

---

**POLICY PLATFORM** | White Paper

Zur Deregulierung des  
Depotstimmrechts

**Theodor Baums**  
Institute for Law and Finance

September 2007

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

ZUR DEREGULIERUNG DES DEPOTSTIMMRECHTS



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 67



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-28941**

**FAX: +49 (0)69 / 798-29018**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Theodor Baums

**Zur Deregulierung des Depotstimmrechts**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 67**

**09/2007**

## **Zur Deregulierung des Depotstimmrechts**

**Theodor Baums**

Der DSGV hat, mit Unterstützung weiterer Verbände, einen Vorstoß zur Deregulierung des Depotstimmrechts vorgelegt. Erteilt der Aktionär dem Depotinstitut keine Weisung, wie dieses in der HV abstimmen soll, dann soll es künftig verpflichtet sein, den Vorschlägen der Verwaltung (Vorstand und Aufsichtsrat) zu folgen, sofern ihm hierfür eine entsprechende Dauervollmacht des Aktionärs vorliegt.

Dem Vorschlag sollte in seiner gegenwärtigen Form nicht gefolgt werden. Er würde voraussichtlich nicht zu einer maßgeblichen Erhöhung der Präsenzen führen. Rechtspolitisch bedenklich erscheint, daß die Depotinstitute sich verpflichten, auf der Basis einer Dauervollmacht mit einer u.U. in den Geschäftsbedingungen versteckten generellen Weisung unbesehen den Verwaltungsvorschlägen zu folgen.

Richtig am Vorstoß der Verbände erscheint aber, daß künftig darauf verzichtet werden sollte, daß jedes Depotinstitut, das Stimmrechte von Aktionären vertreten will, entweder selbst Abstimmungsvorschläge erarbeiten oder die Vorschläge eines Zentralinstituts oder Stimmrechtsberaters kostenintensiv prüfen muß. Vielmehr sollte der Gesetzgeber den Depotinstituten ermöglichen, ohne eigene Prüfungspflicht im Vollmachtsformular neben den Vorschlägen der Verwaltung auf die Abstimmungsvorschläge einer anerkannten Aktionärsvereinigung oder eines unabhängigen Stimmrechtsberaters zu verweisen. Dies könnte den Wettbewerb um Aktionärsstimmen beleben und auch dazu beitragen, den Stimmen inländischer Privatanleger auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften wieder stärker Gehör zu verschaffen. Eine solche Vorgabe wäre mit der demnächst umzusetzenden Aktionärsrichtlinie der EU vereinbar.

Eine entsprechende Empfehlung, auf die Abstimmungsvorschläge einer anerkannten Aktionärsvereinigung oder eines unabhängigen Stimmrechtsberaters zu verweisen, sollte im Corporate Governance Kodex für Gesellschaften festgelegt werden, die den Aktionären einen Stimmrechtsvertreter benennen.

## I.

Der Deutsche Sparkassen – und Giroverband hat jüngst, unterstützt von anderen Verbänden,<sup>1</sup> erneut<sup>2</sup> einen Vorstoß zur „Deregulierung“ des Vollmachtstimmrechts der Kreditinstitute unternommen. Die Hoffnung der Verbände, daß dieser Vorschlag Eingang in das Eckpunktepapier der Bundesregierung zum geplanten „Risikobegrenzungs-gesetz“ finden würde, hat sich allerdings nicht erfüllt.<sup>3</sup> Da aber demnächst die Umsetzung der Aktionärsrichtlinie ansteht,<sup>4</sup> die auch Vorgaben zur Stimmrechtsvertretung von Aktionären in der Hauptversammlung enthält, böte sich die vorgeschlagene Deregulierung des Depotstimmrechts vielleicht in diesem Zusammenhang an. Wie sieht dieser Vorschlag aus, und sollte er unterstützt werden?

In § 128 AktG soll die Vorschrift gestrichen werden, daß Kreditinstitute, die Stimmrechte ihrer Depotkunden ausüben wollen, diesen eigene Vorschläge für die Ausübung des Stimmrechts unterbreiten müssen. Künftig soll es genügen, daß das Kreditinstitut die Vorschläge der Verwaltung an den Depotkunden weiterleitet und ihn bittet, Weisungen dazu zu erteilen, wie es die Stimmrechte aus den Aktien des Kunden ausüben soll. Wenn der Kunde keine ausdrückliche Weisung erteilt, soll das Kreditinstitut künftig berechtigt und verpflichtet sein, das Stimmrecht entsprechend den Vorschlägen der Verwaltung (vgl. § 124 Abs. 3 AktG) auszuüben, sofern es sich beim Einholen der Stimmrechtsvollmacht eine solche entsprechende „generelle Weisung“ dieses Inhalts hat erteilen lassen (§ 135 Abs. 5 AktG i.d.F. des Vorschlags). Aus der Begründung des Vorschlags der Verbände ergibt sich, daß diese generelle Weisung sogar in den Geschäftsbedingungen für Wertpapiergeschäfte oder formularmäßig, mit der Dauervollmacht, erteilt werden können soll. Allerdings sieht der Vorschlag vor, daß das mandatierte Institut den Kunden jährlich und an hervorgehobener Stelle darauf hinweisen muß, daß er die generelle Weisung, im Sinne der Verwaltungsvorschläge abzustimmen, jederzeit widerrufen kann (§ 135 Abs. 5 S. 2 des Vorschlags). Die übrigen Änderungsvorschläge zu §§ 128, 135 AktG sind Folgeänderungen, die sich aus der angeregten Streichung der Vorschrift ergeben, daß die Depotinstitute ihren Kunden eigene Abstimmungsvorschläge zu unterbreiten haben.

Die Verbände begründen ihren Vorstoß damit, es müßten Maßnahmen ergriffen werden, die zu einer stärkeren Präsenz der Aktionäre führten. Es bestehe die Gefahr von Zufallsmehrheiten. Insbesondere inländische Aktionäre seien häufig in den Hauptversammlungen nicht präsent. Ein entbürokratisiertes Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute werde hier förderlich wirken.

---

<sup>1</sup> Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR), Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Deutsches Aktieninstitut (DAI): „Präsenzen in Hauptversammlungen durch entbürokratisiertes Depotstimmrecht stärken!“, Positionspapier vom 23. 7. 2007. – Der Bundesverband deutscher Banken (BdB) hat sich dem Vorschlag nicht angeschlossen.

