wahl nicht mindestens die Stimmen von Aktionären erhält, deren Anteile zusammen den zwanzigsten Teil des Grundkapitals oder den **Nennbe-**

trag von 500.000,-- Deutsche Mark erreichen, ist nicht gewählt. Diese Vorschrift soll ausschließen, daß einzelne Aktionäre mit Splitterbeteiligungen die Bestellung eines Stimmrechtsverwalters durchsetzen und die Gesellschaft mit den Kosten hierfür belasten können. Da sie praktisch im wesentlichen nur für reine Publikumsgesellschaften mit Streubesitz von Bedeutung sein dürfte, mußte der Nennbetrag (500.000,-- Deutsche Mark) niedrig angesetzt werden. Nach § 135 a Absatz 4 erfolgt die Wahl der Stimmrechtsverwalter alle drei Jahre. Die Amtszeit beginnt mit der Annahme des Auftrags, in keinem Falle aber vor dem Ende der Hauptversammlung, in welcher die Wahl stattgefunden hat. Eine kürzere Amtszeit als drei Jahre festzusetzen erschien unzulässig, da eine effektive Stimmrechtsverwaltung eine Einarbeitung und eine gewisse Vertrautheit mit den Verhältnissen der Gesellschaft voraussetzt. Eine einmalige Wiederwahl ist zulässig. Mehrfache Wiederwahlen mögen zwar den Vorteil zunehmender Vertrautheit mit den Verhältnissen der Gesellschaft haben, führen andererseits aber auch u. U. zu wechselseitigen Abhängigkeiten von Stimmrechtsverwalter, Verwaltung der Gesellschaft und einem evtl. vorhandenen Mehrheitsaktionär und beschränken tendenziell den Wettbewerb. Die Mitteilungspflicht gemäß § 135 a Absatz 4 Satz 4 soll sicherstellen, daß sich neue Interessenten um die Stimmrechtsverwaltung für die nächste Periode bewerben.

f) § 135 b des Entwurfs

§ 135 b Absatz 1 legt fest, daß der Stimmrechtsverwalter das Stimmrecht für diejenigen Aktionäre ausübt, die in der Hauptversammlung nicht anwesend und nicht, z. B. durch ein Kreditinstitut oder eine Aktionärsvereinigung, vertreten sind. Der Stimmrechtsverwalter hat Vertretungsmacht kraft Amtes und bedarf keiner speziellen Bevollmächtigung. Diese Regelung vermeidet die mit den sinkenden **Hauptversammlungspräsenzen** verbundenen Nachteile und macht die Erteilung besonderer Stimmrechtsvollmachten entbehrlich, ohne jedoch dem Aktionär die Möglichkeit zu nehmen, die **Stimmrechtsvertretung** durch einen Stimmrechtsverwalter auszuschalten, da er entweder selbst in der Hauptversammlung auftreten oder sich durch eine Aktionärsvereinigung oder ein Kreditinstitut oder in sonstiger Weise vertreten lassen und Weisungen zur Abstimmung erteilen kann (§ 135 b Absätze 2 und 3). Aus diesem Grund sieht das Gesetz auch davon ab, darüber hinaus die Erteilung von Weisungen auch an den oder die Stimmrechtsverwalter vorzusehen. Die Institution des Stimmrechtsverwalters ist betont konzipiert und beschränkt auf diejenigen Fälle, in denen Aktionäre nicht anwesend und nicht vertreten sind, insbesondere, weil sie sich auf eine unabhängige und sachverständige

Ausübung ihrer Stimmrechte durch den oder die bestellten Stimmrechtsverwalter verlassen. Aktionäre, die diese Ausübung ihrer Stimmrechte nicht wünschen, müssen selbst die Hauptversammlung aufsuchen oder sich durch ihr Depotinstitut oder eine Aktionärsvereinigung oder sonst vertreten lassen und ihnen erforderlichenfalls Weisungen zur Abstimmung erteilen.

§ 135 b Absatz 1 Satz 2 und Satz 3 enthalten die Regeln, nach denen sich bei Vorhandensein mehrerer Stimmrechtsverwalter das Verhältnis der von ihnen auszuübenden Stimmrechte bestimmt.

§ 135 b Absatz 2 ist § 128 Absatz 2 Satz 2 AktG und § 135 Absatz 3 AktG nachgebildet.

