



Daniel Flore

Mehr Aktionärsdemokratie wagen?

Proxy Contests
statt Verwaltungsstimmrecht?



PETER LANG

INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XIII
GUTACHTEN.....	1
KAPITEL 1 EINFÜHRUNG	1
A. Einführung in die Thematik	1
B. Zielsetzung der Untersuchung.....	5
C. Methodik und weiterer Gang der Untersuchung	9
KAPITEL 2 WILLENSBILDUNG, KONTROLLE UND STIMMRECHT IN DER PUBLIKUMSAKTIENGESELLSCHAFT	11
A. Die börsennotierte Publikumsaktiengesellschaft als Gegenstand der Untersuchung.....	11
B. Die Organisationsverfassung der börsennotierten Publikumsaktiengesell- schaft und die Rolle des Kleinaktionärs	14
I. Das System von Willensbildung, Unternehmensführung und Kontrolle im deutschen Aktienrecht	14
1. Die beteiligten „Akteure“.....	15
a) Hauptversammlung	15
b) Aufsichtsrat	18
c) Vorstand	24
2. Zusammenspiel und Interessenausgleich	31
II. Insbesondere: Rolle und Bedeutung des Kleinaktionärs	35
1. Überblick über die Bedeutung des Kleinaktionärs in einer ausgereiften Volkswirtschaft.....	36
2. Praktische Stellung in der Publikumsaktiengesellschaft.....	38
C. Corporate Governance und das Stimmrecht als Mittel der Unternehmenskontrolle	41
I. Effektive Unternehmenskontrolle als Teil erfolgreicher Corporate Governance.....	41
II. Die Bedeutung des Stimmrechts für eine effektive Unternehmenskontrolle	44
D. Die Notwendigkeit der Stimmrechtsausübung durch Dritte	48

I.	Notwendige Existenz von Stimmrechtsintermediären.....	49
1.	Gründe für die Notwendigkeit der Stimmrechtsvertretung.....	49
2.	Kurzer Überblick über die Entwicklungsgeschichte.....	54
3.	Heutige Anforderungen einer entwickelten Volkswirtschaft an die Stimmrechtsvertretung/Zwischenergebnis.....	57
II.	Formen der Stimmrechtsausübung durch Dritte.....	58
1.	Vertretung durch persönlichen Stellvertreter.....	58
2.	Depotstimmrecht der Banken.....	60
3.	Vertretung durch Aktionärsvereinigungen.....	64
4.	Verwaltungsstimmrecht.....	65
E.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen zum 2. Kapitel der Untersuchung.....	66
	KAPITEL 3 ANALYSE DES VERWALTUNGSSTIMMRECHTS.....	67
A.	Die Ausgangssituation.....	67
I.	Der Gesetzestext.....	68
II.	Die Rechtsprechung.....	69
III.	Die Literatur.....	70
IV.	Zwischenergebnis.....	70
B.	Die Entwicklungsgeschichte des Verwaltungsstimmrechts.....	70
I.	Die Kurzgeschichte der organisierten Stimmrechtsvertretung im deutschen Aktienrecht.....	71
II.	Der Meinungsstand zum Verwaltungsstimmrecht vor der Einführung des § 134 Abs. 3 Satz 5 AktG durch das NaStraG.....	71
1.	Die Meinungen im Schrifttum.....	72
a)	Argumente für das Verwaltungsstimmrecht.....	72
aa)	De lege lata.....	72
bb)	De lege ferenda.....	75
b)	Argumente gegen das Verwaltungsstimmrecht.....	77
aa)	De lege lata.....	77
bb)	De lege ferenda.....	81
c)	Weitere Vorschläge in der Diskussion vor Einführung des NaStraG.....	83
d)	Gewichtung und Beurteilung der Argumente.....	85
2.	Die relevante Rechtsprechung.....	87
3.	Die Praxis des Verwaltungsstimmrechts in den deutschen Publikumsaktiengesellschaften vor Einführung des NaStraG.....	90