<sup>2</sup> Zum Positionspapier des DSGV vom 23. 2. 2006 bereits (ablehnend) Lenz, Die AG 2006, S. 572 ff; Seibert, „Gute Aktionäre – schlechte Aktionäre - "Aktive Finanzinvestoren" und Stimmrecht“ (erscheint in einer demnächst veröffentlichten Festschrift); befürwortend dagegen Dauner-Lieb, WM 2007, S. 9, 15 f und zum neuerlichen Vorschlag der Verbände auch Hemeling, Börsen-Zeitung 1. 8. 2007, S. 2.

<sup>3</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen, Pressemitteilung „Eckpunkte eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“, August 2007.

<sup>4</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. 7. 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl.EU L 184/17. Die Richtlinie ist bis zum 3. 8. 2009 umzusetzen. Allgemein zur Richtlinie aus der deutschen Literatur Noack, ZIP 2005, S. 325 ff; ders., NZG 2006, S. 321 ff; Grundmann/Winkler ZIP 2006, S. 1421 ff; J. Schmidt, BB 2006, S. 1641 ff; Wand/Tillmann, Die AG 2006, S. 443 ff; zur Vereinbarkeit der Regulierung des Vollmachtstimmrechts der Kreditinstitute mit den Vorgaben der Richtlinie unten Text zu Fn. 49, 50.

## II.

1. Die Begründung überrascht. Die durchschnittlichen HV-Präsenzen der DAX-Werte für 2007 liegen höher, zum Teil erheblich höher als jeder entsprechende Wert seit 2000.<sup>5</sup> Für die MDAX- und die SDAX-Werte gilt Entsprechendes. Nur die durchschnittliche Präsenz bei den TecDAX-Werten liegt für 2007 geringfügig unter den Werten für 2002, 2003 und 2006, aber über den Werten für 2004 und 2005.<sup>6</sup> Richtig ist nur, daß die Präsenzen nach 1998 (durchschnittliche HV-Präsenz bei den DAX 30 – Gesellschaften 1998: 60, 95%<sup>7</sup>) zunächst deutlich gesunken (2005: 45, 87%), seither aber wieder angestiegen sind (2007: 56, 42%).<sup>8</sup> Über die Gründe hierfür läßt sich nur spekulieren. Zum Sinken der Präsenzen nach 1998 mag beigetragen haben, daß gerade die Sparkassen und Volksbanken zunehmend die Übernahme von Stimmrechtsvertretungen für ihre (in der Regel inländischen) Depotkunden eingestellt haben, und daß private Kleinanleger zunehmend Wertpapierkonten bei Direktbanken eingerichtet haben, die diese Dienstleistung nicht anbieten. Dies mag ferner mit einem weiteren Anstieg ausländischen institutionellen und privaten Anteilsbesitzes zusammenhängen, der sich besonderen Schwierigkeiten ausgesetzt sieht, Stimmen auf deutschen Hauptversammlungen vertreten zu lassen.<sup>9</sup> Der Anstieg der Präsenzen nach 2005 dürfte vor allem auf das Anfang November 2005 in Kraft getretene UMAG zurückzuführen sein,<sup>10</sup> das die Hinterlegungserfordernisse in der Satzung der Gesellschaft als Teilnahmevoraussetzung abgeschafft hat (vgl. § 123 Abs. 2 AktG a.F.). Vielleicht erklärt sich dieser Anstieg der Präsenzen teilweise auch mit verstärkten Bemühungen der Gesellschaften um Verwaltungsvollmachten und mit dem zunehmend von in- und ausländischen institutionellen Investoren wahrgenommenen Angebot professioneller Stimmrechtsberater (ISS; ECGS; IVOX).<sup>11</sup>

2. Ähnlich spekulative Erwägungen müssen nun hinsichtlich der Frage angestellt werden, ob die vorgeschlagene Deregulierung der §§ 128, 135 AktG tatsächlich, wie von den Verbänden in Aussicht gestellt, zu einer nennenswerten Erhöhung der Präsenzen beitragen würde. Soweit ersichtlich, liegen keine empirischen Angaben dazu vor, welchen Prozentsatz der in Wertpapierdepots bei der Sparkassen- und der Volksbankengruppe gehaltene direkte (also nicht in Investmentfonds gehaltene<sup>12</sup>) Anteilsbesitz derzeit ausmacht. Leider haben auch die Verbände diese Zahlen bei den angeschlossenen Instituten wohl nicht erhoben, jedenfalls ist

---

<sup>5</sup> Durchschnittliche HV-Präsenz in den DAX-Werten in %: 2000: 52,04; 2001: 52,47; 2002: 50,91; 2003: 49, 39; 2004: 45, 44; 2005: 44, 98; 2006: 49, 43; 2007: 56, 42. Quelle: SdK-Präsenzstatistik; SdK e.V./hv-info.do/ GSC Research/Unternehmensseiten; für die Jahre 2004 – 2007 vgl. auch

<http://www.sdk.org/statistiken.php?action=down&statID=68&stat=HV-Pr%E4senzen> . Eine Aufstellung der DSW weicht unerheblich von den Feststellungen der SdK ab (vgl. [http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW\\_HV-Praesenz2007\\_02.pdf](http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW_HV-Praesenz2007_02.pdf)) .

<sup>6</sup> Quelle: SdK-Präsenzstatistik; vgl. vorige Fn.

<sup>7</sup> Zum Vergleich: durchschnittliche HV-Präsenz der 24 größten Gesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz im Jahr 1992: 58, 05 % (Quelle: Baums/Fraune, Die AG 1995, S. 97, 102 Tabelle 4).

<sup>8</sup> Quelle: DSW-Präsenzstatistik; vgl. Fn. 5.

<sup>9</sup> Vgl. hierzu zuletzt neben den in der Aktionärsrichtlinie (Fn. 4) vorgesehenen Maßnahmen die soeben abgeschlossene Anhörung der EU-Kommission zur Vorbereitung einer die Aktionärsrichtlinie ergänzenden Empfehlung u.a. zu den Pflichten von Intermediären zwischen Emittenten und Aktionären bei grenzüberschreitendem Anteilsbesitz (Drittes Konsultationsdokument „Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights“ vom 30. 4. 2007, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf)).

<sup>10</sup> Antwort der Bundesregierung auf die kleine Anfrage „Bürokratieabbau bei der Regulierung börsennotierter Unternehmen“, BT-Drucksache 16/6136, S. 4.

<sup>11</sup> Vgl. dazu Uwe H. Schneider/Anzinger, NZG 2007, S. 88 ff; Juschus, Börsen-Zeitung 7. 2. 2007, S. 11; Döring, Börsen-Zeitung 10. 3. 2007, S. 8.

