

**Vollmachtstimmrecht der Banken -
Ja oder Nein?**

Theodor Baums

Arbeitspapier 8/95

Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?

- I. Einführung
 - II. Rechtstatsachen
 - III. Anreize und Interessenkonflikte
 - 1. Stimmrechtsvertretung als nicht explizit vergütete Finanzdienstleistung
 - 2. Zugang zum Finanzdienstleistungsgeschäft
 - 3. Absicherung von Kreditengagements
 - 4. Managementinteressen
 - 5. Abstimmungsverhalten bei Fehlen von Kontrolle und Anreizen
 - 6. Zwischenergebnis
 - IV. Regulierungsmängel
 - 1. Fehlen einer Vergütungsregelung
 - 2. Behandlung von Interessenkonflikten und Stimmrechtsmißbrauch
 - V. Aktuelle rechtspolitische Vorschläge
 - 1. Beseitigung jeder Stimmrechtsvertretung
 - 2. Benennung von "Stimmrechtsbeauftragten"
 - 3. Die Vorschläge der DSW
 - 4. Stimmpflicht für institutionelle Investoren
 - 5. Einführung unabhängiger Stimmrechtsvertreter
- Fußnoten
- Anhang I: Emissionen von Publikumsgesellschaften an der Frankfurter Börse 1991 - 1. Hj. 1995 - Emissionsführer und Depotstimmanteile -
- Anhang II: Vollmachtstimmrecht und Unternehmensperformance

Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?

Prof. Dr. Theodor Baums, Osnabrück

I. Einführung

Sowohl die Bundesregierung¹ als auch die Opposition² befassen sich derzeit im Rahmen ihrer Reformüberlegungen zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht u. a. auch mit dem Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute. Der Verfasser hat hierzu bereits seine eigenen Vorstellungen vorgetragen³. Die Kritik hieran, modifizierende Vorschläge wie seither entwickelte Alternativen geben Anlaß, die eigene Auffassung zu überprüfen. Dies mag es rechtfertigen, den eigenen Standpunkt im folgenden - unter Berücksichtigung dieser Diskussion - nochmals vorzutragen, zu präzisieren und dabei insbesondere auch die Alternativvorschläge einzubeziehen und zu analysieren⁴.

II. Rechtstatsachen

Das Thema "Vollmachtstimmrecht" ist insbesondere ein Thema der Publikums-AG. Tabelle 1 zeigt unsere 24 deutschen großen Publikums-AGs und die Stimmrechtsanteile der Banken auf ihren Hauptversammlungen in 1992.

Tabelle 1: Stimmrechtsanteile^a der Banken in den Hauptversammlungen der 24 größten Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz im Jahr 1992

Ifd. Nr.	Unternehmen	HV-Präsenz	Eigenbesitz	abhängige Investmentfonds	Vollmachtstimmen	Summe
1	Siemens	52,66		9,87	85,61	95,48
2	Volkswagen	38,27		8,89	35,16	44,05
3	Hoechst	71,39		10,74	87,72	98,46
4	BASF	50,39	0,09	13,61	81,01	94,71
5	Bayer	50,21		11,23	80,09	91,32
6	Thyssen	67,66	6,77 ^b	3,62	34,98	45,37
7	VEBA	53,40		12,62	78,23	90,85
8	Mannesmann	37,20		7,76	90,35	98,11
9	Deutsche Bank	46,79		12,41	82,32	94,73
10	MAN	72,09	8,67 ^b	12,69	26,84	48,20
11	Dresdner Bank	74,59		7,72	83,54	91,26
12	Preussag	69,00	40,65	4,51	54,30	99,46
13	Commerzbank	48,23		15,84	81,71	97,55
14	VIAG	69,68	10,92	7,43	30,75	49,10
15	Bayr. Vereinsbank	55,95		11,54	73,15	84,69
16	Degussa	73,26	13,65 ^c	8,65	38,35	60,55
17	AGIV	69,96	61,19	15,80	22,10	99,09
18	Bayr. Hypo	68,87	0,05	10,69	81,38	92,12
19	Linde	60,03	33,29	14,68	51,10	99,07
20	Deutsche Babcock	37,30	3,22	11,27	76,09	90,58
21	Schering	37,42		19,71	74,79	94,50
22	KHD	69,60	59,56 ^b	3,37	35,03	97,96
23	Bremer Vulkan	52,09		4,43	57,10	61,53
24	Strabag	67,10	74,45	3,62	21,21	99,28
Durchschnitt		58,05	13,02	10,11	60,95	84,09

a In % der vertretenen Stimmen; einschließlich der Stimmrechtsanteile mehrheitlich kontrollierter Tochtergesellschaften wie z. B. von Kapitalanlagegesellschaften.

b Stimmen wurden indirekt ausgeübt.

c Stimmen wurden indirekt über die GFC Gesellschaft für Chemiewerte mbH ausgeübt.

Quelle: Baums/Fraune Die AG 1995, 97,102 f. (Zusammenfassung aus Tab. 5 u. 6 a.a.O.).

Festzuhalten sind folgende Ziffern: Die durchschnittliche HV-Präsenz lag 1992 bei 58 %; die Anwesenheitsziffern sind seither weiter gesunken. In 20 der 24 untersuchten Gesellschaften verfügten die Banken zusammen mit den von ihnen abhängigen Investmentfonds über die einfache Stimmenmehrheit, in 18 Fällen über mehr als $\frac{3}{4}$ der Stimmen.

Tabelle 2 zeigt die Verteilung der Stimmrechte auf die einzelnen Institute und Institutsgruppen.

**Tabelle 2: Stimmrechtsanteile^a der Banken^b nach Gruppen in den Hauptversammlungen der 24 größten Unternehmen
in mehrheitlichem Streubesitz im Jahr 1992**

lfd. Nr.	Unternehmen	HV-Präsenz	Deutsche Bank	Dresdner Bank	Commerzbank	Summe Großbanken	Bayerische Regionalbanken	Spar-kassen- sektor ^c	Genossen- schafts- banken	Sonstige Banken	Alle Banken
1	Siemens	52,66	17,61	12,44	4,52	34,57	12,74	11,80	4,51	31,86	95,48
2	Volkswagen	38,27	5,93	6,71	2,43	15,07	4,35	9,37	4,46	10,81	44,05
3	Hoechst	71,39	9,00	32,81	27,68	69,49	4,47	8,34	2,94	13,23	98,46
4	BASF	50,39	18,58	17,61	4,16	40,35	12,29	12,87	3,10	26,11	94,71
5	Bayer	50,21	18,98	17,93	4,75	41,66	7,42	8,44	2,16	31,63	91,32
6	Thyssen	67,66	7,20	9,93	2,01	19,13	4,65	5,80	2,43	13,36	45,37
7	VEBA	53,40	13,00	25,28	3,70	41,98	6,97	12,99	5,26	23,65	90,85
8	Mannesmann	37,20	15,94	18,76	4,09	38,76	8,34	13,99	5,54	31,47	98,11
9	Deutsche Bank	46,79	32,07	14,14	3,03	49,24	5,58	5,55	2,22	32,14	94,73
10	MAN	72,09	7,11	9,48	2,30	18,89	6,33	6,37	1,49	15,13	48,20
11	Dresdner Bank	74,59	4,72	44,19	4,75	53,66	10,49	6,93	1,87	18,32	91,26
12	Preussag	69,00	9,86	6,35	1,89	18,10	2,66	66,04 ^d	5,02	7,64	99,46
13	Commerzbank	48,23	13,43	16,35	18,49	48,27	7,43	14,50	5,83	21,52	97,55
14	VIAG	69,68	4,60	7,14	1,70	13,44	15,43	4,93	2,05	13,25	49,10
15	Bayr. Vereinsbank	55,95	8,80	10,28	3,42	22,49	35,62	5,65	2,63	18,31	84,69
16	Degussa	73,26	6,45	25,13	2,27	33,86	4,59	6,37	2,06	13,76	60,65
17	AGIV	69,96	3,92	9,37	1,37	14,66	2,12	10,22	2,14	69,95 ^e	99,09
18	Bayr. Hypo	68,87	5,90	10,19	5,72	21,81	34,62	15,06	1,39	19,25	92,12
19	Linde	60,03	23,65	13,08	21,21	57,93	11,67	6,60	1,42	21,45	99,07
20	Deutsche Babcock	37,30	15,66	12,50	3,21	31,38	11,44	10,35	5,04	32,38	90,58
21	Schering	37,42	14,10	19,94	6,65	40,69	9,73	6,48	2,87	34,73	94,50
22	KHD	69,60	66,41	5,49	2,07	73,97	4,23	4,39	3,47	11,90	97,96
23	Bremer Vulkan	52,09	6,62	10,88	7,13	24,63	5,62	8,81	8,34	14,12	61,53
24	Strabag	67,10	5,25	2,27	2,27	9,80	1,45	2,04	0,51	85,49 ^f	99,28
Durchschnitt		58,05	13,95	14,93	5,87	34,74	9,59	11,00	3,28	25,48	84,09

a In % der vertretenen Stimmen.

b Einschließlich der Stimmrechtsanteile der mehrheitlich kontrollierten (Tochter-)Banken, Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungen.

c Einschließlich Deutsche Girozentrale - Deutsche Kommunalbank - und Landesbanken.

d Davon entfielen 41,84 % auf die WestLB.

e Davon entfielen 63,97 % auf die BHF-Bank.

f Davon entfielen 74,40 % auf das Bankhaus W. Wehrhahn.

Im Durchschnitt sind die Stimmrechte auf verschiedene Institute und Institutsgruppen verteilt⁵. In einzelnen Fällen verfügen bestimmte Kreditinstitute allerdings über eine Sperrminorität oder sogar über eine Mehrheit.