III. Die Entscheidung des Gesetzgebers zur Einführung des Verwaltungsstimmrechts in § 134 Abs. 3 Satz 5 AktG aus dem Jahre 2001	93
1. Einleitung	93
2. Das Gesetzgebungsverfahren	94
3. Die der Einführung zugrunde liegenden Motive des Bundesgesetzgebers und das Vorbild USA.....	95
4. Der bewusste Verzicht auf Schutzvorschriften zugunsten der Aktionäre	97
5. Zusammenfassung	97
IV. Die wissenschaftliche Auseinandersetzung nach der Einführung des Verwaltungsstimmrechts und der heutige Stand der Diskussion.....	98
1. Die bisherige Bilanz im Schrifttum nach acht Jahren Verwaltungsstimmrecht	98
a) De lege lata.....	98
aa) Weisungsobliegenheit?	99
bb) Persönliche Eignungsvoraussetzungen	101
cc) Weitere Fragestellungen	105
b) De lege ferenda.....	108
c) Eigene Stellungnahme zur bisherigen Bilanz im Schrifttum zum Verwaltungsstimmrecht	110
2. Der Bericht des Bundesministeriums der Justiz aus dem Jahre 2004.	111
3. Die Aussagen des DCGK.....	113
4. Die Rechtsprechung	113
C. Die derzeitige Handhabung des Verwaltungsstimmrechts in der Praxis großer deutscher Publikumsaktiengesellschaften.....	113
I. Praxis und Bedeutung der Bestellung von Stimmrechtsvertretern durch die DAX 30-Publikumsaktiengesellschaften	114
1. Einführung in die Methode der Datenerhebung.....	114
2. Die Vertretungsangebote der Gesellschaften in der Hauptversammlungssaison 2007.....	115
3. Die Beziehungen der benannten Stimmrechtsvertreter zur Gesellschaft	117
4. Der Umfang der Bevollmächtigung gesellschaftsbenannter Vertreter durch die Aktionäre	118
5. Das Weisungsverhalten der vollmachtgebenden Aktionäre	123
6. Die Art und Weise der Stimmrechtseinwerbung nach § 134 Abs. 3 Satz 5 AktG.....	125

II.	Die Umstellung auf Namensaktien als Katalysator der Entwicklung hin zum Verwaltungsstimmrecht	126
1.	Namens- und Inhaberaktien	126
2.	Bedeutung in der Praxis	128
3.	Die Bedeutung der Renaissance der Namensaktie für das Verwaltungsstimmrecht	131
III.	Zu erwartende Tendenzen für zukünftige Hauptversammlungen.....	131
D.	Das Verhältnis des Verwaltungsstimmrechts zum Depotstimmrecht der Banken	132
I.	Das Depotstimmrecht der Banken als Gegenstand jahrzehntelanger Auseinandersetzungen	132
II.	Das Depotstimmrecht auf dem Rückzug	136
1.	Die rechtstatsächliche Lage	136
2.	Gründe für die schwindende Bedeutung des Depotstimmrechts	137
a)	Gesetzgeberischer Wille.....	137
b)	Direktbanken	138
c)	Verringerte Beteiligungen der Großbanken	139
d)	Wechsel von Inhaber- zu Namensaktien.....	140
e)	Zunahme ausländischer Investoren	140
III.	Das Verwaltungsstimmrecht als Nachfolger des Depotstimmrechts?	141
E.	Probleme, Unzulänglichkeiten und Missbrauch im derzeitigen System des Verwaltungsstimmrechts	143
I.	Problemaufriss.....	143
II.	Die Unabhängigkeit der von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreter	144
1.	Die Rechtslage und die gängige Praxis	144
2.	Mangelnde Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter als Problem des Verwaltungsstimmrechts?	145
a)	Einerseits: Keine Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter.....	146
b)	Andererseits: Faktisch kein Entscheidungsspielraum der Stimmrechtsvertreter	147
3.	Zwischenergebnis	148
III.	Die (schleichende) Verschiebung des unternehmerischen Entscheidungszentrums durch das Verwaltungsstimmrecht.....	149
1.	Die Situation unter der Herrschaft des Bankenstimmrechts	149
2.	Die Situation unter der gewachsenen Bedeutung des Verwaltungsstimmrechts	150