<sup>12</sup> Zur Stimmrechtsberatung und –vertretung der von Fondsgesellschaften im BVI (Bundesverband Investment und Asset Management e.V.) gehaltenen deutschen Aktien Juschus, a.a.O. (vorige Fn.).

in der Begründung des Vorschlags hierüber keine Mitteilung enthalten. So lassen sich nur Mutmaßungen entwickeln: Der Gesamtanteil der privaten Haushalte betrug im Jahr 2003 (lediglich) 13, 9% der an deutschen Börsen notierten Aktien.<sup>13</sup> Darunter befinden sich auch private Großaktionäre, Gründerfamilien usw., deren Anteile typischerweise nicht in Depots bei Sparkassen, Volksbanken und auch nicht bei Direktbanken, sondern in den Depots bei den großen Privatbanken gehalten werden, die die Stimmrechtsausübung bisher angeboten haben und weiter anbieten möchten. Herausgerechnet werden müssen aus den 13, 9% ferner diejenigen von Privataktionären gehaltenen Namensaktien, für die das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute nicht greift (vgl. §§ 125 Abs. 2, 128 Abs. 2 S. 1 i.V. mit Abs. 1; Abs. 2 S. 2 AktG). Hinzu kommt, daß ungewiß ist, ob die Direktbanken, aber auch sämtliche Sparkassen und Volksbanken ihren Kunden die Stimmrechtsvertretung künftig, nach der vorgeschlagenen Deregulierung, anbieten würden. Und schließlich ist zu bedenken, daß ein schwer abschätzbarer Teil der Kleinanleger es vielleicht doch ablehnen würde, seiner Bank oder Sparkasse eine Stimmrechtsvollmacht mit der generellen Weisung zu erteilen, bis auf weiteres jeweils entsprechend den Vorschlägen der Verwaltung abzustimmen. Bei realistischer Betrachtung wird man sich daher vom Vorschlag der Verbände wohl keine nennenswerte Steigerung der Präsenzen erhoffen dürfen.<sup>14</sup>

Hier ist nicht der Ort, insoweit, was die Steigerung der Präsenzen betrifft, alternative Vorschläge zu unterbreiten. Das vom Kabinett verabschiedete Eckpunktepapier<sup>15</sup> hat die noch in einer voraufgehenden Fassung<sup>16</sup> enthaltene Überlegung, es könne ein Präsenzbonus für die Teilnahme an Hauptversammlungen<sup>17</sup> eingeführt werden, nicht übernommen. Wohl aber soll, so das Eckpunktepapier, den Verwaltungen der Aktiengesellschaften nach ausländischen Vorbildern<sup>18</sup> künftig die Möglichkeit eingeräumt werden, bei Namensaktien die wirtschaftlichen Eigentümer festzustellen. Das könnte dazu führen, daß die Gesellschaften zunehmend dazu übergehen, auf Namensaktien umzustellen, und sich künftig noch aktiver als bisher um die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten bemühen. Die Vorgaben der Aktionärsrichtlinie<sup>19</sup> sowie die geplante ergänzende Empfehlung der EU-Kommission<sup>20</sup> zielen gleichfalls darauf ab, Aktionären die Stimmrechtsausübung zu erleichtern. Insgesamt sind hier Entwicklungen in Gang gesetzt, die – was die Steigerung der Präsenzen betrifft – hoffentlich doch nennenswertere Effekte haben werden als der Vorschlag der Verbände.

3. Aus den vorstehenden Erwägungen ergibt sich zugleich in Bezug auf das erklärte Ziel der Verbände, gerade die Präsenz *inländischer* Anleger bei Abstimmungen zu erhöhen, daß es sich insoweit nicht um einen wirklich zielführenden Vorschlag handeln dürfte. Der Vorschlag der Verbände reiht sich in die zahlreichen Erwägungen dazu ein, wie vornehmlich im Ausland angesiedelten aktiven Finanzinvestoren (Hedge Fonds; Private Equity Fonds) entgegengetreten werden sollte.<sup>21</sup> Das ist auch der Gegenstand des geplanten Risikobegrenzungsgesetzes,<sup>22</sup> in das nach der Vorstellung der Verbände ihr Vorschlag aufgenommen werden sollte. Abgesehen von der mutmaßlich geringen praktischen Bedeutung

---

<sup>13</sup> Angaben nach Seibert, a.a.O. (Fn. 2).

<sup>14</sup> So überzeugend auch Seibert, a.a.O. (Fn. 2), der den Effekt des Vorschlags im Bereich von 1% ansetzt.

<sup>15</sup> Vgl. Fn. 3.

<sup>16</sup> Bundesministerium der Finanzen, Eckpunktepapier „Förderung von Wagniskapital – Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“ vom 9. 5. 2007, S. 11.

<sup>17</sup> Dazu aus der Literatur Noack, BB 42/2005 Die Erste Seite; Klühs, ZIP 2006, S. 107 ff; E. Vetter, Die AG 2006, S. 32 ff; Dauner-Lieb, WM 2007, S. 9 ff; Seibert, a.a.O. (Fn. 2), sub V.

<sup>18</sup> Vgl. Art. L 228-2 franz. Code de Commerce; s. auch Sec. 793 engl. Companies Act 2006; zur Satzungsgestaltung in der Schweiz Hemeling, Börsen-Zeitung 1. 8. 2007, S. 2.

<sup>19</sup> Vgl. Fn. 4.

<sup>20</sup> Vgl. Fn. 9.

<sup>21</sup> Aus der Literatur dazu etwa Uwe H. Schneider, Die AG 2006, S. 577 ff; Seibert, a.a.O. (Fn. 2).

<sup>22</sup> Vgl. Fn. 3.



des Vorschlags als Abwehrmittel gegen aktive Finanzinvestoren ist er auch rechtspolitisch fragwürdig. Darauf ist im Folgenden (III.; IV.) einzugehen.