III. Anreize und Interessenkonflikte

1. Stimmrechtsvertretung als nicht explizit vergütete Finanzdienstleistung

Die Stimmrechtsvertretung für Depotkunden ist nichts weiter als eine Finanzdienstleistung. Das natürlichste auf der Welt wäre, daß die Kreditinstitute sich diese Finanzdienstleistung von ihren Kunden vergüten ließen. Sie könnten z. B. die einfache Depotverwaltung zum Betrag X und die Depotverwaltung mit Stimmrechtsausübung zum höheren Betrag Y anbieten. Das geschieht aber nicht. Dabei nehmen die Kreditinstitute doch erhebliche Aufwendungen auf sich: Nicht nur die Übersendung von Gesellschaftsmitteilungen an die Aktionäre, für die ihnen von der Gesellschaft die Portogebühren zu erstatten sind⁶. Sondern überdies und vor allem auch die Erarbeitung von Weisungsvorschlägen, die Einholung der Stimmrechtsvollmachten und Weisungen, die Vorbereitung der Hauptversammlung, und schließlich die Vertretung in der Hauptversammlung selbst. In den Großbanken sollen vor Hauptversammlungsterminen bis zu 30 Mitarbeiter mit der Vorbereitung und Abwicklung beschäftigt sein. Weshalb werden diese Kosten nicht in Rechnung gestellt, weshalb lassen sich die Kreditinstitute diese Dienstleistung nicht vergüten? Wenn allein diejenigen Aktionäre, die vertreten sein wollen, also Vollmacht und u. U. auch Weisungen erteilen, die Kosten hierfür tragen müßten, würden wohl kaum mehr Stimmrechtsvollmachten erteilt. Nun könnte ein Kreditinstitut versuchen, diese Kosten auf alle Depotkunden umzulegen, weil schließlich ja auch die rein passiven Aktionäre, die Trittbrettfahrer, vom Engagement der übrigen und des Kreditinstituts profitieren. Diese Quersubventionierung wird wohl z. T. auch über die hohen allgemeinen Depotgebühren versucht. Allerdings sind dem klare Grenzen gesetzt: Das gesamte Wertpapiergeschäft könnte nämlich zu Instituten mit geringem Vertretungsaufwand abwandern oder - seit neuestem - auch zu einer sogenannten Direktbank, die gar keine Stimmrechtsvertretung mehr anbietet. Wenn also Kreditinstitute z. T. erheblichen Aufwand auf sich nehmen, diesen Aufwand aber nicht offen ihren Kunden in Rechnung stellen, dann bleiben nur zwei Möglichkeiten:

- a) es gibt für die Stimmrechtsausübung eine "implizite", indirekte Vergütung. Anders formuliert, die Stimmrechtsvertretung stellt für die Kreditinstitute einen Wert dar, der jedenfalls zum Teil auf andere Weise als durch Bezahlung seitens der Depotkunden vergütet wird. Oder,
- b) falls dies nicht zutrifft, wird ein Kreditinstitut versuchen, die Aufwendungen für die Stimmrechtsvertretung so niedrig wie möglich zu halten. Von einem solchen Kreditinstitut ist dann jedenfalls kein aktiver, am Interesse seiner Depotkunden orientierter Einsatz zu erwarten, wie er sich z. B. in der Überprüfung der Verwaltungsvorschläge, der Entwicklung und dem Vorschlag von Alternativen, erforderlichenfalls in der Erhebung von Widerspruch und dem Hinweis an die Depotkunden auf Rechtsverfolgungsmöglichkeiten beweisen würde.

Meine These, die ich im folgenden begründen werde, lautet, daß beide Alternativen in der Realität anzutreffen sind: Für bestimmte, insbesondere die großen Depotinstitute mit hohem Stimmrechtsanteil gibt es implizite Vergütungen für die Stimmrechtsausübung. Für die große Masse der kleinen Depotinstitute gibt es solche impliziten Vergütungen nicht.

Beides führt aber - so das Fazit - zu Fehlverhalten bei der Vertretung der Anlegerinteressen: Wo positive Anreize und eine Kontrolle seitens der Depotkunden fehlen, stellen sich passives Verhalten und damit Defizite bei der Vertretung der Anlegerinteressen ein. Wo dagegen sonstige Anreize, nämlich Eigeninteressen an der Stimmrechtsausübung, bestehen, stellt sich Fehlverhalten oder gar Mißbrauch ein.

Beginnen wir mit den "sonstigen" Anreizen, also den impliziten Vergütungen insbesondere für die großen Depotinstitute. Ein großer Stimmrechtsblock kann für ein Depotinstitut vor allem drei Vorteile bieten:

- Zugang zum Finanzdienstleistungsgeschäft mit dem betreffenden Unternehmen;
- Absicherung bestehender Kreditengagements;
- Abschottung des Bankmanagements vor Kontrolle.

Dazu im einzelnen⁷:

2. *Zugang zum Finanzdienstleistungsgeschäft*

Tabelle 3 listet die Emissionen der Publikumsgesellschaften (ohne die Großbanken) 1991 - 1. Hj. 1995 an der Frankfurter Börse auf⁸. Die beiden letzten Spalten stellen dabei jeweils das emissionsführende Haus der Depotbank mit den höchsten Stimmrechtsanteilen auf den Hauptversammlungen der Jahre 1986 und 1992 gegenüber. Die Tabelle weist einen deutlichen, statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen beiden Positionen auf. Das gilt erst recht, wenn man die weggelassenen Eigenemissionen der Kreditinstitute mit einbezieht. Einzelne Abweichungen von dem im übrigen einheitlichen Bild lassen sich leicht erklären⁹. Im Ergebnis bedeutet dies folgendes: Das Depotinstitut mit dem größten Stimmrechtsanteil kann sich regelmäßig die Emissionsführerschaft oder zumindest einen führenden Platz im Emissionskonsortium sichern. Die Depotstimmrechtsverteilung behindert außenstehende Wettbewerber und beschränkt den Wettbewerb auf diesem Marktsegment für Finanzdienstleistungen. Für die Unternehmen führt dieser "closed shop" tendenziell zu überhöhten Preisen¹⁰.

Daß große Stimmrechtsanteile, verbunden mit den daraus erwachsenden Aufsichtsratsmandaten, den Zugang zum Finanzdienstleistungsgeschäft mit dem betreffenden Unternehmen eröffnen und damit - zum Nachteil des Wettbewerbs und der davon betroffenen Unternehmen - Wettbewerber ausschalten, ließe sich sicher auch an anderen Finanzdienstleistungen belegen.

3. *Absicherung von Kreditengagements*

Wenn ein hoher, maßgeblicher Anteil an Aktionärsstimmen an die Fremdkapitalgeber vergeben wird, verschafft man diesen durch das damit verbundene Einflußpotential die Möglichkeit, ihre Risiken zu senken. Das zeigt sich deutlich z. B. in einer Krisensituation, in der über Sanierungsmaßnahmen beschlossen werden muß. Für einen Kreditgeber oder eine Gruppe von Kreditgebern ist es daher rational, wenn sie sich zu niedrigen Kosten viele, möglichst die Mehrheit der Anteilseignerstimmen verschaffen und damit Einfluß gewinnen können, und zwar im Sinne einer die Ausfallrisiken für die Fremdkapitalgeber minimierenden Politik. So kann eine Politik der Diversifizierung der Unternehmensaktivitäten und -risiken und des Größenwachstums den Interessen der Unternehmensleitungen¹¹ wie denen der Kreditinstitute auch dann dienen, wenn dadurch der Ertragswert des Unternehmens nicht gesteigert wird. Im Interesse der Aktionäre liegt eine solche Politik aber nicht¹².

In einer Reihe ökonometrischer Studien ist inzwischen die Performance "bankkontrollierter" Unternehmen mit derjenigen nicht bankkontrollierter Unternehmen verglichen worden. Die neueren Arbeiten bestätigen übereinstimmend, daß Unternehmen mit hohem Depotstimmanteil eine schlechtere Performance aufweisen als eigentümerkontrollierte Unternehmen¹³. Dabei bleibt freilich offen, ob dies auf risikominimierendem statt ertragswertmaximierendem Einfluß der Depotinstitute oder auf mangelnder Kontrolle und Ausrichtung der Managements von Publikumsgesellschaften in Richtung auf eine Ertragswertmaximierung oder auf einem Zusammenwirken beider Effekte beruht.

4. *Managementinteressen*

Die bisher betrachteten Anreize für Kreditinstitute, Stimmrechtsvollmachten einzuwerben und auszuüben, betrafen ausschließlich die geschäftlichen Interessen des Kreditinstituts selbst. Daneben sind aber auch die Interessen der Verwaltungen der Kreditinstitute in den Blick zu nehmen. Die folgenden Erwägungen beziehen sich dabei auf diejenigen Kreditinstitute, die selbst in der Form von Aktiengesellschaften organisiert sind und Aktionäre haben, die ihre Stimmrechte nicht selbst ausüben, sondern durch Depotinstitute ausüben lassen.

Hier besteht zunächst einmal ein überragendes Interesse, wie jedes Managements, so auch der Verwaltung einer Aktienbank daran, keiner Kontrolle durch die Aktionäre selbst oder gar der Drohung einer unerwünschten Übernahme einer kontrollierenden Beteiligung ausgesetzt zu sein¹⁴. Dieses Ziel kann durch eine Kombination verschiedener Möglichkeiten erreicht werden, z. B. durch Beteiligung an einer "Vorschaltgesellschaft", die Einführung eines Höchststimmrechts, durch eine wechselseitige Beteiligung an einer anderen Publikumsgesellschaft in vergleichbarer Höhe, durch abhängige Investmentfonds, die Aktien der Mutterbank ins Portfolio aufnehmen, oder eben auch durch Ausübung von Stimmrechtsvollmachten der Depotkunden in der eigenen Hauptversammlung. Tabelle 4 zeigt, daß es in den fünf großen Aktienbanken den betreffenden Verwaltungen jeweils möglich war, in der eigenen Hauptversammlung den bei weitem größten Anteil der Stimmrechte selbst auszuüben. Dabei ist freilich zu berücksichtigen, daß insoweit die bloße Stimmrechtsvollmacht nicht genügt, sondern Weisungen erteilt sein müssen (§ 135 Abs. 1 S. 2 AktG). Wie Tabelle 5 belegt¹⁵, schließen sich dabei die Aktionäre,

soweit sie sich vertreten lassen, in aller Regel und ganz überwiegend den ihnen gemäß § 128 Abs. 2 AktG unterbreiteten Vorschlägen der Verwaltung an. Das ist nicht ausschließlich als Zustimmung zum Kurs der Verwaltung auszudeuten, sondern auch Folge des Wissens- und Kenntnisvorsprungs der Verwaltung in der Publikumsgesellschaft.

Tabelle 4: Stimmrechtsanteile^a der fünf größten Aktienbanken^b auf ihren eigenen Hauptversammlungen im Jahr 1992

lfd. Nr.	Unternehmen	Deutsche Bank	Dresdner Bank	Commerzbank	Bayr. Vereinsb.	Bayr. Hypo	Summe
9	Deutsche Bank	<u>32,07</u>	14,14	3,03	2,75	2,83	54,82
11	Dresdner Bank	4,72	<u>44,19</u>	4,75	5,45	5,04	64,15
13	Commerzbank	13,43	16,35	<u>18,49</u>	3,78	3,65	55,70
15	Bayr. Vereinsb.	8,80	10,28	3,42	<u>32,19</u>	3,42	58,11
18	Bayr. Hypo	5,90	10,19	5,72	10,74 ^c	<u>23,87^c</u>	56,42

a In % der vertretenen Stimmen.

b Einschließlich der Stimmrechtsanteile der mehrheitlich kontrollierten (Tochter-)Banken und Kapitalanlagegesellschaften.

c Im ursprünglichen Abdruck (in: Die AG 1995, 106) sind die in der Hauptversammlung der Bayr. Hypo durch die Bayr. Vereinsbank und Bayr. Hypo selbst vertretenen Stimmen irrtümlich vertauscht worden. Der Fehler ist hier korrigiert.

Quelle: Baums/Fraune Die AG 1995, 106.

Wie Tabelle 4 zeigt, sind die fünf großen Aktienbanken voneinander in der Weise abhängig, daß sie einerseits jeweils der Unterstützung der anderen bedürfen, um die Hauptversammlungsmehrheit zu erreichen, daß andererseits diese Unterstützung aber auch in jedem Falle ausreicht. Dies schafft wechselseitige Abhängigkeiten: Die Hoffnung, daß sich die Verwaltungen der übrigen Depotinstitute jedenfalls grundsätzlich nicht einmischen und aktiv Anlegerinteressen vertreten werden, kann sich in einem solchen Gleichgewicht zu einer sicheren Erwartung verdichten.