3. Das Sonderproblem unvorhersehbarer Hauptversammlungs- verläufe	152
IV. Das Informationsdefizit bei den umworbenen Kleinaktionären	153
V. Der ungleiche Wettbewerb um Aktionärsstimmrechte	155
VI. Zugleich: Eingeschränkte Kommunikationsmöglichkeiten für Aktionäre durch Schließung des Aktionärsregisters	158
VII. Die Folge: Das Verwaltungsstimmrecht als „sichere Bank“ der Ver- waltung und eine Machtverschiebung zugunsten der Verwaltung.....	160
F. Insbesondere: Argumentum a fortiori aus der Kritik am Depotstimmrecht der Banken.....	161
I. Gegenstand der anhaltenden Kritik am Depostimmrecht der Banken.....	162
II. Erst-recht-Schluss bezüglich des Verwaltungsstimmrechts	163
G. Das zugrunde liegende (irreführende?) Ziel einer Präsenzsteigerung in der Hauptversammlung	166
I. Die beiden Schlagwörter „Aktionärsdemokratie“ und „rationale Apathie des Kleinanlegers“	167
II. Aktuelle Vorschläge der Literatur zur Erhöhung der HV-Präsenz	175
III. Die Erfolgsaussichten im Hinblick auf die Steigerung der HV-Präsenz.	178
IV. Die Präsenzsteigerung als erstrebenswertes Ziel?.....	179
1. Führen höhere Hauptversammlungspräsenzen zu einer höheren Wertigkeit der Entscheidungen?	179
2. Der missverständliche Begriff der „Zufallsmehrheiten“	181
V. Schlussfolgerungen	182
1. Keine Präsenzsteigerung um jeden Preis	183
2. Stattdessen: Konzentration auf ein faires und effektives System der Stimmrechtsvertretung	184
H. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen zum 3. Kapitel der Untersuchung	185
KAPITEL 4 ÜBERLEGUNGEN ZUR ÜBERTRAGUNG DER US- AMERIKANISCHEN PROXY RULES.....	187
A. Ausgangslage: Das unbefriedigende System des Verwaltungsstimm- rechts nach § 134 Abs. 3 Satz 5 AktG.....	187
B. Das US-Proxy-System.....	188

I. Einführung.....	188
II. Federal Law versus State Law	189
III. Die Securities Exchange Commission (SEC) als langer Arm des Gesetzgebers und mächtige Wächterin über das Proxy-System.....	191
IV. Die wichtigsten Begrifflichkeiten des US-Systems	192
1. Proxy und Proxy Holder.....	193
a) Proxy	193
b) Proxy Holder.....	194
2. Proxy Solicitation und Proxy Statement	194
a) Proxy Solicitation.....	195
b) Proxy Statement	196
3. Proxy Contests.....	197
4. Shareholder Proposals	198
V. Die Grundgedanken, die Ziele und die Bedeutung des US-Proxy- Systems	198
VI. Die Entwicklungsgeschichte des US-Proxy-Systems im Überblick.....	201
VII. Die Regelungen des US-Proxy-Systems	204
1. Gesetzestext.....	204
2. Anwendungsbereich der Proxy Rules	205
3. Die Bedeutung staatlicher Aufsicht	205
4. Einzelne wichtige Regelungsaspekte	206
a) Die einzureichenden Proxy-Unterlagen.....	206
b) Ausnahmen von der Pflicht zur Einreichung von Proxy- Unterlagen	208
c) Zugang zu den Mitaktionären / Shareholder Communication.....	211
d) Der Sonderfall eines Proxy Contests	213
e) Proxy Rules und moderne Telekommunikation	214
f) Shareholder Proposals.....	215
g) Schutz vor Missbrauch und Sanktionsmechanismen.....	221
aa) Schutz vor falschen oder fehlerhaften Informationen.....	222
bb) Klage- und Sanktionsmöglichkeiten der SEC	222
cc) Implied Private Cause of Action.....	223
h) Kosten.....	225
VIII. Proxy Voting und Proxy Contests in der Praxis der vergangenen Jahre	228
IX. Der Stand der wissenschaftlichen Diskussion um Proxy Rules, Shareholder Democracy und Corporate Governance in den USA.....	234
C. Übertragbarkeit des US-Proxy-Systems in das deutsche Aktienrecht	238
I. Tatsächliche und rechtliche Systemunterschiede und Gemeinsamkeiten.	240