### III.

1. Neben dem Ziel, die Hauptversammlungspräsenzen zu steigern, will der Vorschlag der Verbände auch zu einer Deregulierung und Entbürokratisierung beitragen. Die Kosten des zentralen Erarbeitens von Weisungsvorschlägen durch die Landesbanken beziffert die Sparkassengruppe mit € 375.000,- jährlich, die Kosten der eigenen Schlüssigkeitsprüfung durch die jeweiligen depotführenden Institute<sup>23</sup> schätzt sie auf zusammen mehr als € 32 Mio.<sup>24</sup> Dieser Betrag mag übersetzt sein.<sup>25</sup> Außer Zweifel steht aber, daß das Gebot, eigene Weisungsvorschläge auszuarbeiten bzw. Weisungsvorschläge zentral ausarbeiten zu lassen und vor ihrer Übernahme zu überprüfen, erhebliche Kosten verursacht, die weder von den Emittenten ersetzt werden noch von den Depotinstituten offen ausschließlich denjenigen Anlegern in Rechnung gestellt werden können, die diese Dienstleistung in Anspruch nehmen.<sup>26</sup>

Wenn über eine (De-)Regulierung nachgedacht wird, sollte der Aufwand mit dem erwarteten Nutzen verglichen werden. Der Gesetzgeber hat das Gebot, eigene Vorschläge zu erarbeiten und den Verwaltungsvorschlägen gegenüberzustellen, damit begründet, dies solle es dem Aktionär erleichtern, sachgemäße Weisungen zu erteilen.<sup>27</sup> Soweit ersichtlich, verfügen wir nicht über eine empirische Studie dazu, wie häufig Vorschläge von Depotinstituten von den Vorschlägen der Verwaltungen abweichen,<sup>28</sup> so daß keine verlässliche Aussage dazu getroffen werden kann, ob diese Regulierung tatsächlich den vom Gesetzgeber erhofften Effekt einer echten Alternative zu den Verwaltungsvorschlägen hat (ingeräumt sei, daß die meisten Verwaltungsvorschläge Routineangelegenheiten betreffen oder im Aktionärsinteresse liegen mögen und deshalb alternative Vorschläge ausscheiden; ingeräumt sei ferner, daß die Befürchtung einer breiten Opposition auch präventiv wirken mag, und daß Depotbanken gelegentlich im Vorfeld beratend einwirken). Fehlt es an empirischen Angaben, dann empfiehlt es sich, auf die Anreize zu achten, um zu Einschätzungen mutmaßlichen Verhaltens zu gelangen. Da die Dienstleistung „Stimmrechtsvertretung“ jedenfalls im Massengeschäft, außerhalb der individuellen Anlegerbetreuung, nicht offen und zusätzlich zur allgemeinen Depotgebühr in Rechnung gestellt und abgerechnet wird, sie aber auch nicht kostenlos zu erwarten ist, muß es entweder implizite Vergütungen durch hohe allgemeine Depotgebühren, also auch für den Depotkunden, der diese Dienstleistung nicht in Anspruch nimmt, oder über das Finanzdienstleistungsgeschäft mit den Emittenten geben. Oder ein Depotinstitut wird, wo wettbewerblicher Druck auf die Depotgebühren besteht und implizite Vergütungen nicht gefordert werden können und nicht zu erwarten sind, versuchen, die Aufwendungen für die Aktionärsvertretung so niedrig wie möglich zu halten oder diese Dienstleistung gar nicht mehr anbieten,<sup>29</sup> eine Konsequenz, die die Sparkassen und Volksbanken inzwischen denn auch folgerichtig gezogen haben. Das bedeutet aber, daß der Regulierungsansatz in § 128 AktG, Depotinstitute, die die Stimmrechte für Anleger ausüben wollen, zu eigenen

<sup>23</sup> Dazu etwa Kubis, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, Bd. 4, 2004, § 128 Rdz. 23.

<sup>24</sup> Positionspapier des deutschen Sparkassen- und Giroverbandes zur Deregulierung des Depotstimmrechts vom 23. 2. 2006, S. 12.

<sup>25</sup> Der Betrag erklärt sich daraus, daß die Anzahl der Sparkassen (460) einfach mit den Kosten einer Mitarbeiterstelle für ein ganzes Jahr in Höhe von €70.000 pro Mitarbeiter multipliziert wurde.

<sup>26</sup> Eingehender zu den Gründen hierfür Baums, Die AG 1996, S. 11, 12 f.

<sup>27</sup> Entwurf eines AktG, BT-Drucksache IV/171 S. 158, re.Sp.

<sup>28</sup> Aufschlußreich ist allerdings, daß oppositionelle Anträge durchweg nicht die Zustimmung der Depotinstitute finden; dazu Tabelle 18 bei Baums/Fraune, Die AG 1995, S. 95, 110.

<sup>29</sup> Eingehende Analyse in diesem Sinne bei Baums, Die AG 1996, S. 11, 13.

Abstimmungsvorschlägen zu zwingen, fragwürdig erscheint. Solange das Problem der kostengerechten Vergütung für diese Dienstleistung nicht gelöst ist, das sich von den Depotinstituten selbst in einer offenen, transparenten Weise für das Massengeschäft mit Kleinanlegern mit Aussicht auf Erfolg nicht lösen läßt,<sup>30</sup> sollten informierte, konsequent am Aktionärsinteresse orientierte Auseinandersetzungen mit den Vorschlägen der Verwaltung nicht erwartet werden.

Der Vorschlag der Verbände sieht daher – durchaus folgerichtig – vor, daß die Depotinstitute künftig auf das Ausarbeiten eigener Abstimmungsvorschläge verzichten dürfen sollten. Sie sollen sich zwar weiterhin zur Übernahme der Stimmrechtsvertretung erbiehen können, dann aber grundsätzlich den Verwaltungsvorschlägen zustimmen dürfen und ihnen zustimmen müssen, wenn der Aktionär nicht ausdrücklich eine abweichende Weisung erteilt. Hierzu sollen sie, wie erwähnt, aufgrund einer jederzeit widerruflichen Dauervollmacht und einer formularmäßig erteilbaren „generellen“ Weisung berechtigt und verpflichtet sein. Das Depotinstitut handelt künftig nach diesem Vorschlag als „Vertreter mit gebundener Marschroute“, der mangels expliziter abweichender Einzelweisung den Vorschlägen der Verwaltung zu folgen hat. Geht man einmal davon aus, daß Einzelweisungen, von den Verwaltungsvorschlägen abzuweichen, nur in seltenen Einzelfällen erteilt werden,<sup>31</sup> dann dürfte sich der Vorschlag der Verbände dahin auswirken, daß künftig in allen Fällen, in denen Depotinstitute die Stimmrechtsvertretung ohne eigene Abstimmungsvorschläge anbieten und der Aktionär eine Dauervollmacht mit formularmäßiger Generalweisung erteilt hat, die Verwaltungsvorschläge die entsprechenden Stimmen erhalten.