§ 135 b Absatz 3 sieht vor, daß Stimmrechtsverwalter den Aktionären mitzuteilen und zu begründen haben, wie sie das Stimmrecht zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung auszuüben beabsichtigen. Dabei sind die Aktionäre darauf hinzuweisen, daß das Stimmrecht entsprechend dieser Mitteilung ausgeübt werden kann, es sei denn, daß die Aktionäre selbst die Hauptversammlung besuchen oder durch ein Kreditinstitut, eine Aktionärsvereinigung oder eine andere Person vertreten sind. Die Mitteilung der Stimmrechtsverwalter ist vom Vorstand gern. § 125 Absatz 1 zu versenden. Nach § 135 g Ziffer 2 legt der Bundesminister der Justiz oder das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel den Inhalt und die Gestaltung der Mitteilung des Stimmrechtsverwalters über die von ihm geplante Stimmabgabe fest. Die Verordnung kann vorsehen, daß die Mitteilungen mehrerer Stimmrechtsverwalter durch den Vorstand in einer Unterlage zusammengefaßt werden.

§ 135 b Absatz 4 entspricht § 135 Absatz 5 AktG; § 135 b Absatz 5 ist der bisherigen Vorschrift des § 135 Absatz 6 nachgebildet. Nach § 135 g Nummer 2 ist der Bundesminister der Justiz ermächtigt, den Inhalt und die Gestaltung des Formblatts für die Erteilung von Weisungen durch den Aktionär festzulegen.

§ 135 b Absatz 5 entspricht § 135 Absatz 5 AktG; § 135 b Absatz 6 ist der bisherigen Vorschrift des § 135 Absatz 6 nachgebildet.

g) § 135 c des Entwurfs

§ 135 c enthält Vorschriften zur Aufsicht über die Stimmrechtsverwalter. Die Aufsicht ist nicht wie die bisherige Depotprüfung nach § 30 Kreditwesengesetz auf formale Punkte beschränkt, sondern soll tatsächlich sicherstellen, daß die Stimmrechtsverwalter ausschließlich im Interesse der von ihnen vertretenen Anleger tätig werden. Inhaltlich lehnt sich § 135 c dabei an die aufsichtsrechtlichen Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes an.

Nach § 135 c Absatz 1 Satz 1 ist die **Übernahme einer Stimmrechtsverwaltung in einer Gesellschaft dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel anzuzeigen**. Eine öffentlich-rechtliche Erlaubnis ist demnach nicht erforderlich. Die Anzeige soll sicherstellen, daß das Bundesaufsichtsamt seinen Aufgaben nach § 135 c genügen kann. Die Aufsicht über die Stimmrechtsvertretung war schon bisher nur wegen des Fehlens einer deutschen Kapitalmarktaufsichtsbehörde beim Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen angesiedelt und wird nunmehr dem sachnäheren Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel übertragen. Daneben bleibt die Prüfung der Depotinstitute, **allerdings im beschränkten Umfang des § 30 KWG n.F.**, bestehen; die Depotprüfung verbleibt in der organisatorischen Zuständigkeit des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen.

§ 135 c Absatz 1 Satz 2 umschreibt die Aufgaben des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel im Rahmen der Aufsicht über die Stimmrechtsverwalter. Die Vorschrift ist § 4 Absatz 1 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes nachgebildet. § 135 c Absatz 1 Satz 3 stellt klar, daß es sich bei seiner Tätigkeit nicht um die Erledigung drittschützender Amtspflichten im Sinne der Art. 34 GG, § 839 BGB handelt und entspricht damit § 4 Absatz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes.

§ 135 c Absatz 1 Satz 4 enthält eine Ermächtigungsgrundlage für Eingriffe durch das Bundesaufsichtsamt für den Fall, daß Mißstände verhindert oder beseitigt werden sollen. Die Ermächtigungsgrundlage entspricht der Vorschrift des § 4 Absatz 1 Satz 3 des Wertpapierhandelsgesetzes. § 135 c Absatz 1 Satz 5 legt fest, daß die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes über die Zusammenarbeit des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel mit anderen Behörden (§ 6 WpHG), die Verschwiegenheitspflichten (§ 8 WpHG) und die Zwangsmittel (§ 10 WpHG) entsprechend anzuwenden sind. Nach § 135 c Absatz 2 kann das Bundesaufsichtsamt von dem **Stimmrechtsverwalter und der Gesellschaft Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, soweit dies zur Erfüllung seiner Aufgaben erforderlich ist**. Die Vorschrift entspricht § 16 Absätzen 2 und 3 des Wertpapierhandelsgesetzes. **Das Auskunftsverweigerungsrecht gemäß § 16 Absatz 6 des Wertpapierhandelsgesetzes ist gemäß § 135 c Absatz 2 Satz 2 entsprechend anwendbar.**