5. *Abstimmungsverhalten bei Fehlen von Kontrolle und Anreizen*

Nun zum letzten Punkt, zu den zahlreichen Depotinstituten, für welche die Erwägungen nicht gelten, die bisher angestellt wurden, die also z. B. schon ihrer Größe wegen keinen Zugang zum Finanzdienstleistungsgeschäft suchen, keine Kredit- oder sonstigen Beziehungen zu dem

Unternehmen haben und sich auch keine sonstigen Vorteile von der Stimmrechtswahrnehmung erhoffen. Es geht also insbesondere um die vielen kleineren Sparkassen, Privatbanken und Volksbanken, soweit sie überhaupt selbst das Wertpapierdepotgeschäft betreiben.

Weshalb bieten diese Institute überhaupt eine Stimmrechtsvertretung an? Einzelne Kunden mögen dies erwarten, und es mag auch der Verbandspolitik entsprechen. Das betreffende Kreditinstitut wird dann aber in jedem Fall die Aufwendungen hierfür gering zu halten versuchen und der lokalen Landesbank oder Genossenschaftsbank eine Untervollmacht erteilen oder sich dem Stimmverhalten größerer Depotinstitute anpassen.

Diese Annahme entspricht auch dem Bild, das sich aus Tabelle 5 ergibt.

Tabelle 5: Abstimmungsergebnisse^a zu obligatorischen Tagesordnungspunkten in den Hauptversammlungen der 24 größten Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz im Jahr 1992

lfd. Nr.	Unternehmen	Gewinnverwendung	Entlastung Vorstand	Entlastung Aufsichtsrat	Wahl Abschlußprüfer	Wahl zum Aufsichtsrat
1	Siemens	99,93	99,60	99,61	99,98	
2	Volkswagen	99,99	99,99	> 99,49 ^b	99,99	99,72
3	Hoechst	99,99	99,96	99,94	99,97	
4	BASF	99,86	99,85	99,85	99,88	99,88
5	Bayer	99,89	99,97	99,97	99,99	99,97
6	Thyssen	99,99	99,78	99,78	99,87	99,99
7	VEBA	99,99	99,64	99,64	99,99	
8	Mannesmann	99,99	99,99	99,98	99,99	
9	Deutsche Bank	99,98	99,64	99,72	99,94	
10	MAN	100	99,62	99,62	100	99,99
11	Dresdner Bank	99,91	99,83	99,82	99,83	99,68
12	Preussag	99,98	99,70	99,70	99,99	
13	Commerzbank	99,41	99,68	99,67	99,86	99,86
14	VIAG	99,99	99,99	99,99	99,99	
15	Bayr. Vereinsbank	98,88	99,39	99,39	99,96	98,96
16	Degussa	99,99	99,97	99,97	99,99	
17	AGIV	99,99	99,99	99,99	100	
18	Bayr. Hypo	99,96	99,85	99,79	99,99	99,99
19	Linde	99,99	99,38	99,38	99,99	99,38
20	Deutsche Babcock		99,92	99,91	99,99	99,96
21	Schering	99,99	99,54	99,53	99,99	99,99
22	KHD	99,96	99,95	99,95	99,99	99,99
23	Bremer Vulkan		97,35	97,29	99,42	99,75
24	Strabag	100	99,99	99,99	100	
Durchschnitt		99,89	99,69	99,67	99,94	99,79

a Ja-Stimmen in % der abgegebenen Stimmen, d. h. ohne Enthaltungen.

b Einzelentlastung gemäß § 120 Abs. 1 S. 2 AktG; Mehrheiten zwischen 99,49 u. 99,93 %.

Quelle: Baums/Fraune Die AG 1995, 110.

Die Tabelle belegt - für das betrachtete Jahr und die betreffenden Gesellschaften - ein weitgehend einförmiges Abstimmungsverhalten in den Hauptversammlungen der großen Publikumsgesellschaften¹⁶.

Das bedeutet: Von denjenigen Depotinstituten, die keinen besonderen Anreiz für die Einwerbung und Ausübung von Stimmrechtvollmachten haben, ist ein aktives, am Interesse der Anleger orientiertes Verhalten nicht zu erwarten. Ein solches Verhalten könnte sich z. B. in der Überprüfung der Verwaltungsvorschläge, in der Entwicklung und dem Vorschlag von Alternativen sowie erforderlichenfalls in der Erhebung von Widerspruch (§ 245 Nr. 1 AktG) und dem Hinweis an die Depotkunden auf Rechtsverfolgungsmöglichkeiten zeigen. "Voting guidelines" im Interesse der Anleger, wie wir sie z. B. von den großen amerikanischen Pensionsfonds kennen, sind bisher in Deutschland von einem Kreditinstitut meines Wissens noch nicht entwickelt worden. Abstimmungsvorschläge von einzelnen Aktionären zur Einschränkung der Verwaltungsmacht werden vielmehr regelmäßig, wenn sich auch die Verwaltung dagegen ausspricht, abgelehnt (Tabelle 6).

Tabelle 6: Abstimmungsergebnisse^a zur ausgewählten außerordentlichen Tagesordnungspunkten in den Hauptversammlungen der 24 größten Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz im Jahr 1992^b

lfd. Nr.	Unternehmen	Auskunfts-pflicht über stille Reserven	Einführung Höchst-stimmrecht	Aufhebung Höchst-stimmrecht	Umstellung auf Namens-aktien	Aufhebung Vinkulie-rung von Namens-aktien
1	Siemens					
2	Volkswagen					
3	Hoechst					
4	BASF			3,17		
5	Bayer					
6	Thyssen					
7	VEBA					
8	Mannesmann					
9	Deutsche Bank					
10	MAN					
11	Dresdner Bank	0,35			0,29	
12	Preussag					
13	Commerzbank	7,74	7,70			
14	VIAG					
15	Bayr. Vereinsbank	1,62			1,72	1,70
16	Degussa					
17	AGIV					
18	Bayr. Hypo					
19	Linde					
20	Deutsche Babcock					
21	Schering					
22	KHD					
23	Bremer Vulkan		1,71			
24	Strabag					

a Ja-Stimmen in % der abgegebenen Stimmen, d. h. ohne Enthaltungen.

b Bei allen Tagesordnungspunkten wurde, soweit im Protokoll vermerkt, seitens der Verwaltung empfohlen, die Vorschläge abzulehnen.

Quelle: Baums/Fraune Die AG 1995, 110.

6. Zwischenergebnis

Ein Zwischenergebnis in Stichworten:

Erstens:

Kreditinstitute bieten ihren Depotkunden als weitere Finanzdienstleistung die Stimmrechtsvertretung an. Sie fordern hierfür aber keine besondere explizite Vergütung. Sie können diese Vergütung am Markt auch nicht erzielen, weil hier ein Marktversagensproblem besteht: Denn jeder kleinere Anleger würde von einer Inanspruchnahme dieser Finanzdienstleistung Abstand nehmen, schon weil er ohnedies vom Einsatz des Kreditinstituts profitieren würde, also auch dann, wenn nur die anderen für diesen Einsatz zahlen. In ökonomischer Terminologie: Der Einsatz für die Anlegerinteressen, die uns hier interessierende Finanzdienstleistung, ist ein klassisches "öffentliches Gut", ein *public good*: Trittbrettfahrer, die nicht zahlen, können vom Konsum solcher Güter nicht ausgeschlossen werden.

Auf die Notwendigkeit einer Regulierung bei Vorliegen von Marktversagen ist noch zurückzukommen.

Zweitens:

Ein Depotinstitut, das keine, auch keine implizite Vergütung für die Einwerbung und Ausübung von Stimmrechten erhält, wird keine besonderen Aufwendungen für eine am Interesse der Depotkunden orientierte Stimmrechtsausübung tätigen. In Fällen, in denen eine Stimmrechtsausübung von ihm erwartet wird, wird es die Aufwendungen hierfür gering zu halten versuchen und entweder eine Untervollmacht erteilen oder sich dem Stimmverhalten größerer Depotinstitute anpassen oder aber den Abstimmungsvorschlägen der Verwaltung folgen. Ein aktives, am Interesse der Anleger orientiertes Verhalten der Depotinstitute, das sich z. B. in der Überprüfung der Verwaltungsvorschläge, der Entwicklung und dem Vorschlag von Alternativen sowie erforderlichenfalls in der Erhebung von Widerspruch oder gar dem Hinweis auf Rechtsverfolgungsmöglichkeiten beweisen würde, ist nicht zu erwarten. Das alles hat natürlich nichts mit "Mißbrauch" des Depotstimmrechts zu tun. An dieser Stelle geht es vielmehr um die mangelnde aktive Vertretung der Anlegerinteressen, weil sie eben nicht angemessen vergütet werden würde und Einsatz sich nicht lohnt.

Drittens:

Für eine aktive, interessierte Ausübung der Stimmrechtsvollmachten kommen demnach allenfalls diejenigen Depotinstitute in Betracht, die ein eigenes, geschäftliches oder sonstiges Interesse an der Einwerbung und Ausübung von Stimmrechten haben. Diese Interessen und Anreize, so sie bestehen, wirken aber gerade nicht in Richtung einer aktiven Wahrnehmung von Aktionärsinteressen gegenüber der Verwaltung:

- Das Interesse an der Teilhabe am Finanzdienstleistungsgeschäft mit der betreffenden Gesellschaft läßt eher eine zurückhaltende, die Verwaltung schonende Stimmrechtsausübung erwarten. Die Verwaltung wird versuchen, sich tunlichst durch Berücksichtigung des oder der Institute mit dem größten Stimmrechtsanteil bei der Vergabe von Finanzdienstleistungen deren Unterstützung zu sichern.
- Ferner:
Wenn Depotinstitute gleichzeitig langfristige Geschäftsbeziehungen, insbesondere Kreditbeziehungen, zu einer Gesellschaft unterhalten, besteht ein Interesse nicht an Ertragswertmaximierung im Eigentümerinteresse, sondern an Risikominimierung im Eigeninteresse. Insbesondere in Krisen- und Sanierungssituationen treten die Interessengegensätze zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern scharf hervor.
- Sodann und schließlich:
Ein besonderer Anreiz zur Einwerbung und Ausübung von Stimmrechten besteht für Verwaltungen von Depotinstituten, die ihrerseits Publikumsaktiengesellschaften sind. Auch dieses Interesse wirkt aber nicht in Richtung auf eine aktive Ausübung von Aktionärsrechten gegenüber der Verwaltung. Dieses Interesse geht vielmehr dahin, sich selbst oder wechselseitig vom Kontrolldruck seitens der Hauptversammlungen und Aufsichtsorgane und der Drohung einer vom Management nicht gewollten Übernahme zu befreien.

All' diese Ergebnisse sind nicht Spekulation, sondern empirisch und inzwischen auch durch ökonomische Studien belegt. Die öffentliche Diskussion um den "Mißbrauch" des Depotstimmrechts verkürzt die Probleme allerdings erheblich. Deshalb ist auch das beliebte Argu-

ment, ein Mißbrauch sei bisher nicht nachgewiesen, nicht nur unrichtig, sondern vor allem geht es am wirklichen Kern der Dinge vorbei.

IV. Regulierungsmängel

Die geltende Regulierung der professionellen Stimmrechtsvertretung zeichnet sich durch erhebliche Mängel und Defizite aus. Wie unsere bisherigen Überlegungen bereits haben deutlich werden lassen, sind die beiden zentralen Anforderungen an die Regulierung professioneller Stimmrechtsvertretung für Aktionäre die folgenden:

- Erstens, den Stimmrechtsvertretern sollten möglichst erfolgsbezogene, positive Anreize zur Stimmrechtsausübung im Sinne der von ihnen vertretenen Mandanten gegeben werden; sie müssen für ihre Dienstleistung erfolgsbezogen vergütet werden.
- Zweitens, negative Anreize und Interessenkonflikte zwischen Vertreter und Auftraggeber sind tunlichst auszuschalten.