2. Der damit verbundene tatsächliche Zuwachs an Verwaltungsmacht dürfte sich zwar in Grenzen halten, zum einen wegen der bereits oben (II. 2.) angestellten Erwägungen zur tatsächlichen Bedeutung des von den Sparkassen und Volksbanken verwalteten Aktienbesitzes, zum anderen in Anbetracht dessen, daß bereits bisher die Stimmen der Depotbanken ganz überwiegend im Sinne der Verwaltungsvorschläge ausgeübt wurden. Gleichwohl ist der Vorschlag einer entsprechenden Dauervollmacht mit formularmäßiger Generalweisung rechtspolitisch problematisch und weicht von bisher allgemein anerkannten Grundsätzen der Stimmrechtsvertretung ab. Für den vom Gesetzgeber inzwischen anerkannten Fall der Bevollmächtigung eines von der Gesellschaft selbst benannten Stimmrechtsvertreters (§ 134 Abs. 3 Satz 3 AktG) entspricht es der ganz herrschenden Auffassung, daß hier nicht eine allgemeine Vollmacht oder Ermächtigung seitens des Aktionärs genügt, sondern daß in entsprechender Anwendung des § 135 Abs. 1 S. 2 AktG ein solcher Stimmrechtsvertreter das Stimmrecht aufgrund der Vollmacht nur ausüben darf, soweit der Aktionär eine ausdrückliche Weisung zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung erteilt hat.<sup>32</sup> Dementsprechend verfährt auch die Praxis.<sup>33</sup> Der Grund dafür ist darin zu sehen, daß der von der Gesellschaft, d.h. der Verwaltung, benannte Stimmrechtsvertreter der Verwaltung zu nahe stehen und deshalb von der Vollmacht einen nicht im Aktionärsinteresse, sondern eher im Verwaltungsinteresse liegenden Gebrauch machen könnte. Durch das Aufführen der Verwaltungsvorschläge zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung in dem hierfür erforderlichen Formular und die Notwendigkeit, sich für oder gegen den jeweiligen Vorschlag zu entscheiden oder aber zu einer Enthaltung anzuweisen, wird dem Aktionär nicht nur die unkomplizierte Möglichkeit geboten, die Vollmacht in dem von ihm gewünschten Sinne zu konkretisieren und den

---

<sup>30</sup> Zu den Gründen s. Baums, Die AG 1996, S. 11, 13 li.Sp.

<sup>31</sup> Vgl. Baums/Fraune, Die AG 1995, S. 97, 110 Tabelle 17. Allerdings handelt es sich um Zahlen von 1992; eine neuere Untersuchung wäre wünschenswert.

<sup>32</sup> Nachweise hierzu bei Hüffer, AktG, 7. Auflage 2006, § 134 Rdz. 26 b.

<sup>33</sup> Butzke, in: Obermüller/Werner/Winden, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 4. Aufl. 2001, Rdz. 67; Ludwig, in: Happ, Aktienrecht, 2. Auflage 2004, S. 938 ff.

Bevollmächtigten entsprechend zu binden, sondern auch die Bedeutung der Vollmacht vor Augen geführt. Erteilt der Aktionär bewußt oder „rational apathisch“ keine Weisung, dann darf von der Vollmacht kein Gebrauch gemacht werden, auch dann nicht, wenn das Formular einen Hinweis enthält, daß mangels abweichender Weisung im Sinne der Verwaltungsvorschläge abgestimmt werde.

Diese Erwägungen müßten nun aber erst recht eingreifen, wenn ein Depotinstitut zwar nicht von der Verwaltung als Stimmrechtsvertreter benannt ist, sich jedoch dazu erbieht, ja, dazu verpflichtet, die Stimmen generell im Sinne der Verwaltungsvorschläge auszuüben, falls nicht eine besondere abweichende Weisung im Einzelfall erfolgt. Denn anders als im Fall eines von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreters, der auf der Basis einer Vollmacht ohne Weisungen immerhin frei und unabhängig im Aktionärsinteresse entscheiden könnte (und müßte), erklärt das Depotinstitut im Modell der Verbände ja von vorneherein und explizit, daß es sich, wenn es die Dauervollmacht mit formularmäßiger Generalweisung erhält, unbesehen dem Vorschlag der Verwaltung anschließen wird, wenn ihm keine abweichende Weisung im Einzelfall erteilt wird. Dann kann es aber, wenn man folgerichtig verfahren will, nicht dabei bewenden, daß das Depotinstitut dem Aktionär die Verwaltungsvorschläge zu den einzelnen Tagesordnungspunkten unterbreitet mit der Bitte, Weisungen für, gegen oder im Sinne einer Enthaltung zu den einzelnen Punkten zu erteilen, um dann, wenn der Aktionär sich weder in dem einen oder anderen Sinne äußert, im Sinne der Verwaltungsvorschläge abzustimmen. Der Hinweis im Formular, daß das Depotinstitut entsprechend verfahren wird, mag zwar dazu führen, daß einzelne Aktionäre hiermit dann auch einverstanden sind und im Hinblick darauf entsprechende Weisungen und die Rücksendung des Formulars unterlassen. In vielen Fällen wird der „rational apathische“ Aktionär diesen Hinweis und vielleicht das ganze Weisungsformular aber nicht beachten. Sein Verhalten aufgrund der irgendwann erteilten Dauervollmacht mit einer womöglich in den allgemeinen Geschäftsbedingungen versteckten<sup>34</sup> generellen Weisung als Zustimmung zu den Verwaltungsvorschlägen zu werten verschafft diesen Vorschlägen nicht viel mehr als eine Scheinlegitimation. Eine technisch einfache und zugleich ehrliche Lösung wäre die, dem Aktionär die Weisungsvorschläge im Vollmachtsformular für das Depotinstitut zu übermitteln und ihn zu bitten, sich zu den Vorschlägen der Verwaltung mit „ja“, „nein“, „Enthaltung“ oder mit Gegenanträgen zu äußern, und dieses Formular zurückzufordern. Freilich hätte dies nicht den gewünschten Effekt einer Präsenzsteigerung auch um die Stimmen der „apathischen“ Aktionäre. Und es wäre auch in diesem Modell - wie im Vorschlag der Verbände - das weitere Petitum außer Acht gelassen, daß die Verwaltungsvorschläge im Licht der Interessen der Aktionäre evaluiert und dem Aktionär notfalls Alternativvorschläge unterbreitet werden sollten. Darauf ist im Folgenden einzugehen.