Nach § 135 c Absatz 3 hat der Stimmrechtsverwalter jährlich einen Rechenschaftsbericht über seine Tätigkeit zu erstellen und bei der Gesellschaft und dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel einzureichen. Die Rechenschaftspflicht entspricht an sich allgemeinen Grundsätzen (§ 666 BGB), ist bisher aber den Depotinstituten gegenüber niemals durchgesetzt worden. Der

Bericht soll den vom Stimmrechtsverwalter vertretenen Aktionären Aufschluß über die Wahrung ihrer Interessen und eine Entscheidungsgrundlage für die Wiederwahl geben; er ist daher jedem Aktionär auf sein Verlangen vom Vorstand auszuhändigen (§ 135 c Absatz 3 Satz 3). Ferner soll der Bericht das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel in der Erfüllung seiner Aufsichtsaufgabe unterstützen. § 135 Absatz 3 Satz 2 enthält Vorschriften zum Mindestinhalt des Berichts. Durch § 135 g Ziffer 3 wird der Bundesminister der Justiz ermächtigt, den Inhalt und die Gestaltung des Rechenschaftsberichts im einzelnen durch Rechtsverordnung festzulegen; er kann diese Ermächtigung auf das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel übertragen. Nach § 135 c Absatz 4 hat das Bundesaufsichtsamt Stimmrechtsverwalter mindestens alle drei Jahre zu prüfen. Das Gesetz verzichtet darauf, anders als in § 30 KWG für die Depotprüfung geschehen, eine jährliche Prüfung als Regelfall vorzusehen. § 135 g Ziffer 4 enthält die Ermächtigung des Bundesministers für Wirtschaft, durch Rechtsverordnung die Art, den Umfang und den Zeitpunkt der Prüfung festzulegen.

§ 135 c Absatz 5 enthält eine Ermächtigungsgrundlage für eine Untersagungsverfügung des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel. Eine Untersagung der Tätigkeit im Ganzen oder teilweise kommt nur in Betracht, wenn dies aus einem in der Person des gewählten Stimmrechtsverwalters liegenden Grund geboten erscheint, insbesondere, wenn dieser die Ausschlußgründe gemäß § 135 Absatz 2 Satz 2 und 3 nicht beachtet oder gesetzliche Pflichten verletzt, und die Interessen der Aktionäre die Untersagung erfordern.

h) § 735 d des Entwurfs

§ 135 d enthält die Regelungen über die Vergütung der Stimmrechtsverwalter. Abweichend vom bisherigen System wird die Vergütung aus der Gesellschaftskasse gezahlt (§ 135 d Absatz 1 Satz 1). Jedes System, das die Aktionäre selbst die Vergütung für die Stimmrechtsvertretung zahlen läßt, führt zu nachteiligen Effekten. Wird nämlich die Vergütung für die Stimmrechtsvertretung offen berechnet und ausgewiesen, so führt dies tendenziell dazu, daß die Stimmrechtsvertreter mit den niedrigsten Gebühren die meisten Kunden erhalten, nicht dagegen diejenigen Vertreter, die sich am nachdrücklichsten und erfolgreichsten für die Aktionärsinteressen einsetzen. In der Vergangenheit sind denn auch die Kosten für die Stimmrechtsvertretung niemals offen ausgewiesen und berechnet worden, sondern sie sind den Depotinstituten verdeckt, über Geschäfte mit dem betreffenden Unternehmen oder sonstige Vorteile, ersetzt worden. Das Prinzip der Unabhängigkeit des Stimm-

rechtsverwalters von der betreffenden Gesellschaft (§ 135 Absatz 2) in Verbindung mit dem Prinzip, daß die Vergütung nicht mehr den einzelnen vertretenen Aktionären, sondern der Gesellschaft in Rechnung gestellt wird, vermeidet die Nachteile des bisherigen Systems.