Der ersten Aufgabe nimmt sich das geltende Recht überhaupt nicht an, der zweiten nur in ganz unzureichender Weise.

1. Fehlen einer Vergütungsregelung

Die gegenwärtig geltende Regelung schweigt sich über die Vergütung der professionellen Stimmrechtsvertreter aus. In einer Marktwirtschaft ist das an sich auch richtig und erfreulich. Nur: Die Vergütung professioneller Stimmrechtsvertreter kann jedenfalls in der Publikumsgeellschaft mit Streubesitz nicht allein dem Markt und den Vereinbarungen der Beteiligten überlassen werden, weil hier ein Marktversagensproblem besteht, wie bereits ausgeführt wurde. Die Praxis zeigt denn auch, ganz dem Lehrbuch entsprechend, daß Kreditinstitute explizite Vergütungen nicht fordern, was entweder - mangels anderer Anreize - zu defizitärer Interessenwahrnehmung oder - bei Bestehen sonstiger Anreize - zu Fehlverhalten bei der Stimmrechtsausübung führt. Eine weitere Folge dieses Marktversagensproblems ist, daß es z. B. Aktionärsvereinigungen wie der DSW, die nicht auf "implizite" Vergütungen oder Quersubventionen zurückgreifen können, nicht möglich ist, als Wettbewerber der Depotinstitute um die

Stimmrechtsvertretung eine praktisch bedeutsame Rolle zu spielen. Der Stimmrechtsanteil aller Aktionärsvereinigungen in den Publikumsgesellschaften liegt im Durchschnitt unter 0,3 %¹⁷.

2. *Behandlung von Interessenkonflikten und Stimmrechtsmißbrauch*

Die Verhaltenspflichten der Depotinstitute bei Einwerbung und Ausübung von Vollmachtstimmrechten sind im Aktien- und im Auftragsrecht nur in rudimentärer Weise kodifiziert¹⁸. Bestimmt wird im wesentlichen nur, daß das Stimmrecht "im Interesse des Aktionärs" auszuüben ist. Diese Formulierung trägt im praktischen Ergebnis zur Konkretisierung der Verhaltens- und Abstimmungspflichten und zur Ausschaltung von Interessenkonflikten kaum bei. Die vielfältigen Interessenkonflikte, die sich für Depotinstitute ergeben können, werden vom Gesetz nicht thematisiert. So ist es nach der gesetzlichen Regelung ohne weiteres möglich, daß dasselbe Depotinstitut namens verschiedener Aktiengattungen abstimmt, daß es trotz gegenläufiger Interessen im Konzern sowohl in der Hauptversammlung der Mutter wie der Tochter abstimmt, daß es in Sanierungsfällen trotz seiner Stellung als Kreditgeber seine Stimme abgibt, daß es das eigene Aufsichtsratsmitglied mit entlastet usw. Ein Hinweis auf Interessenkonflikte muß nicht gegeben werden. Die Berichts- und Rechenschaftspflicht, die an sich allgemeinen Grundsätzen entspricht (§ 666 BGB), wird praktisch nicht eingefordert oder umgesetzt. Die Schadensersatzhaftung der Depotinstitute wegen pflichtwidriger Stimmrechtsausübung hat als nachträgliches Korrektiv bisher praktisch ebenfalls keine Bedeutung; auch die Girmes-Entscheidung befaßt sich nicht mit der Haftung des Stimmrechtsvertreters seinen Auftraggebern, sondern deren Mitgesellschaftern gegenüber¹⁹. Die aufsichtsbehördliche Kontrolle (Depotprüfung) schießlich hat nur formalen Charakter.

Die vielleicht wirksamste Vorkehrung gegen offenen Mißbrauch der Stimmrechtsmacht besteht wohl in dem drohenden Verlust an Reputation und der zu erwartenden öffentlichen Kritik in einem solchen Fall. Aber diese Sanktion trifft nur Grenzfälle. Praktisch im Vordergrund des Interesses stehen aber gerade nicht so sehr der offene Mißbrauch der Stimmrechtsmacht, die konkrete greifbare Pflichtverletzung. Sondern es geht um das Fehlen jeden aktiven Einsatzes im Anteilseignerinteresse mangels entsprechender Vergütung; es geht ferner um die schonende Stimmrechtsausübung im Interesse der Verwaltung, um am Finanzdienstleistungsgeschäft mit der betreffenden Gesellschaft teilhaben zu können, um bestehende Geschäftsbeziehungen abzusichern oder um sich in der eigenen Hauptversammlung den Rücken frei zu halten. Hier versagt

aber der drohende Reputationsverlust als Sanktionsmechanismus, und hier versagt auch, wie angefügt sei, die Haftung.

V. Aktuelle rechtspolitische Vorschläge

Es sind zahlreiche Reformvorschläge unterbreitet, erörtert und verworfen oder nicht weiter verfolgt worden²⁰. Die folgende Übersicht beschränkt sich auf die derzeit diskutierten Reformvorstellungen. Daß solche Reformen notwendig sind, wird dabei von keiner Seite mehr bestritten, weitgehend auch nicht mehr von den unmittelbar Beteiligten selbst²¹. Die Schaffung einer ausschließlich an den Anlegerinteressen orientierten, aktiven, von Interessenkonflikten befreiten Anlegervertretung würde sich auf die Kapitalbeschaffung unserer Großunternehmen vorteilhaft auswirken; ihr Fehlen stellt in dem - für die Großunternehmen längst internationalen - Wettbewerb um Risikokapital einen Nachteil dar²². Die Unternehmen selbst können hierfür nicht sorgen, so wie sie einen Jahresabschluß nach deutschen und zusätzlich nach internationalen Regeln aufstellen können. Hier ist vielmehr der Gesetzgeber aufgerufen.

1. Beseitigung jeder Stimmrechtsvertretung

Wenger schlägt die Abschaffung jeder organisierten Stimmrechtsvertretung vor²³. Die Durchführung dieses Vorschlags führt m. E. nicht zu einer Verbesserung der Stellung der Kleinanleger, wie dies *Wenger* beabsichtigt, eher im Gegenteil.

Für Gesellschaften mit einem dominierenden Großaktionär oder gar einem Mehrheitsaktionär führt dieser Vorschlag nämlich dazu, daß die Interessen der Kleinanleger mangels Vertretung praktisch noch weniger zu Wort kommen und berücksichtigt werden als bisher. Nachteilige Folgen sind aber auch für die Publikumsgesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz zu erwarten.

Tabelle 7 zeigt die bisherige Stimmrechtsverteilung auf den Hauptversammlungen der 24 größten Gesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz.

Tabelle 7: Die 24 größten Gesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz im Jahr 1992 - Stimmrechtsanteile^{a)} und Anteilsbesitz von Großaktionären^{b)} -

lfd. Nr.	Unternehmen	HV-Präsenz	Banken ^{a)}	Ver-sicherungen ^{a)}	Invest-ment-fonds ^{a)}	Aktio-närs-vereini-gungen ^{a)}	Sonstige (Unterneh-men/Private/öfftl. Hand ^{a)})	Anteilsbesitz von Großbak-tionären ^{b)} (Summe)
1	Siemens	52,66	85,61	0,07	10,30	0,29	3,73	10
2	Volkswagen	38,27	35,17	-	9,64	0,83	54,36	19,94
3	Hoechst	71,39	87,72	0,15	11,12	0,27	0,74	24,99
4	BASF	50,39	81,11	1,58	14,11	0,48	2,72	-
5	Bayer	50,21	80,08	1,22	11,87	0,29	6,54	-
6	Thyssen	67,66	41,75	0,18	3,69	0,24	54,14	34
7	VEBA	53,40	78,23	-	13,28	0,35	8,14	-
8	Mannesmann	37,20	90,35	-	8,36	0,56	0,72	-
9	Deutsche Bank	46,79	82,32	0,05	12,99	0,27	4,37	-
10	MAN	72,09	35,51	-	14,02	0,15	50,32	36
11	Dresdner Bank	74,59	83,54	-	8,07	0,17	8,22	43,5
12	Preussag	69,00	94,95	-	4,92	0,07	0,06	> 40
13	Commerzbank	48,23	81,71	< 0,01	16,42	0,52	< 1,34	-
14	VIAG	69,68	41,67	-	8,03	0,12	50,18	37
15	Bayr. Vereins-bank	55,95	73,15	< 0,01	12,15	0,23	<14,46	13,6
16	Degussa	73,26	51,99	-	8,93	0,19	38,89	37
17	AGIV	69,96	83,30	-	16,56	0,05	0,09	49,9
18	Bayr. Hypo	68,87	81,43	6,45	11,19	0,12	0,81	20
19	Linde	60,03	84,37	-	14,78	0,15	0,70	32
20	Dt. Babcock	37,30	79,32	3,64	12,82	0,69	3,53	-
21	Schering	37,42	74,79	-	20,72	0,14	4,35	-
22	KHD	69,60	94,60	-	3,70	0,23	1,47	41,45
23	Bremer Vulkan	52,09	57,10	< 0,01	4,45	0,28	<38,16	19,1
24	Strabag	67,10	95,66	-	3,83	0,07	0,44	< 50
	Durchschnitt	58,05	73,98	0,56	10,66	0,28	14,52	-

a) Stimmrechtsanteile in % der vertretenen Stimmen.

b) Der Anteil des einzelnen Aktionärs beträgt 4 % oder mehr.

Quelle: Baums/Fraune, Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft, in: Die Aktiengesellschaft (1995), 97, 98, 102 f. (Zusammenfassung aus Tab. 1, 4 und 5 a.a.O.)

Streicht man im Sinne des Vorschlages von *Wenger* die von den Banken vertretenen Depotstimmten hinweg, so bleiben bei der Mehrzahl der aufgeführten ein, in einzelnen Fällen auch mehrere Anteilseigner mit Eigenbesitz von über 4 % (in Einzelfällen sogar mit Stimmrechtsanteilen von über 50 % aller vertretenen Stimmen) übrig. Die Folge des Wegfalls des Depot-

stimmrechts in diesen Fällen wäre nicht selten, daß der oder die betreffenden Aktionäre angesichts der zu erwartenden niedrigen Präsenzen über die einfache, u. U. auch über die satzungändernde Mehrheit verfügen würden, selbst wenn sich künftig mehr Aktionäre als bisher aktiv engagieren würden. Bei den betreffenden Paketbesitzern handelt es sich aber regelmäßig nicht, wie *Wenger* offenbar annimmt, um "reine" Aktionäre, die ohne sonstige Interessen notwendig allein das allgemeine Ziel der Unternehmenswertmaximierung verfolgen müßten. Vielmehr sind in dieser Gruppe durchaus, wenn nicht sogar überwiegend, Investoren anzutreffen, die mit ihrem Engagement (auch) weitere unternehmerische oder sonstige (z. B. politische) Interessen verfolgen.

Der *Wengersche* Vorschlag führt in solchen Fällen nur dazu, daß derartige Interessen ungehinderter und unausbalanciert zum Tragen kommen könnten. Daß die nicht mehr durch Depotstimmen vertretenen Klein(st)aktionäre dann als "free rider" von den Aktivitäten der herrschenden Minderheit profitieren würden, darf bezweifelt werden.