#### IV.

1. Unabhängige Informationsintermediäre, die die Verwaltungsvorschläge analysieren, bewerten und erforderlichenfalls Alternativen aufzeigen, sind nicht nur wegen des Informationsgefälles besonders zwischen Kleinanleger und Verwaltung bedeutsam, sondern auch wegen der damit verbundenen Synergieeffekte, also der Kostenersparnisse, die sich ergeben, wenn diese Dienstleistung einzelnen professionellen Anbietern überlassen werden kann, statt dies jeden einzelnen Aktionär erledigen zu lassen. Im überkommenen deutschen System der Stimmrechtsvertretung ist diese Dienstleistung von den Depotinstituten erbracht worden. Ausländische institutionelle Investoren und jetzt auch die deutschen Kapitalanlagegesellschaften bedienen sich bankunabhängiger Stimmrechtsberater.<sup>35</sup> Auch

<sup>34</sup> Vgl. die Erläuterung zu § 135 Abs. 5 des Vorschlags im Positionspapier vom 23. 7. 2007 (Fn. 1).

<sup>35</sup> Vgl. Fn. 11.

Aktionärsvereinigungen (DSW, SdK) bieten zunehmend diese Dienstleistung an.<sup>36</sup> Wird, dem Vorschlag der Verbände folgend, künftig das professionelle Einwerben von Stimmrechtsvollmachten durch Depotinstitute von der Pflicht, eigene Stimmrechtsvorschläge zu entwickeln, abgekoppelt und statt dessen ausschließlich auf die Verwaltungsvorschläge verwiesen, dann entfällt damit nicht nur die – wie auch immer qualitativ zu bewertende – Analyse der Verwaltungsvorschläge seitens der Depotinstitute, sofern sie diese Dienstleistung nicht weiterhin freiwillig erbringen. Sondern es entfällt für den durchschnittlichen Privatanleger auch die einfache Möglichkeit, zwischen den Verwaltungsvorschlägen und den Vorschlägen seines Informationsintermediärs zu wählen. Erst recht steht diese Wahl nicht demjenigen Aktionär offen, der dem von der Verwaltung benannten Stimmrechtsvertreter Vollmacht erteilt; der bloße Hinweis in den Einberufungsunterlagen<sup>37</sup> darauf, daß der Aktionär sich auch durch Aktionärsvereinigungen vertreten lassen kann (§ 125 Abs. 1 S. 2 AktG), ist gut gemeint, ersetzt aber die Aufnahme alternativer Vorschläge in das Vollmachten- oder Weisungsformular keineswegs. Die Frage ist, ob diese Entwicklung, die sich im Fall der „Deregulierung“ des Depotstimmrechts im Sinne des Vorschlags der Verbände, aber vor allem auch dann ergeben wird, wenn künftig die Emittenten zunehmend unmittelbar mit ihren (Namens-)Aktionären in Kontakt treten<sup>38</sup> und Verwaltungsstimmrechtsvollmachten einwerben, einfach hingenommen werden sollte, oder ob hier flankierende Maßnahmen geboten sind. Der Hinweis darauf, daß etwa im U.S.-amerikanischen Recht das Management die Stimmrechtsvollmachten sogar für sich selbst einwirbt („proxies“),<sup>39</sup> ohne daß auf abweichende Vorschläge unabhängiger Informationsintermediäre hingewiesen werden müsse, verschlägt hier nicht, weil das Proxy-System nicht isoliert, sondern im Zusammenhang mit ganz anderen Managementkontrollinstrumenten bis hin zu „proxy contests“<sup>40</sup> gesehen werden muß, die bisher im deutschen Recht fehlen. Dem Vorschlag der Verbände näher steht das schweizerische Recht. Dort folgt das Depotinstitut, wenn der Aktionär keine spezielle Weisung erteilt, den Anträgen der Verwaltung (Art. 689 d OR). Immerhin muß aber jedenfalls die Gesellschaft, wenn sie für ein Organmitglied oder eine andere abhängige Person Stimmrechtsvollmachten einwirbt, zugleich eine unabhängige Person bezeichnen, die von den Aktionären mit der Vertretung beauftragt werden kann (Art. 689 c OR).<sup>41</sup>

2. Die Regierungskommission Corporate Governance, die sich mit dem Vollmachtstimmrecht der Depotinstitute ausdrücklich nicht befaßt hat,<sup>42</sup> hat – vor allem im Hinblick auf die damals gerade einsetzende Praxis der Benennung von Stimmrechtsvertretern durch die Verwaltung – empfohlen, im Corporate Governance-Kodex eine Pflicht der Gesellschaften vorzusehen, neben den Verwaltungsvorschlägen Abstimmungsvorschläge derjenigen professionellen Stimmrechtsvertreter in das Vollmachtenformular aufzunehmen, die

---

<sup>36</sup> Zur SdK vgl. [www.hv-info.de](http://www.hv-info.de) sub „Abstimmungsverhalten“. Die DSW veröffentlicht seit diesem Jahr ihre Abstimmungsvorschläge für die DAX-Gesellschaften; vgl. <http://www.dsw-info.de/Abstimmungsverhalten-der-DSW.846.0.html>. Lt. Auskunft der DSW ist geplant, dies im kommenden Jahr auf die anderen Indices auszudehnen.

<sup>37</sup> Im Fall des von der Depotbank vertretenen Aktionärs außerdem auch in dem Ersuchen der Bank um eine Bevollmächtigung; § 135 Abs. 2 S. 5 i.V. mit § 125 Abs. 1 S. 2 AktG.

<sup>38</sup> Vgl. zu dieser Entwicklung oben Text zu Fn. 18.

<sup>39</sup> Darstellung etwa bei Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2006, S. 398 ff.

<sup>40</sup> Eingehend dazu Robert F. Thoma, Der Wettbewerb um Stimmen im US-amerikanischen und deutschen Aktienrecht (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 75), 2005.

<sup>41</sup> Eingehende Darstellung der Vorschriften bei Ruoff, Stimmrechtsvertretung, Stimmrechtsermächtigung und Proxy-System, 1999, S. 74 ff; vgl. auch die rechtsvergleichenden Übersichten bei Baums/Wymeersch (Hrsg.), Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States (1999); Bernd C. Becker, Die institutionelle Stimmrechtsvertretung der Aktionäre in Europa, 2001; Winkler, Das Stimmrecht der Aktionäre in der Europäischen Union, 2006.