Nach der Neuregelung des § 135 d kommen verschiedene Formen der Vergütung in Betracht: Erstens, Ersatz angemessener Aufwendungen; zweitens, eine hierüber hinausgehende, bei der Übernahme der **Stimmrechtsverwaltung** vereinbarte Vergütung; drittens, eine Beteiligung am Jahresgewinn der Gesellschaft, die freilich nur zu dem Aufwendungsersatz oder einer vereinbarten festen Vergütung als variable Tantieme zusätzlich hinzutreten darf. Das Gesetz verzichtet darauf, eine bestimmte Art der Vergütung bindend festzuschreiben, und legt nur bestimmte Grundsätze fest, die beachtet werden müssen. Wird nur Ersatz angemessener Aufwendungen gefordert, so braucht in den gemäß § 135 a Absatz 2 zu erstellenden und den Aktionären zuzuleitenden Unterlagen keine besondere Angabe über die Vergütung enthalten zu sein. Bei Fehlen einer solchen Angabe in den Bewerbungsunterlagen ist der Stimmrechtsverwalter freilich dann auch auf Aufwendungsersatz beschränkt; § 612 BGB ist nicht anwendbar. Kommt es später zum Streit über die Angemessenheit der geltend gemachten Aufwendungen, so ist gemäß § 135 d Absatz 3 die Vorschrift des § 315 Absatz 3 Satz 2 BGB entsprechend anzuwenden, d. h. die Festsetzung erfolgt durch Urteil.

Strebt der Stimmrechtsverwalter dagegen, wie im Regelfall zu erwarten ist, eine über den Ersatz angemessener Aufwendungen hinausgehende Vergütung an, so muß über den dem Stimmrechtsverwalter zu erstattenden Gesamtbetrag eine besondere Vereinbarung getroffen werden. Die Vereinbarung kommt dadurch zustande, daß der geforderte Gesamtbetrag in die gemäß § 135 a Absatz 2 zu erstellenden und den Aktionären zuzuleitenden Unterlagen aufgenommen und der betreffende Bewerber von den Aktionären zum Stimmrechtsverwalter gewählt wird. Auch auf diesen Fall ist § 135 d Absatz 3 anzuwenden, um auszuschließen, daß eine Aktionärsminderheit im Verein mit einem Bewerber die Gesellschaft mit einer unangemessen hohen Vergütung belastet.

Gemäß § 135 d Absatz 2 kann die Satzung bestimmen, daß dem **Stimmrechtsverwalter** neben einer Vergütung nach Absatz 1 ein Anteil am Jahresgewinn der Gesellschaft gewährt wird. Die Vorschrift ist § 113 Absatz 3 nachgebildet. Der Stimmrechtsverwalter hat bei der Einführung einer solchen Bestimmung kein Stimmrecht aus den von ihm vertretenen Aktien, um Interessenkonflikte zu vermeiden (§ 135 d Absatz 2 Satz 3). Die Tantieme nach § 135 d Absatz 2 kann, wie der Wortlaut deutlich macht, nur neben, nicht an-

stelle einer Vergütung nach Absatz 1 gewährt werden; § 135 d Absatz 2 ist zwingend (§ 23 Absatz 5). Anderenfalls könnten die stimmberechtigten, nicht durch einen Stimmrechtsverwalter vertretenen Aktionäre durch eine entsprechend formulierte Satzungsbestimmung die Bestellung eines **Stimmrechtsverwalters** für die Zukunft unterlaufen. Sieht die Satzung eine entsprechende Tantieme vor, so ist dies gemäß § 135 d Absatz 2 Satz 2 in den Bewerbungsunterlagen nach § 135 a Absatz 2 den Aktionären mitzuteilen.

i) § 135 e des Entwurfs

§ 135 e enthält die Vorschriften über die Beendigung der **Stimmrechtsverwaltung**. Satz 1 stellt durch die gewählte Formulierung ("der von dem gewählten Stimmrechtsverwalter angenommene Auftrag") zunächst klar, daß das Auftragsverhältnis durch Wahl und Annahme zustande kommt. Eine Kündigung ist danach seitens des Stimmrechtsverwalters nur mehr aus wichtigem Grund zulässig. Die Kündigung ist schriftlich zu begründen. Eine Kündigung seitens der Gesellschaft (Vorstand) gegenüber dem Stimmrechtsverwalter scheidet aus. Der Reformvorschlag sieht auch kein Abberufungsverfahren entsprechend § 318 Absatz 3 HGB oder § 103 Absatz 3 AktG vor. An die Stelle dieser Verfahren tritt die Untersagung gemäß § 135 c Absatz 5. Daneben steht die Abberufung durch die Hauptversammlung. Sie wird mit einfacher Mehrheit beschlossen (§ 133); Stimmrechtsverwalter haben bei dieser Beschlußfassung kein Stimmrecht. Mit Rücksicht auf § 135 a Absatz 3 Satz 2 können allerdings Aktionäre, deren Anteile zusammen den Nennbetrag von 500.00.- Deutscher Mark erreichen, gegen die Abberufung stimmen; in diesem Fall ist der Beschlußantrag abgelehnt. Bei Vorliegen wichtiger Gründe besteht unabhängig hiervon die Möglichkeit, eine Untersagung gemäß § 135 e Absatz 5 anzuregen. Kündigt ein Stimmrechtsverwalter oder endet sein Auftrag aus einem sonstigen Grund, etwa infolge Tod oder Auflösung der mit der Stimmrechtsverwaltung beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder infolge einer Abberufung gemäß Absatz 2, so hat der Vorstand dies und die Begründung hierfür unverzüglich in den Gesellschaftsblättern bekanntzumachen und dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel anzuzeigen.

j) § 135 f des Entwurfs

§ 135 f enthält Vorschriften zur Haftung des Stimmrechtsverwalters. Absatz 1 Satz 1 spricht das Grundprinzip der Haftung der Gesellschaft gegenüber aus. Da die Stimmrechtsverwaltung vornehmlich aber drittschützenden Charakter hat, tritt Haftung auch den Aktionären gegenüber ein, sofern diese einen

Schaden erlitten haben, der durch die Schadensersatzleistung an die Gesellschaft nicht kompensiert wird. Diese Grundsätze über die Kompensation der über den sogenannten Reflexschaden hinausgehenden Aktionärsschäden ist den §§ 117 Absatz 1 Satz 2, 317 Absatz 1 Satz 2 nachgebildet.

§ 135 f Absatz 2 beschränkt die Haftung des Stimmrechtsverwalters gegenüber der Gesellschaft und den Aktionären gegenüber auf das Hundertfache der von ihm zu beanspruchenden Vergütung. Die Vorschrift ist § 323 Absatz 2 HGB nachgebildet; § 135 f Absatz 3 entspricht § 323 Absätzen 4 und 5 HGB.

k) § 135 g des *Entwurfs*

§ 135 g enthält die Ermächtigung des Bundesministers der Justiz zum Erlaß von Rechtsverordnungen, die der Durchführung und Ausfüllung der §§ 135 - 135 f dienen sollen. Die Ermächtigung kann auf das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel übertragen werden.

VII. Zusammenfassung

Professionelle Stimmrechtsvertreter bieten durch ihre Spezialisierungs- und Größenvorteile Aktionären, die als je einzelne Kosten und Mühen wohlinformierter Stimmabgabe scheuen würden, eine kostengünstige Möglichkeit zur Wahrnehmung ihrer Rechte in der Hauptversammlung. Trittbrettfahreneffekte und Informationsasymmetrien hindern jedoch das Entstehen eines qualitätsfördernden Wettbewerbs zwischen Anbietern professioneller Stimmrechtsvertretung: Im Ergebnis vermögen deshalb nur solche Anbieter auf dem Markt zu bestehen, die anstelle einer expliziten eine implizite, durch Einfluß auf die Geschäftsbeziehungen des kontrollierten Unternehmen vermittelte Vergütung durch das Einwerben und Ausüben von Stimmrechten Dritter erwarten dürfen. Diese implizite Vergütung aber wird durch eine Ausübung der Vollmachtstimmrechte erwirtschaftet, die sich nicht notwendig auf die Maximierung des Unternehmenswertes der kontrollierten Gesellschaft richtet und daher in Konflikt mit den Interessen ihrer Aktionäre geraten kann. Diesem Marktversagen ist durch eine Regulierung zu begegnen, welche Bedingungen der Möglichkeit eines qualitätsfördernden Wettbewerbs von Stimmrechtsvertretern schafft: Die Mindestvoraussetzungen eines solchen Marktes sind die Zulassung nur professioneller Anbieter, eine Vergütung der Stimmrechtsvertreter durch die betroffenen Gesellschaften selbst, die Auswahl der Stimmrechtsvertreter durch die Hauptversammlung und endlich die Beschränkung weisungsfreier Stimmrechtsvertretung auf solche Vertreter, die keinerlei weitere Geschäftsbeziehungen mit dem kontrollierten Unternehmen unterhalten.