Ähnliches gilt für die dann noch verbleibende Gruppe von Gesellschaften mit einzelnen oder auch einer Gruppe von "reinen" Aktionären mit größerem Anteilsbesitz, die keine weitergehenden unternehmerischen oder sonstigen Interessen mit ihrem Investment verfolgen. Bei diesen "reinen" Aktionären dürfte es sich im wesentlichen um größere institutionelle Investoren oder größeren Privatbesitz handeln. Daß institutionelle Investoren ohne geschäftliche Beziehungen zu dem betreffenden Unternehmen (Versicherungen; Investmentfonds²⁴) besondere Aufwendungen zur aktiven eigenen Vertretung von Anlegerinteressen zwecks Verbesserung der Unternehmensperformance und damit einer Werterhöhung ihrer Beteiligung tätigen würden, darf gleichfalls bezweifelt werden. Die (amerikanischen) ökonomischen Studien zum Verhältnis von Unternehmensperformance und institutionellem Anteilsbesitz belegen denn auch bisher nur, daß institutionelle Anleger vorrangig durch Befolgung genereller "voting policies"²⁵, wie z. B. der Ablehnung der Einführung von Antitakeover-Maßnahmen in die Satzung, zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beitragen, nicht dagegen durch umfassende Aktivitäten zur Unternehmenswertsteigerung, wie sie etwa von einem Privatinvestor mit gleich großem, aber nicht diversifiziertem Anteilsbesitz zu erwarten wären²⁶. Es bleiben als aktive Kontrolleure und Wahrer der Kleinanlegerinteressen solche Privataktionäre oder Familien, deren Anteilsbesitz ausreichend groß ist, um Einfluß auf Abstimmungsergebnisse nehmen zu können. Privatanteilsbesitz in dieser Größe ist in den Publikumsgesellschaften eher selten. Überdies deckt sich ihr Interesse durchaus nicht notwendig auch mit dem der Kleinanleger.

Es kommt folgendes Bedenken hinzu: Stark gesunkene Hauptversammlungspräsenzen, wie sie sich aufgrund des Vorschlages von *Wenger* ergeben würden, führen dazu, daß verhältnismäßig kleinen Beteiligungen kraft der Abstimmungsregeln (Mehrheitsprinzip; Sperrminorität) Entscheidungsmacht auch für das von den anderen Eigenkapitalgebern investierte Kapital zuwächst. Stimmrechtsmacht und Umfang des eigenen Kapitaleinsatzes fallen immer weiter auseinander. Auch dieses weite Auseinanderklaffen von Stimmrechtsmacht und eigener Risiko- und Ertragsbeteiligung kann nachteilige Folgen nach sich ziehen²⁷. Nach allem sollte auf eine professionelle Vertretung der Aktionärsinteressen nicht verzichtet werden²⁸.

2. *Benennung von "Stimmrechtsbeauftragten"*

Äußerungen aus dem Bundesministerium der Justiz zufolge wird oder wurde zumindest zeitweilig erwogen, den Problemen der Stimmrechtsvertretung durch Ernennung von Angestellten der Depotbank zu "Stimmrechtsbeauftragten" zu begegnen. Diese Angestellten der Depotbank sollen bei der Entwicklung von Abstimmungsvorschlägen und der Ausübung der Stimmrechtsvollmachten von Weisungen der Depotbank unabhängig sein²⁹. Da die Details dieses Plans bisher noch nicht entwickelt, jedenfalls noch nicht veröffentlicht sind, können hier nur einige grundsätzliche Anmerkungen angebracht werden. Die Benennung eines Angestellten eines Kreditinstituts als "Stimmrechtsmandatar" wird den beiden zentralen Anforderungen an jede Regulierung professioneller Stimmrechtsvertretung nicht gerecht: Erstens sollten dem Depotinstitut oder sonstigen Stimmrechtsvertreter möglichst erfolgsbezogene positive Anreize zur Stimmrechtsausübung im Sinne der von ihm vertretenen Aktionäre gegeben werden. Und, zweitens, negative Anreize und Interessenkonflikte zwischen Vertreter und Aktionär sind tunlichst auszuschalten.

Zur ersten Anforderung: Die Vergütung der Stimmrechtsvertreter kann jedenfalls in der Publikumsgesellschaft mit Streubesitz nicht allein dem Markt und den Vereinbarungen der Beteiligten überlassen werden, da hier ein Marktversagensproblem besteht, wie bereits ausgeführt wurde. Mit der zu erwartenden zunehmenden Entwicklung von Wertpapierhandelshäusern und "Direktbanken", die auch keine Stimmrechtsvertretung mehr anbieten, wird es herkömmlichen Kreditinstituten immer weniger gelingen, die diesbezüglichen Kosten auf die Anleger umzule-

gen. Die Bestellung eines vom Kreditinstitut angestellten "Stimmrechtsmandatars" ändert an diesem zentralen Regulierungsdefizit nichts, im Gegenteil. Das Problem wird allenfalls verschärft, nämlich wenn den Kreditinstituten weitere Kosten auferlegt werden, die sie sich nicht offen von ihren Depotkunden ersetzen lassen können.

Zur zweiten Anforderung an die Regulierung professioneller Stimmrechtsvertretung, nämlich, negative Anreize und Interessenkonflikte des Stimmrechtsvertreters tunlichst auszuschalten: Auch daran dürfte die Bestellung eines Bankangestellten zum "Stimmrechtsbeauftragten" nicht viel ändern, auch dann nicht, wenn er insoweit weisungsfrei gestellt und zur Wahrung der Anlegerinteressen verpflichtet wird. Der angestellte Stimmrechtsbeauftragte ist, um mit *Lutter* zu sprechen, eine Chimäre: Entweder Feigenblatt oder Ende der Karriere³⁰. Der angestellte Stimmrechtsverwalter, der die Interessen seines Hauses kennt, bedarf keiner besonderen Weisung mehr, um zu wissen, wie er abstimmen sollte. Man wird von einem Angestellten nicht erwarten dürfen, daß er sich z. B. gegen die Wahl "seines" Vorstands in den Aufsichtsrat einer Gesellschaft ausspricht, in deren Hauptversammlung der Angestellte als Stimmrechtsbeauftragter abzustimmen hat. Man wird von ihm nicht erwarten können, daß er der Leitung seines Hauses nicht genehme Vorschläge dazu entwickelt, wie in der bankeigenen Hauptversammlung abgestimmt werden soll. Und man wird von ihm nicht erwarten können, daß er sich aktiv für Anlegerinteressen in Unternehmen einsetzt, obwohl sein Kreditinstitut für den damit verbundenen Aufwand weder eine explizite Vergütung noch sonstige Vorteile zu erwarten hat. Es kommen weitere Probleme hinzu, z. B. die Frage der Haftung³¹.

3. *Die Vorschläge der DSW*

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz lehnt in ihren jüngst vorgelegten Vorschlägen ebenfalls sowohl die ersatzlose Beseitigung jeder professionellen Stimmrechtsvertretung wie die Schaffung eines angestellten Stimmrechtsbeauftragten bei den Depotinstituten ab³². Mangels brauchbarer Alternativen - so die DSW - trete sie dafür ein, am bisherigen Vollmachtstimmrecht der Banken festzuhalten. Allerdings rät die DSW, die gegenwärtige Regelung in einzelnen Details zu verbessern:

- Die Kreditinstitute sollten verpflichtet werden, ihre Weisungsvorschläge (vgl. § 128 Abs. 2 AktG) in wichtigen Fällen zu begründen.
- Die Kreditinstitute sollten jährlich einmal die Liste ihrer von den Verwaltungsvorschlägen abweichenden Weisungsvorschläge veröffentlichen.
- Die Kreditinstitute sollten in ihren Vollmachtsformularen (vgl. § 135 Abs. 2 AktG) auf die Möglichkeit der Stimmrechtsvertretung durch Aktionärsvereinigungen hinweisen.
- Kreditinstitute sollten Stimmrechte für Depotkunden in Hauptversammlungen nur noch durch leitende Angestellte ausüben, die auch in der Lage sind, von den Weisungen des Aktionärs in dessen Interesse abzuweichen.
- In der eigenen Hauptversammlung einer Depotbank sollte nicht mehr ihr Angestellter, sondern nur mehr ein Wirtschaftsprüfer abstimmen dürfen, der nicht zugleich Abschlußprüfer der Bank ist.

Die Vorschläge der DSW zur Verbesserung der Transparenz des Abstimmungsverhaltens der Stimmrechtsvertreter und zur Ausschaltung der Stimmrechtsvertretung in der eigenen Hauptversammlung durch Angestellte der betreffenden Aktienbank gehen zweifellos in die richtige Richtung. Eine durchgreifende Verbesserung ist von diesen Vorschlägen dennoch nicht zu erhoffen:

Erstens. Der Vorschlag beachtet nicht die zentrale Anforderung, daß den professionellen Stimmrechtsvertretern möglichst erfolgsbezogene positive Anreize zur Stimmrechtsausübung im Sinne der von ihnen vertretenen Aktionäre gegeben werden müssen. Sie müssen für ihre Dienstleistung offen vergütet werden, und die hiervon profitierenden Aktionäre müssen dafür bezahlen. Es geht insbesondere nicht an, die Pflichten der Kreditinstitute laufend auszuweiten und ihre Haftung zu verschärfen, ohne ihnen die Möglichkeit einzuräumen, für diese professionelle Finanzdienstleistung auch die entsprechende Vergütung zu berechnen. Der Effekt wird nur sein, daß sich die Depotinstitute immer passiver verhalten oder ganz aus der Stimmrechtsvertretung verabschieden. Das Abschieben der Kleinanleger in die Fonds und die Entwicklung

der Direktbanken ohne Angebot einer Stimmrechtsvertretung deuten bereits an, wohin dieser Weg führen wird.

Zweitens. Die Stärkung der Rolle unabhängiger Aktionärsvereinigungen, z. B. durch Hinweis auf sie in den Vollmachtsformularen, ist sicher wünschenswert. Wirklich beikommen wird man auf diesem Weg den Kollektivhandlungsproblemen in der Publikumsgesellschaft nicht. Bisher liegt ihr Stimmrechtsanteil in den Publikumsgesellschaften im Schnitt unter 0,3 %, und nicht einmal die hierfür erforderliche Leistung kann durch Zahlung seitens der dort engagierten Aktionäre aufgebracht werden. Hierzu wird auf andere Finanzierungsquellen zurückgegriffen, wie z. B. Herausgabe einer Zeitschrift, Spenden usw. Professionelle Aktionärsvertreter hätten nur dann eine realistische Chance im Wettbewerb um die Stimmrechtsvertretung, wenn institutionelle Investoren zur Stimmrechtsabgabe angehalten würden³³. In diesem Fall würden sich alsbald Finanzdienstleister am Markt etablieren, die den institutionellen Investoren diese Aufgabe abnähmen.

Drittens. Es ist zu begrüßen, daß die DSW den Vorschlag übernommen hat, daß in den Hauptversammlungen der Kreditinstitute nicht mehr diese selbst, sondern nur mehr ein unabhängiger Wirtschaftsprüfer, der nicht der Abschlußprüfer sein darf, die eigenen Depotstimmen ausüben darf. Weshalb wird aber der unabhängige Wirtschaftsprüfer nicht auch sonst eingesetzt? Und von wem und wie wird er bezahlt? Problematisch ist auch die Machtfülle, die dann einem einzigen Stimmrechtsvertreter zukäme: Immerhin hätte er in der Hauptversammlung der Deutschen Bank mehr als 30 %, in der Dresdner Bank sogar 44 % und in der Bayerischen Hypothekenbank ebenfalls mehr als 30 % aller Stimmen zu vertreten³⁴.