<sup>42</sup> Zu den Gründen Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 121.

auf der letzten Hauptversammlung Stimmrechte für Aktionäre ausgeübt haben.<sup>43</sup> Damit sollte der „Wettbewerb um Stimmrechte“ und eine Entwicklung hin zu von der Verwaltung unabhängigen Stimmrechtsvertretern unterstützt werden.<sup>44</sup> Wird das Depotstimmrecht dereguliert, indem den Depotinstituten freigestellt wird, eigene Vorschläge auszuarbeiten, sie aber gleichwohl zur Stimmrechtsvertretung befugt bleiben, dann sollte die Verpflichtung, neben den Vorschlägen der Verwaltung auch die Vorschläge professioneller, unabhängiger Stimmrechtsberater in das Vollmachts-(Weisungs-)formular aufzunehmen, dem Vorschlag der Regierungskommission entsprechend auch auf sie erstreckt werden. Insofern, was diese Verpflichtung betrifft, bedarf es keiner darauf abzielenden gesetzlichen Regelung. Für die Einwerbung der „Verwaltungsvollmachten“ könnte dies, wie von der Regierungskommission vorgeschlagen, aber bislang nicht umgesetzt wurde, im Deutschen Corporate Governance – Kodex festgelegt werden, und für die Depotinstitute, die sich um Stimmrechtsvollmachten bemühen, aber keine eigenen Vorschläge mehr ausarbeiten müssen und dies auch nicht wollen, in den Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte.

Dem Vernehmen nach ist diese Empfehlung der damaligen Regierungskommission bislang deshalb nicht in den Corporate Governance – Kodex aufgenommen worden, weil sich die Frage stelle, wie sich der Kreis derjenigen unabhängigen professionellen Stimmrechtsberater abgrenzen lasse, auf deren Vorschläge verwiesen werden solle. Insofern dürfte eine einfache Abgrenzung genügen, zB (neben dem Verweis auf die Verwaltungsvorschläge) ein Verweis auf die Vorschläge derjenigen zwei vom Emittenten unabhängigen Aktionärsvereinigungen oder Personen, die sich geschäftsmäßig gegenüber Aktionären zur Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung erboten und auf der letzten Hauptversammlung die meisten Stimmen vertreten haben.<sup>45</sup> Eine „Akkreditierung“ professioneller Stimmrechtsberater durch die BAFin, wie sie gelegentlich in diesem Zusammenhang befürwortet wurde, ist nicht zu befürworten; nach geltendem Recht kommt sie – als Geschäftserlaubnis - auch nicht in Betracht, da es sich bei der Ausarbeitung von Abstimmungsvorschlägen weder um ein Bankgeschäft noch um eine Finanzdienstleistung handelt.<sup>46</sup>

Zentrale Voraussetzung für das Funktionieren dieses Modells, das sowohl für die Stimmrechtsvollmachten der Depotinstitute wie für die Vollmachten der von der Verwaltung benannten Stimmrechtsvertreter gelten würde, ist freilich, daß solche unabhängigen Abstimmungsvorschläge, die dann neben den Verwaltungsvorschlägen in das Vollmachtsformular aufgenommen werden müßten, überhaupt zur Verfügung stehen. Derzeit sind die Abstimmungsvorschläge von SdK und DSW (noch) kostenlos zugänglich, während die professionell tätigen Stimmrechtsberater der institutionellen Anleger hierfür Gebühren fordern. Werden diese Abstimmungsvorschläge der Aktionärsvereinigungen auf Dauer frei zugänglich sein können, weil ihren Vorschlägen mit der Aufnahme in die Verwaltungs- und Depotvollmachtsformulare eine erhebliche Bedeutung zuwächst, für das die Mitglieder dieser Vereinigungen bereit sind zu zahlen? Oder sollte es sich dabei nur um kostenlose „Einführungsangebote“ der Aktionärsvereinigungen handeln, die aus anderen Bereichen quersubventioniert werden müssen, und deshalb irgendwann nur mehr gegen eine Vergütung angeboten werden? Wie sollten Gesellschaften und Depotinstitute dann verfahren? Wären die Depotinstitute dann bereit, die Aktionärsvereinigungen für das Erarbeiten der Abstimmungsvorschläge zu vergüten? Oder muß dann doch auf den Vorschlag eines

---

<sup>43</sup> Bericht, a.a.O. (Fn. 42), Rdz. 123.

<sup>44</sup> Bericht, a.a.O. (Fn. 42), Rdz. 122 a.E.

<sup>45</sup> Hier könnte man auch an andere Abgrenzungen denken, zB einfach Verweis auf die Vorschläge einer anerkannten unabhängigen Aktionärsvereinigung.

<sup>46</sup> Zur Klarstellung: Bieten solche Stimmrechtsberater außerdem an, die Stimmen für andere aus deren Aktien auszuüben, handelt es sich um ein „Bankgeschäft“ im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG, vorausgesetzt allerdings, daß diese Tätigkeit gewerblich ausgeübt wird; vgl. Fülbier, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 2. Auflage 2004, § 1 Rdz. 68. Gemeinnützige Aktionärsvereinigungen werden nicht gewerblich tätig.

Präsenzbonus<sup>47</sup> zurückgegriffen werden, der hierfür eingesetzt werden könnte? Vielleicht erwägen die Bankenverbände, die den Vorschlag zur Deregulierung des Depotstimmrechts vorgelegt haben, ja auch, ob sie selbst die Stimmrechtsberatung (Ausarbeiten von Weisungsvorschlägen) für ihre Mitgliedsinstitute übernehmen, die dann ihrerseits von einer eigenen Prüfungspflicht freigestellt werden müßten, und ob sie die Kosten für das Erarbeiten der Vorschläge auf die Mitgliedsinstitute umlegen. Diese Fragen sind an dieser Stelle nicht zu beantworten. Festzuhalten ist nur, daß der Vorschlag der Verbände hierzu nichts enthält.

3. Der Gesetzgeber könnte sich jedenfalls auf Folgendes beschränken: Er könnte es grundsätzlich bei der bisherigen Regelung des § 128 Abs. 2 AktG belassen, den Depotinstituten jedoch gestatten, statt eigener Vorschläge für die Ausübung des Stimmrechts die einer Aktionärsvereinigung im Sinne der §§ 128 Abs. 5, 135 Abs. 9 AktG oder eines vom Emittenten unabhängigen Stimmrechtsberaters neben den Verwaltungsvorschlägen in das Vollmachtsformular aufzunehmen. Dabei müßte klargestellt werden, daß die Depotinstitute keine eigene teure Pflicht zur Prüfung dieser Vorschläge trifft. Es läge dann bei den Depotinstituten zu entscheiden, ob sie die Stimmrechtsvertretung gar nicht anbieten; ob sie die Vertretung ihrer Depotkunden mit eigenen Abstimmungsvorschlägen anbieten; oder ob sie die Vertretung ihrer Depotkunden in der Form anbieten, daß sie außer auf die Vorschläge der Verwaltung auch auf die Abstimmungsvorschläge einer Aktionärsvereinigung bzw. eines unabhängigen Stimmrechtsberaters verweisen. Sind deren Vorschläge nur gegen eine Vergütung erhältlich, müßten die Depotinstitute (bzw. ihre Verbände) entscheiden, ob und zu welchem Preis sie hierzu bereit sind.