1. Eingangsfeststellung: Komplexität der beiden Rechtssysteme.....	240
2. Die grundlegenden Mentalitäten der beiden Rechtssysteme	241
3. Die Aktionärsstrukturen in den USA und in Deutschland.....	246
4. Hauptversammlungspräsenz in den USA und in Deutschland	250
5. Zusammenfassung	252
II. Analyse der Problemzonen der US Regelung.....	252
1. Schaffung eines komplexen Regelwerks	252
2. Notwendigkeit eines enormen (staatlichen) Aufsichtsapparats	254
3. Verwaltungsmacht besteht im Regelfall auch in den USA.....	255
4. Die Passivität der Kleinaktionäre würde fortbestehen.....	258
5. Führen Shareholder Proposals zu mehr Rechtsunsicherheit und erhöhen die Missbrauchsgefahr?.....	259
6. Proxy Contests als bevorzugtes Take-Over-Mittel	261
7. Die Gefahr der Verlagerung wichtiger Auseinandersetzungen und Entscheidungen aus der Hauptversammlung in deren Vorfeld.....	262
8. Kosten.....	263
III. Abschließende Bewertung der Unterschiede und Probleme des US Systems vor dem Hintergrund einer möglichen Übernahme in das deutsche Aktienrecht	263
D. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen zum 4. Kapitel.....	265
KAPTITEL 5 VERBESSERUNGEN BEI DER STIMMRECHTSVERTRETUNG UND AKTIONÄRSBETEILIGUNG	267
A. Die Ausgangslage im derzeitigen System der Stimmrechtsvertretung	267
I. Organisierte Stimmrechtsvertretung ist unabdingbar	267
II. Das derzeitige System des Verwaltungsstimmrechts ist fehlerbehaftet und nicht im Sinne der Kleinaktionäre.....	269
III. Eine Übertragung des US-Systems ist nur bedingt sinnvoll	270
IV. Rechtspolitische Schlussfolgerungen aus der Ausgangslage.....	272
B. Möglichkeiten zur Verbesserung der Stimmrechtsvertretung und zur Stärkung des Stimmrechtswettbewerbs.....	274
I. Notwendigkeit eines funktionierenden Marktes für Stimmrechtsvollmachten	275
II. Selbstregulative Ansätze	277
III. Die (zukünftige) Rolle institutioneller Anleger	278
1. Derzeitige Situation.....	278
2. Zu erwartende Entwicklung	279

3. Institutionelle Investoren als Gegengewicht zur Verwaltung und Interessenwahrer der Kleinaktionäre?	281
IV. Stärkung der Aktionärsvereinigungen als geeignete „Gegenmacht“	282
1. Derzeitige Bedeutung	283
2. Einzelmaßnahmen zur Stärkung	285
a) Schaffung eines kostenneutralen Angebots	285
b) Verbesserte Darstellungsmöglichkeiten	289
c) Förderung von Dauervollmachten	291
3. Verhalten bei unvorhersehbaren Geschehensabläufen	292
4. Wahrung der Neutralität und „Qualitätskontrolle“	293
V. Sonstige Maßnahmen zur Förderung eines Marktes für Stimmrechtsvertretung	295
VI. Zusammenfassung und Zwischenergebnis	296
C. Die Stärkung der Binnenkommunikation und die Bedeutung des Aktionärsforums	299
I. Binnenkommunikation als wesentlicher Baustein der Interessenorganisation	299
II. Derzeitige Lage unter besonderer Berücksichtigung des Aktionärsforums	300
III. Schritte zur Verbesserung	306
D. Einführung von Shareholder Proposals als zusätzliches Beteiligungselement	309
I. Vergleich der derzeitigen Regelungen in den USA und in Deutschland..	309
II. Übertragbarkeit	310
III. Chancen für die Kleinaktionäre deutscher Publikumsaktiengesellschaften	310
E. Die Zukunft des Depotstimmrechts	311
I. Rechtspolitische Lage	311
II. Depotstimmrecht als geringeres Übel?	312
III. Das Depotstimmrecht als ein Wettbewerbsselement unter mehreren	312
F. Ein Blick nach Europa: Die Aktionärsrechte-Richtlinie und ihre Auswir- kungen auf die Stimmrechtsvertretung in Deutschland	313
I. Die Aktionärsrechte-Richtlinie der Europäischen Kommission	313
II. Veränderungen im deutschen Aktienrecht und ihre Auswirkungen auf die Stimmrechtsvertretung	314

1. Informationen über die Hauptversammlung	315
2. Die Homepage börsennotierter Gesellschaften	315
3. Die elektronische Stimmabgabe.....	316
4. Das Depotstimmrecht	317
5. Änderungen beim Verwaltungsstimmrecht?.....	317
III. Fazit zu den geplanten Neuregelungen	318
G. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen zum 5. Kapitel.....	318
KAPITEL 6 ABSCHLIEßENDE GESAMTBETRACHTUNG/THESEN	321
A. Zusammenfassende Darstellung der Ausgangssituation	321
B. Zusammenfassung der Vorschläge zur Verbesserung der Stimmrechtsvertretung und Beteiligung der Kleinaktionäre.....	322
C. Abschließende Bewertung der Chancen für entsprechende Änderungen des deutschen Aktienrechts	323
ANHANG	325
LITERATURVERZEICHNIS.....	327