4. *Stimmpflicht für institutionelle Investoren*

Ein Vorschlag, der bisher in Deutschland noch nicht erörtert worden ist, in den angelsächsischen Ländern aber breit behandelt und in ersten Ansätzen auch bereits umgesetzt wird, ist die Stimmpflicht für institutionelle Investoren. Hierüber ist hier jedenfalls kurz zu berichten und zu fragen, ob dies ein tauglicher Alternativentwurf zu dem gegenwärtig praktizierten deutschen System sein könnte.

a) *U.S.A.*

In den USA hat sich das Bundesarbeitsministerium (Department of Labor/DOL), die für die Beaufsichtigung der Pensionsfonds zuständige Behörde, in mehreren Schreiben und "Interpretive Bulletins" zu den Stimmpflichten der Treuhänder und Investment-Manager solcher Pensionsfonds geäußert³⁵.

Die umfangreichen Stellungnahmen des DOL besagen, in wenigen Worten zusammengefaßt, für unser Thema folgendes: Die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien, die von einem Pensionsfonds gehalten werden, gehört zu den Pflichten des Treuhänders, können aber u. U. auch dem Investment-Manager des Fonds übertragen werden. Dabei handelt es sich nicht um eine strikte Abstimmungsverpflichtung in jedem Falle. Vielmehr besteht eine Abstimmungspflicht, u. U. auch in Verbindung mit weiteren institutionellen Investoren, nur bei Gegenständen, die den Wert des Investments berühren würden, und unter der Voraussetzung, daß die Aufwendungen den zu erwartenden Ertrag nicht übersteigen. Letzteres ist besonders bedeutsam bei Investments in ausländischen Aktien. Ein Investment-Manager, dem die Stimmrechtsausübung übertragen ist, hat seine diesbezüglichen Aktivitäten schriftlich zu dokumentieren; und der Treuhänder hat seine Kontrolle hierauf zu erstrecken.

Der Frage, ob die gleichen oder ähnliche Grundsätze auch für sonstige Treuhänder und Vermögensverwalter gelten, z. B. für die Trust-departments der Geschäftsbanken, sei es nach common law, sei es aufgrund spezieller gesetzlicher Ausprägungen, ist an dieser Stelle nicht nachzugehen³⁶. In bezug auf die privaten Pensionsfonds mag wegen der nicht selten gegebenen Abhängigkeit von dem "Sponsor-Unternehmen" besonderer Anlaß bestanden haben, auf die fiduziarischen Pflichten der Treuhänder und Investment-Manager hinzuweisen.

b) *Großbritannien*

In Großbritannien hat das Cadbury-Committee in seinem Abschlußbericht ausgesprochen, institutionelle Investoren "sollten" ihre Stimmrechte ausüben³⁷. Derzeit ist eine Debatte darüber entbrannt, ob darüber hinaus jedenfalls für Pensionsfonds eine entsprechende Verpflichtung besteht und durch Gesetz festgeschrieben werden sollte. Um einer entsprechenden gesetzlichen Regelung zuvorzukommen, hat jüngst das Investment Committee der National Association of

Pension Funds ein "Policy Statement" empfohlen, wonach die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien im Portfolio der Fonds zu den Pflichten der Fondsmanager gehöre³⁸.

c) *Übernahme der angelsächsischen Regelungen?*

Auf den ersten Blick ist die Idee der Entwicklung von Stimmpflichten für institutionelle Investoren bestechend: Bereits Ende 1989 betrug der Anteil aller institutionellen Investoren am Aktienkapital der börsennotierten Unternehmen in den USA mehr als 45 %, und bei 25 der 50 größten US-Unternehmen betrug der Anteil der institutionellen Anleger mehr als 50 %³⁹. Heute beläuft sich diese Quote etwa bei AMR (der Muttergesellschaft von American Airlines) auf 87 %, bei Time Warner auf 62 %; bei Merck auf 47 %, auf knapp 42 % bei IBM usw.⁴⁰. Eine Abstimmungsverpflichtung für (institutionelle) Aktionäre mit einer Vielzahl kleinerer Beteiligungen könnte - so ließe sich argumentieren - dem klassischen Abstimmungs- und Kontrollproblem in der Publikumsgesellschaft ein Ende bereiten. Die kleinen Privatanleger mit Splitterbesitz würden als "free-rider" von den Aufwendungen der institutionellen Anleger im gemeinsamen Aktionärsinteresse profitieren. Und auf dem Markt würden sich alsbald Unternehmen etablieren, die den Investment-Managern der großen institutionellen Investoren als professionelle Finanzdienstleistung anbieten würden, deren Abstimmungsverpflichtung auszuüben⁴¹. In der amerikanischen Literatur scheint freilich der Enthusiasmus, der sich mit der neuen Rolle der institutionellen Investoren zunächst verbunden hatte, inzwischen einer gewissen Ernüchterung gewichen zu sein⁴².

Wie auch immer die Gründe und Argumente hierfür zu gewichten sein mögen: Für Deutschland gilt es, die andersgeartete Struktur des Anteilseignerbesitzes und das weitgehende Fehlen großen, unabhängigen institutionellen Anteilsbesitzes zu beachten, Umstände also, die jedenfalls derzeit eine erfolgreiche Kopie der geschilderten anglo-amerikanischen Entwicklung ausschließen. Deutsche institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Investmentfonds und sonstige) halten (zusammen mit Unternehmensträgerstiftungen) an den 171 größten deutschen börsennotierten Industrie- und Handelsunternehmen durchschnittlich nur etwas mehr als 20 % der Anteile⁴³. Dabei können die Kreditinstitute wegen ihrer geschäftlichen Interessen nicht als unabhängige institutionelle Anleger, die ausschließlich an Anteilswertmaximierung im Interesse aller Aktionäre interessiert wären, bezeichnet werden. Anders als auf den anglo-amerikanischen

Kapitalmärkten sind hier auch die Investmentfonds nicht unabhängig⁴⁴, und Pensionsfonds (Pensionskassen) spielen in Deutschland als institutionelle Anteilsbesitzer keine praktisch bedeutsame Rolle⁴⁵. Ob sich ausländische institutionelle Investoren künftig aktiver als bisher um ihre deutschen Portfoliobeteiligungen bemühen werden, bleibt abzuwarten.

5. *Einführung unabhängiger Stimmrechtsvertreter*

Soll das Marktversagen auf dem Gebiete der Aktionärsvertretung beseitigt und ein qualitätsfördernder Wettbewerb zwischen Anbietern professioneller Stimmrechtsvertretung ermöglicht werden, so bedarf es einer umfassenden Regulierung der Unabhängigkeit und Expertise sowie der Auswahl und Vergütung von Stimmrechtsvertretern. Die SPD-Bundestagsfraktion hat den von *Baums/v. Randow* entwickelten Vorschlag⁴⁶ in ihren Gesetzesentwurf⁴⁷ übernommen, allerdings mit einzelnen, z. T. wesentlichen Abweichungen, zu denen nachstehend noch kritisch Stellung genommen wird.

a) *Grundzüge des Vorschlags*

Folgende sind die wesentlichen Punkte des Vorschlags.

Erstens: Das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute soll nicht abgeschafft werden; erst recht soll natürlich nichts an der Stellung der Aktionärsvereinigungen geändert werden.

Nur sollen die Kreditinstitute künftig nur mehr bei Vorliegen spezieller Weisungen, also nicht mehr aufgrund einer Blankovollmacht, abstimmen können. Eine Stimmrechtsvertretung nach Maßgabe solcher expliziter Weisungen ist unbedenklich, weil Interessenkollisionen, die sich aus gegenwärtigen oder zukünftigen Geschäftsbeziehungen des Kreditinstituts zur kontrollierten Gesellschaft ergeben könnten, nicht mehr zu befürchten sind.

Die Erfahrung zeigt nun aber, daß Weisungen praktisch nur in 2 - 3 % der Fälle erteilt werden, wenn nicht ganz besondere Anstrengungen unternommen werden, die Aktionäre zu mobilisieren. In einem solchen System - ausschließlich weisungsgebundene Abstimmung der Kreditinstitute - würden die Präsenzen daher drastisch sinken; der VW-Fall zeigt dies deutlich.

Daher

Zweitens: Um eine kompetente Stimmrechtsvertretung auch solcher Aktionäre sicherzustellen, die keine Weisungen erteilen, wird - neben den Aktionärsvereinigungen - ausschließlich Personen, die die Befähigung zum Abschlußprüfer haben, also Wirtschaftsprüfern und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, gestattet, für Aktionäre ohne spezifische Weisungen deren Stimmrechte geschäftsmäßig ausüben zu dürfen. Diese Stimmrechtsvertreter dürfen in keinerlei Geschäftsbeziehungen zu dem betreffenden Unternehmen stehen, also z. B. Abschlußprüfer sein.

Gegen die Zulassung von Wirtschaftsprüfern als Stimmrechtsvertreter sind in der Diskussion besonders zahlreiche Bedenken vorgebracht worden. Die Ausbildung und Befähigung zur Abschlußprüfung vermittele nicht den wirtschaftlich notwendigen Sachverstand. Es sei nicht verständlich, weshalb sonstige wirtschaftlich erfahrene Dienstleistungsberufe, wie z. B. Rechtsanwälte, diese Aufgabe nicht ebenfalls sollten übernehmen können⁴⁸. Ferner bestehe die Gefahr der Kollusion mit dem Management. Und schließlich beschränke der Vorschlag der weisungsfreien Stimmrechtsvertretung durch Wirtschaftsprüfer und Aktionärsvereinigungen den Wettbewerb um die Stimmrechtsvertretung, da Kreditinstitute künftig nur mehr aufgrund ausdrücklicher Weisung abstimmen könnten. - Einer Zulassung weiterer, wirtschaftlich erfahrener Stimmrechtsvertreter steht natürlich nichts im Wege, vorausgesetzt, daß zunächst ein formaler Sachkundenachweis erbracht und die erforderliche Unabhängigkeit gewährleistet ist. Kollusion muß durch eine geeignete Regulierung ausgeschaltet werden (Haftung; Aufsicht; Strafbarkeit). Die Zulassung von Kreditinstituten auch zur weisungsfreien Stimmrechtsvertretung wäre nur zu befürworten, wenn der Wettbewerb mit unabhängigen Stimmrechtsvertretern, u. U. in Verbindung mit Vorschriften über die Offenlegung bestehender und nicht auszuschließender Interessenkonflikte, für eine aktive, interessenkollisionsfreie Vertretung der Anlegerinteressen sorgen würde.

Drittens: Dienstleistungen kosten Geld, gute Dienstleistungen sind - wenn alles mit rechten Dingen zugeht - teurer als schlechte. Wie werden die professionellen Stimmrechtsvertreter bezahlt? Der Vorschlag greift hier einfach auf Modelle zurück, die bereits im geltenden Recht angelegt sind: Der Aufsichtsrat ist - zumindest ursprünglich - nichts weiter als ein von der Gesellschaft bezahlter Aktionärsausschuß, der für die Aktionäre den Vorstand auswählen und überwachen soll. Ihm hat der Gesetzgeber den Abschlußprüfer zur Seite gestellt, weil sich der Aufsichtsrat und erst recht die Hauptversammlung der Abschlußprüfung nicht gewachsen zeigten. Auch der Abschlußprüfer wird von der Gesellschaft und damit von den Aktionären bezahlt; mit Recht, weil seine Tätigkeit allen Aktionären zugute kommt. Ebenso ist es mit den - in der Zahl beschränkten - professionellen Stimmrechtsvertretern. Nur auf den ersten Blick ist nämlich die Stimmrechtsausübung die Sache jedes einzelnen, der dafür dann auch bezahlen mag oder eben unvertreten bleibt. Die Ausübung der Aktionärsrechte, die effektive Kontrolle der Verwaltung liegt im Interesse aller Aktionäre, sie kommt allen zugute. Findet sie nun, besonders in der Pu-

blikumsgesellschaft, wegen der bekannten Kollektivhandlungsprobleme nicht oder nicht in zufriedenstellender Weise statt, dann schadet dies allen - den Aktionären, demzufolge auch der Gesellschaft bei der Kapitalbeschaffung sowie dem Kapitalmarkt insgesamt. Die Vergütung der professionellen Stimmrechtsvertreter erfolgt also aus der Gesellschaftskasse⁴⁹.

Viertens: Wie werden die Stimmrechtsvertreter bestellt? Vor allem in diesem Punkt gehen der hier befürwortete Vorschlag und der SPD-Entwurf auseinander.

Die hier vorgeschlagene Regelung sieht folgendes vor: Die Stimmrechtsvertreter werden aus der Zahl der Bewerber von der Hauptversammlung gewählt⁵⁰; zusätzlich soll Briefwahl zulässig sein⁵¹. Sie sind mit der Annahme der Wahl "im Amt", bedürfen also keiner besonderen zusätzlichen Vollmacht mehr. Sie vertreten für die Dauer ihrer Amtsperiode immer alle diejenigen Aktionäre, die unvertreten sind, die also nicht selbst erscheinen oder eine Aktionärsvereinigung oder ein Kreditinstitut mit der Vertretung beauftragen. Hierauf - nämlich auf die Ausübung des Stimmrechts durch einen Stimmrechtsvertreter - müssen die Aktionäre bei Übersendung der Unterlagen zur Hauptversammlung freilich hingewiesen werden. Sind sie damit nicht einverstanden, müssen sie aktiv werden⁵².

Anders dagegen der SPD-Vorschlag: Auch er sieht eine Wahl der Stimmrechtsvertreter vor. Aber die gewählten Stimmrechtsvertreter bedürfen zusätzlich noch einer gesonderten Vollmacht derjenigen Aktionäre, die vertreten sein wollen. Die "Wahl" der Stimmrechtsvertreter hat demnach im Vorschlag der SPD-Fraktion nur die Funktion, aus der Zahl der Bewerber um eine Aktionärsvertretung maximal fünf auszuwählen, denen dann eine Stimmrechtsvollmacht und gegebenenfalls Weisungen erteilt werden können.

Dieses doppelte Verfahren erscheint als kompliziert und aufwendig. Dahinter steht die Absicht, nur solche Aktionäre von einem "Stimmrechtsvertreter" repräsentieren zu lassen, die sich ausdrücklich - durch Erteilung einer Vollmacht - hiermit einverstanden erklärt haben. Die bloße Vollmacht legt freilich das Abstimmungsverhalten des Stimmrechtsvertreters noch nicht inhaltlich fest; spezielle Weisungen werden aber erfahrungsgemäß nicht erteilt. Es ist also nicht zu sehen, weshalb es über den Wahlakt hinaus noch einer Vollmachterteilung bedürfte. Dem wirklichen oder mutmaßlichen Willen der Kleinanleger ist hinreichend dadurch Rechnung getragen, daß sie eine sachkundige, unabhängige Stimmrechtsvertretung wählen können und so dann vor jeder Hauptversammlung aufs neue entscheiden mögen, ob sie die Ausübung ihrer

Stimmrechte den gewählten Stimmrechtsvertretern überlassen, oder ob sie statt dessen eine Aktionärsvereinigung oder ihr Depotinstitut bevollmächtigen und mit Weisungen versehen, oder ob sie selbst in der Hauptversammlung abstimmen.

Fünftens: Wieviele Stimmrechtsvertreter werden gewählt, und auf wie lange?

Zu viele sind teuer, und jeder verläßt sich dann auf den anderen; zu wenige - im Extremfall ein einzelner - sind zu mächtig und erhöhen das Risiko falscher Entscheidungen. Der hier unterbreitete Vorschlag sieht für größere Gesellschaften 2, für börsennotierte Gesellschaften 3, für kleinere Aktiengesellschaften dagegen keinen Stimmrechtsvertreter vor. Nach dem SPD-Entwurf werden jeweils fünf gewählt. Die Amtsperiode beträgt drei Jahre mit einmaliger Wiederwahl. Natürlich haben diese Stimmrechtsvertreter - je nach der Anteilseignerstruktur in verschiedenem Ausmaß - "Macht", ebenso wie die Depotinstitute im bisherigen System. Den von den Stimmrechtsvertretern repräsentierten Aktionären soll ja künftig - entsprechend dem Verhältnis ihrer Beteiligung zu den präsenten oder sonst vertretenen Aktionären - Gehör und Einfluß verschafft werden. Entscheidend ist, daß eine geeignete Regulierung dafür sorgt, daß dieser Einfluß tatsächlich im Aktionärsinteresse eingesetzt wird.

b) Grundsätzliche Einwände und Bedenken

Für die Erörterung rechtstechnischer Details und Einwendungen ist hier nicht der Platz⁵³.

Im Grundsätzlichen sind - außer der "Macht" der Stimmrechtsvertreter - vor allem zwei Fragen erörtert worden, auf die im folgenden eingegangen werden soll: Die Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter und ihre Legitimation.

aa) Daß die aktiven Aktionäre Stimmrechtsverwalter für die passiven Aktionäre wählen sollen (wobei jedem Aktionär natürlich freisteht, sich an dieser Wahl und an späteren Abstimmungen zu beteiligen, also zu den "aktiven" oder "passiven" Aktionären zu gehören), mag ungewöhnlich erscheinen und Bedenken erwecken. Der Grund für diesen Vorschlag ist folgender: Er ermöglicht es Anlegern, privaten wie institutionellen Investoren, sich auf die Wahl ihnen geeignet erscheinender unabhängiger Stimmrechtsverwalter zu beschränken und sich dann von diesen ohne weiteren Aufwand vertreten zu lassen. Aber auch dort, wo sich Aktionäre an der Wahl

beteiligen, die im übrigen ihre Beteiligung gar nicht von einem solchen Stimmrechtsverwalter vertreten lassen mögen, sondern dies selbst übernehmen oder einem Kreditinstitut oder einer Aktionärsvereinigung überlassen wollen, ist von diesen "aktiven" Aktionären jedenfalls mehr an Information über die Qualität des Stimmrechtsverwalters und an Kontrolle seines Abstimmungsverhaltens zu erwarten⁵⁴ als von den rein passiven Kleinanlegern, deren Interessen ja durch diesen Vertretungsmechanismus ebenfalls zur Geltung gebracht werden sollen.

Hier stellt sich nun die Frage, ob die so gewählten Stimmrechtsverwalter nicht in eine zu starke Abhängigkeit von den ihre Wahl entscheidenden aktiven Aktionären geraten und die Interessen der passiven Aktionäre, die sie vertreten sollen, vernachlässigen werden. Diese Gefahr ist nicht von vornherein von der Hand zu weisen, aber doch - durch geeignete Vorkehrungen - beherrschbar.

Zunächst einmal muß gesehen werden, in welchen Gesellschaften diese Gefahr praktisch droht. Überall dort, wo mehrere größere Anleger (institutionelle Anleger; Privat- und Familienbesitz; Unternehmensaktionäre mit divergierenden Interessen) vorhanden sind, und keiner dieser Aktionäre imstande ist, seine Interessen bei der Wahl einseitig durchzusetzen, dürfte die Gefahr ohnedies gering zu veranschlagen sein.

Anders liegt es dagegen in Gesellschaften mit einem dominierenden Aktionär oder gar Mehrheitsaktionär. Hier ist aber zunächst zu sehen, daß nicht nur ein, sondern jeweils zwei oder drei Stimmrechtsverwalter gewählt werden sollen, so daß sich regelmäßig ein gewisses Maß an wechselseitiger Kontrolle entwickeln wird. Sodann muß durch geeignete Aufsichts- und Haftungsregeln sichergestellt werden, daß die Interessen der vertretenen Anteilseigner nicht in eklatanter Weise verletzt werden. Und schließlich sind auch marktliche Kontrollprozesse zu bedenken: Ein Stimmrechtsverwalter, der sich in einer Gesellschaft durch allzu große Willfährigkeit gegenüber den Wünschen eines dominierenden Aktionärs auszeichnet, wird sich z. B. bei institutionellen Investoren keine Reputation als Vertreter von Anlegerinteressen erwerben können und damit in anderen Gesellschaften deren Stimmen nicht erhalten.

bb) Vorschläge, die darauf hinauslaufen, das weisungsfreie Vollmachtstimmrecht der Banken zu beseitigen und Stimmen nichtaktiver Aktionäre an Dritte zur Ausübung zu übertragen, be-

gegen folgendem Einwand: Damit würden nicht mehr die Stimmen derjenigen Aktionäre zur Geltung gebracht, die zumindest alle fünfzehn Monate ihre Unterschrift leisten, sondern Stimmen völlig passiver Aktionäre "künstlich aktiviert". Es werde sozusagen ein Zwang zur Abstimmung eingeführt; der Aktionär habe aber auch ein Recht zur Passivität. 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. Aktionäre könnten auch schlicht ihrem Kreditinstitut die Weisung zur Stimmenthaltung erteilen. 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 Stimmrechtsvertreter 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. 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.

- 1 Vgl. *Leutheusser-Schnarrenberger*, WM 1995, 1870.
- 2 Vgl. Entwurf eines Transparenz- und Wettbewerbsgesetzes der SPD-Bundestagsfraktion vom 30.1.1995, BT-Drucks. 13/367.
- 3 *Baums/v. Randow*, Die AG 1995, 145.
- 4 Mit Anmerkungen versehener Vortrag vor dem Industrierechtlichen Seminar der Universität Bonn. Die Anregungen und Beiträge in der sehr lebhaften Diskussion sind in ihrem Kern nach Möglichkeit entweder im Text oder in die Anmerkungen aufgenommen und berücksichtigt worden.
- 5 In der Diskussion wurde bemängelt, daß die Stimmrechtsanteile der WestLB nicht gesondert offen ausgewiesen seien. Wegen des Aufwands bei der Datenbeschaffung konnten diese Zahlen hier nicht nachgetragen werden.
- 6 Vgl. VO über den Ersatz von Aufwendungen der Kreditinstitute vom 18.6.1968 (BGBl. I S. 720) i.d.F. der VO vom 17.11.1987 (BGBl. I S. 2386).
- 7 Die folgenden Ausführungen sind - in stark gekürzter Form - einem Gutachten für die Monopolkommission entnommen (*Baums*, Verbindungen zwischen Banken und Unternehmen im deutschen Wirtschaftsrecht, 1995, § 5).
- 8 Ihres Umfangs wegen unten als Anhang (I) abgedruckt.
- 9 In der Diskussion wurde eingewandt, daß ein Zusammenhang zwischen Emissionsführerschaft und Umfang des Depotbesitzes schon deshalb naheliege, weil die emittierenden Unternehmen primär an ihre bisherigen Aktionäre herantreten wollten oder sogar müßten. Einmal abgesehen von der Frage, ob dieser Gesichtspunkt tatsächlich erfordert, jeweils das größte Depotinstitut mit der Emissionsführerschaft zu beauftragen, läßt sich der gleiche Zusammenhang auch bei internationalen Anleiheemissionen feststellen.
- 10 Vergleich der Emissionsgebühren in Großbritannien und Deutschland bei *Edwards/Fischer*, Banks, finance and investment in Germany, 1994, S. 119, die sich dabei für Deutschland freilich auf ältere Zahlen stützen.
- 11 Empirische Untersuchung der Managementanreize für eine Politik der Diversifizierung und des Größenwachstums bei *Schwalbach*, Principal/Agent-Problem, Managervergütung und Unternehmenserfolg (FU Berlin, Institut für Allg. BWL, Forschungsberichte 1990); *Fitzroy/Schwalbach*, Managerial Compensation and Firm Performance. Some Evidence from West Germany (Humboldt Univ. Berlin. Forschungsbericht Nr. 90/2).
- 12 S. nur *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 4. Ausg. 1991, S. 148 f.; vgl. auch *Bühner*, Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland (1990).
- 13 Vgl. unten Anhang II.

- 14 Eingehende Nachweise der Literatur zu den Managementinteressen bei *Böhm*, Der Einfluß der Banken auf Großunternehmen, 1992, S. 111 ff.
- 15 Siehe S. 9.
- 16 In der Diskussion ist hierzu folgendes bemerkt worden: Wie Tab. 1 ausweise, beständen neben dem von den Kreditinstituten vertretenen Besitz offenbar z. T. erhebliche weitere Stimmrechtsanteile, die von den Eigentümern selbst ausgeübt würden. Offenbar hätten diese Aktionäre aber, wie Tab. 5 zeige, weitgehend ebenso wie die Kreditinstitute gestimmt. Dies belege die weitgehende Interessenübereinstimmung zwischen Depotinstituten und Anlegerinteressen. - Für das in Tab. 5 betrachtete sample trifft das zu (wobei anzumerken ist, daß Stimmenthaltungen nicht erfaßt sind). Ob Anlegerinteressen und Interessen von Eigentümern mit kontrollierenden Beteiligungen generell gleichgesetzt werden dürfen, ist freilich zweifelhaft. Vgl. im übrigen zum Abstimmungsverhalten der Kreditinstitute im Fall von der Verwaltung abgelehnter Aktionärsanträge den Text.
- 17 *Baums/Fraune* Die AG 1995, 97, 102 (Tab. 4).
- 18 Eingehend dazu *Köndgen*, in: *Baums/Buxbaum/Hopt* (Hrsg.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, 1994, S. 531 ff.
- 19 BGH JZ 1995, 1064 m. Anm. *Lutter* ebenda S. 1053.
- 20 Vgl. die Nachweise bei *Baums/v. Randow*, Die AG 1995, 145, 146 Fn. 5.
- 21 Daß Vorstände von Publikumsgesellschaften am Erhalt des gegenwärtigen Systems interessiert sind, ist freilich nachvollziehbar; vgl. dazu nur "VEBA verteidigt das Vollmachtsstimmrecht", *Börsen-Zeitung* vom 1.11.1995 S. 3.
- 22 Vgl. die aufschlußreichen Ausführungen von *R. Carlson*, dem Vorstand des größten US-Pensionsfonds Calpers, in der *Wirtschafts-Woche* Nr. 41 vom 5.10.1995 S. 199.
- 23 *Wenger*, Universalbankensystem und Depotstimmrecht, in: *Der Markt für Unternehmenskontrolle* (Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 214, 1992), S. 73, 96 ff.; *ders.*, *Institutionelle Defizite am deutschen Kapitalmarkt*, Gutachten für die Monopolkommission, 1995, Teil V.
- 24 Der z. T. erhebliche Anteilsbesitz der Investmentfonds (vgl. *Baums/Fraune*, Die AG 1995, 97, 100) mag hier irreführend wirken; wegen der Anlagebeschränkungen des KAGG liegt der individuelle Besitz einzelner Fonds regelmäßig weit unter der 1%-Marke. Für die großen Versicherungen kann im Einzelfall natürlich etwas anderes gelten.
- 25 Hierzu können amerikanische institutionelle Investoren überdies sogar verpflichtet sein; vgl. unten 4.
- 26 Vgl. den Überblick bei *Black*, *The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence*, *UCLA Law Review* 39 (1992), 895, 917 ff.; neuestens dazu

Brickley/Lease/Smith, Corporate Voting: Evidence from Charter Amendment Proposals, *Journal of Corporate Finance* 1 (1994), 5 ff.

27 S. näher *Baums*, *Die AG* 1994, 1, 11.

28 In der Diskussion ist an dieser Auffassung bemängelt worden, daß auch die USA ohne professionelle (Depot-)Stimmrechtsvertretung auskämen. Insoweit muß aber gesehen werden, daß dort neben dem System des proxy-Stimmrechts für die Verwaltung eine Reihe weiterer Kontrollmechanismen bestehen, die für eine Durchsetzung der Anlegerinteressen sorgen (proxy contests und takeovers; derivative suits; Investorenschutz durch die SEC u.a.m.). Zu den Stimpflichten institutioneller Investoren in den U.S.A. siehe noch unten 4.a).

29 Befürwortend dazu auch *Hammen*, *ZIP* 1995, 1301, 1308 f.

30 *Lutter* *NJW* 1995, 2766, 2767.

31 Vgl. *Lutter* a.a.O.

32 Vgl. *Das Wertpapier* 1995, 66, 67.

33 Dazu noch unten 4.

34 Vorausgesetzt natürlich, daß er dieselbe Anzahl an Vollmachtstimmen erhielt wie derzeit der Vorstand der betreffenden Institute. Zu den Zahlen vgl. oben Tab. 4.

35 Sog. AVON-letter vom 23. Febr. 1988; ISSI-letter vom 23. Jan. 1990 sowie Interpretive Bulletin 94-2, 59 Fed. Reg. 38860 (29. Juli 1994). Aus der Lit. hierzu *Buxbaum*, in: Festschrift für Steindorff, 1990, S. 7, 23 ff.; *The Conference Board*, Report No. 971 "Voting Corporate Pension Fund Proxies", 1991; neuestens mit weiteren Nachweisen *Langbein/Wolk*, *Pension and Employee Benefit Law*, 2. Ausg. 1995, S. 765 ff.

36 Vgl. dazu die Hinweise bei *Buxbaum* a.a.O. S. 24.

37 Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, S. 50 sub 6.11/2.

38 *Lewis*, Pension funds told of duty to vote, *Financial Times* vom 15.11.1995 S. 22.

39 Zahlen nach *Rock*, *Die AG* 1995, 291, 294; eingehend dazu *Brancato*, in: *Sametz/Bicksler* (Hrsg.), *Institutional Investing - Challenges and Responsibilities of the 21st Century*, 1991, S. 3, 22 ff.

40 Angaben nach *Langbein/Wolk* (Fn. 34), S. 765.

41 In der Tat ist in Großbritannien jüngst die "Manifest Voting Agency" just zu diesem Zweck gegründet worden; vgl. den Bericht "Voting made easy" in: *investor relations*, Okt. 1995, S. 21.

- 42 S. nur *Romano*, in: Baums/Buxbaum/Hopt (Fn. 18) S. 105 ff.; zusammenfassend *Rock*, Die AG 1995, 291, 294 f. m.w.Nachw.
- 43 Zahlen von 1990; Quelle: *Franks/Mayer*, The Ownership and Control of German Corporations. LSE and Oxford University Working Paper (1994). In Einzelfällen liegt heute der institutionelle Anteilsbesitz freilich schon bei 50 % und darüber; vgl. *Rasch*, ZEW-Wirtschaftsanalysen 1994, 297, 302.
- 44 Zum Abstimmungsverhalten der bankabhängigen Investmentfonds *Baums/Fraune* (Fn. 17), 97, 107 f. - In der Diskussion wurde angeregt, für Investmentfonds durch Gesetz Stimmrechtsbeiräte einzurichten.
- 45 *Baums/Fraune* a.a.O., 100, 108.
- 46 *Baums/v. Randow* a.a.O. (Fn. 3).
- 47 Vgl. Fn. 2.
- 48 Vgl. auch § 135 Abs. 2 AktG i.d.F. des SPD-Entwurfs: "Aktionärsvertreter können regelmäßig nur Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sein; Steuerberater, Rechtsanwälte und andere Personen können nur dann Aktionärsvertreter sein, wenn sie ihre Eignung nachgewiesen haben".
- 49 In der Diskussion ist eingewandt worden, dies widerspreche dem Grundsatz der Kapitalerhaltung (so auch *Hammen* ZIP 1995, 1301, 1307). Ob dies de lege lata zuträfe, mag offen bleiben. De lege ferenda versschlägt dieses Bedenken nicht, weil der Gesetzgeber den Umfang der Vermögensbindung festlegt.
- 50 In der Diskussion wurde demgegenüber angeregt, wegen der Kollektivhandlungsprobleme, statt für eine effektivere Anlegervertretung zu sorgen, die Hauptversammlungskompetenzen weiter zu beschneiden; z. B. eine Kooptation für den Aufsichtsrat vorzusehen. Im Ergebnis würde dies zu einer Erhöhung der Risikoprämien für Eigenkapital führen. Zur Bedeutung des Stimmrechts und der Hauptversammlungskompetenzen für die Eigenkapitalgeber allgemein *Easterbrook/Fischel*, in: L. Bebchuk (Hrsg.), *Corporate law and economic analysis*, 1990, S. 182 ff.
- 51 In der Diskussion wurde auf besondere technische Probleme einer Briefwahl bei Inhaberaktien hingewiesen.
- 52 In der Diskussion wurde eingewandt, dem Stimmrechtsvertreter, der die nicht erschienenen und nicht anderweit vertretenen Aktionäre "vertrete", fehle die hinreichende "Legitimation". Die Legitimation erhält der Stimmrechtsvertreter durch die Wahl in sein Amt, an der sich jeder Aktionär beteiligen kann. Im übrigen richtet sich dieser Einwand auch gegen das geltende Recht: Zwar wachsen die Stimmen nicht anwesender bzw. nicht verteilter Aktionäre keinem Stimmrechtsvertreter 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.

- 53 So wurde in der Diskussion die Frage nach der Versicherbarkeit der Schadensersatzhaftung gestellt; ferner, ob der Stimmrechtsverwalter abstimmen könne, obwohl ein von ihm (mit-)vertreter Aktionär einem Stimmverbot unterliege; schließlich, wie es um die Stimmbefugnis stimmrechtsloser Vorzugsaktien stehe.
- 54 Auch die in der Diskussion beschworene Gefahr, der Vorschlag werde dazu führen, daß sich "Volkstribunen" und "Rattenfänger" durchsetzen würden, da Kleinaktionäre deren Vorschläge nicht einschätzen könnten, dürfte infolgedessen - wenn dies denn zu befürchten ist - weitgehend reduziert werden.