Europarechtlich bestehen, wie angefügt werden mag, gegen eine solche (De-)Regulierung des Verhältnisses zwischen dem Depotinstitut, das die Stimmrechte aus den Aktien seiner Depotkunden ausüben will, und dem Aktionär auch in Zukunft, im Licht der demnächst umzusetzenden Aktionärsrichtlinie,<sup>48</sup> keine Bedenken. Übt das Depotinstitut Stimmrechte aus Aktien seiner Kunden nicht als im Aktienregister eingetragener, formell legitimer Namensaktionär (vgl. §§ 67 Abs. 2, 135 Abs. 7 AktG), sondern kraft Vollmacht aus, ist nicht Art. 13 der Aktionärsrichtlinie, sondern ihr Art. 10 anzuwenden. Das Gebot an einen Stimmrechtsvertreter (Depotinstitut), dem Kunden entweder eigene Weisungsvorschläge zu unterbreiten oder neben den Vorschlägen der Verwaltung auf die einer Aktionärsvereinigung oder eines unabhängigen Stimmrechtsberaters zu verweisen, stellt aber (im Sinne von Art. 10 Abs. 1 S. 3 der Richtlinie) keine „Einschränkung in Bezug auf die Person dar, die als Vertreter bestellt werden kann“; diese Regelung will nur generelle „Wählbarkeitsbeschränkungen“ ausschließen.<sup>49</sup> Ferner ist eine solche Regelung auch nicht mit Art. 10 Abs. 3 der Richtlinie unvereinbar. In dieser Vorschrift heißt es zwar, daß die Mitgliedstaaten die Ausübung der Rechte der Aktionäre durch Vertreter zu keinem anderen Zweck beschränken dürfen als zur Regelung möglicher Interessenkonflikte zwischen dem Vertreter und dem Aktionär, in dessen Interesse der Vertreter zu handeln hat; und die Pflicht, eigene Weisungsvorschläge auszuarbeiten bzw. auf Abstimmungsvorschläge Dritter zu verweisen, gehört nicht zur Regelung von Interessenkonflikten zwischen dem Vertreter und dem Aktionär. Hier ist aber zu beachten, daß Art. 10 Abs. 3 der Richtlinie ausschließlich das (Außen-)Verhältnis zwischen Emittent und Aktionär betrifft. Die Vorschrift will nur in diesem Verhältnis „Beschränkungen der Ausübung der Rechte der Aktionäre durch Vertreter“

---

<sup>47</sup> Dazu Nachweise oben Fn. 17.

<sup>48</sup> Vgl. Fn. 4.

<sup>49</sup> Wie sie sich etwa im französischen Recht finden; vgl. Art. L. 225-106 Abs. 6, 225-107-1 C.d.C (als Stimmrechtsvertreter sind wählbar nur Mitaktionäre, Ehegatten oder seit 2002 registrierte Intermediäre). Der englische Text der Richtlinie ist hier eindeutiger: „Member States shall abolish any legal rule which restricts, or allows companies to restrict, the *eligibility* of persons to be appointed as proxy holders.“

weitgehend ausschließen.<sup>50</sup> Pflichten im (Innen-) Verhältnis zwischen Depotinstitut und Aktionär sowie Verstöße hiergegen schlagen aber nach deutschem Recht nicht auf die Ausübung der Rechte durch das bevollmächtigte Depotinstitut, auf das Außenverhältnis, durch (§§ 243 Abs. 3 Nr. 1, 135 Abs. 6 AktG); sie stellen keine „Beschränkung der Ausübung der Rechte der Aktionäre durch Vertreter“ im Sinne von Art. 10 Abs. 3 der Aktionärsrichtlinie dar.

## V.

*Zusammenfassend* ist Folgendes festzuhalten: Dem Vorschlag der Verbände sollte in seiner gegenwärtigen Form nicht gefolgt werden. Er würde voraussichtlich nicht zu einer maßgeblichen Erhöhung der Präsenzen führen. Rechtspolitisch bedenklich erscheint, daß die Depotinstitute sich verpflichten, auf der Basis einer Dauervollmacht mit einer u.U. in den Geschäftsbedingungen versteckten generellen Weisung unbesehen den Verwaltungsvorschlägen zu folgen.

Überzeugend am Vorstoß der Verbände erscheint aber, daß künftig darauf verzichtet werden sollte, daß jedes Depotinstitut, das Stimmrechte von Aktionären vertreten will, entweder selbst Abstimmungsvorschläge erarbeiten oder die Vorschläge eines Zentralinstituts oder Stimmrechtsberaters kostenintensiv prüfen muß. Vielmehr sollte der Gesetzgeber den Depotinstituten ermöglichen, ohne eigene Prüfungspflicht im Vollmachtsformular neben den Vorschlägen der Verwaltung auf die Abstimmungsvorschläge einer anerkannten Aktionärsvereinigung oder eines unabhängigen Stimmrechtsberaters zu verweisen. Dies könnte den Wettbewerb um Aktionärsstimmen beleben und auch dazu beitragen, den Stimmen inländischer Privatanleger auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften wieder stärker Gehör zu verschaffen. Eine solche Vorgabe wäre mit der demnächst umzusetzenden Aktionärsrichtlinie der EU vereinbar.

Eine entsprechende Empfehlung, auf die Abstimmungsvorschläge einer anerkannten Aktionärsvereinigung oder eines unabhängigen Stimmrechtsberaters zu verweisen, sollte im Corporate Governance Kodex für Gesellschaften festgelegt werden, die den Aktionären einen Stimmrechtsvertreter benennen.

---

<sup>50</sup> Auch hier ist der englische Text klarer als der deutsche: „...Member States shall not restrict or allow companies to restrict the exercise of shareholders rights through proxy holders....“.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards              The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)



- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan  
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?  
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay  
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?  
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie  
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT