

## Die Aktionärsrechte-Richtlinie

### Inhaltsübersicht

- |   |                                    |
|---|------------------------------------|
| I. Entstehung und Hintergrund der Richtlinie    | 4. Fernteilnahme                   |
| 1. Binnenmarkt für Kapital und die Ware „Aktie“ | 5. Legitimation                    |
| 2. Die Vorbereitung der RL                      | 6. Transparenz                     |
| II. Inhalt und Umsetzung der Richtlinie         | III. Bewertung der Richtlinie      |
| 1. Einberufung                                  | 1. Internationalisierung           |
| 2. Stimmrechtsvertretung                        | 2. Institutionalisierung           |
| 3. Fragerecht                                   | 3. Mediatisierung                  |
|   | 4. Funktionen der Hauptversammlung |
|   | 5. Fazit                           |

### I. Entstehung und Hintergrund der Richtlinie

#### 1. Binnenmarkt für Kapital und die Ware „Aktie“

Im vergangenen Jahr wurde das 50er-Jubiläum der Römischen Verträge ausgiebig gewürdigt. Die Europäische Union hat das Ziel des gemeinsamen Binnenmarktes weithin erreicht. Der Käufer auf dem europäischen Waren-Binnenmarkt kann mit Blick auf Verbraucherschutz und Produktsicherheit von einem hohen Standard ausgehen<sup>1</sup>. Diese Gewähr hat der Käufer auf dem europäischen *Kapital-Binnenmarkt* bislang noch nicht. Er erwirbt mit der Aktie ein Produkt, dessen Eigenschaften überwiegend von der mitgliedstaatlichen Rechtsordnung festgelegt werden. Stimmrechte, Rederechte, Informationsrechte, Teilnahmerechte, Anfechtungsrechte sind in jedem der 27 Mitgliedstaaten anders geregelt, wobei die Gesellschaftssatzungen die Vielfalt noch potenzieren. Bei dieser Lage hat ein „dänischer Anleger in Kopenhagen nicht die geringste Chance, seine Beteiligungsrechte als Aktionär der italienischen *Sozieta per Azioni* auszuüben ...; ehe der belgische Aktionär davon erfährt, hat die Hauptversammlung seiner Gesellschaft in Madrid längst stattgefunden“<sup>2</sup>.

Der Befund ist eindeutig: Die Portfolios der Anleger werden immer internationaler<sup>3</sup>. Der zuständige Referatsleiter der EU-Kommission gibt an, dass 30 %

1 *Westermann* in Grundmann/Medicus/Rolland (Hrsg.), Europäisches Kaufgewährleistungsrecht, 2000, S. 251 ff.; *ders.* in Schulze/Schulte-Nölke (Hrsg.), Die Schuldrechtsreform vor dem Hintergrund des Gemeinschaftsrechts, 2001, S. 109.

2 *Lutter*, ZGR 2000, 1, 11.

3 Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.), DAX-Aktionärsstrukturen, 2005, S. 7, 19; Bericht des Bundesministeriums der Justiz über Stimmrechtsfragen, NZG 2004, 948, 950; *Winkler*, Das Stimmrecht der Aktionäre in der Europäischen Union, 2006, S. 3 f.; *Noack*, ZIP 2005, 325, 326; *Seibert* BB 1998, 2536, 2538 f.

des Kapitals von börsennotierten Gesellschaften durch im Ausland ansässige Aktionäre gehalten werden<sup>4</sup>. Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999–2005) der Kommission hatte das Funktionieren des einheitlichen grenzüberschreitenden Kapitalmarkts zum Ziel. Doch die gesellschaftsrechtliche Flanke blieb bislang offen. Die Verwaltungsrechte aus den erworbenen Aktien sind grenzüberschreitend sehr schwierig auszuüben<sup>5</sup>. Letztlich schwächen diese Hindernisse für die Wahrnehmung des Stimmrechts sowohl die Bereitschaft zu einer weiteren Investition auf dem europäischen Kapitalmarkt als auch die nationalen Corporate Governance-Strukturen, weil die Beteiligung (Präsenz) an den Hauptversammlungen zurückgeht<sup>6</sup>. Grundregeln über die Information und Teilnahme der Aktionäre, die in allen Aktienrechten der Mitgliedstaaten gelten, sollen einen Mindeststandard schaffen.

Die Gretchenfrage der europäischen Rechtspolitik war und ist auch im Bereich der Aktionärsbefugnisse: Harmonisierung oder Wettbewerb der Rechtsordnungen<sup>7</sup>? Nach einem Schub der Rechtsvereinheitlichung (Publizität, Kapital, Rechnungslegung) hat sich schon ab den siebziger Jahren – parallel zum Mitgliederzuwachs der Gemeinschaft – Skepsis breitgemacht. Der ambitionierte Vorschlag einer Strukturrichtlinie<sup>8</sup>, der u. a. die Einführung eines Auskunftsrechts vorsah, ist nach zwei Versuchen (1972/1983) gescheitert. Der EU gelangen gesellschaftsrechtlich nur noch Richtlinien an der Peripherie, etwa zur Einpersonen-Gesellschaft. Die Musik spielt seither im Kapitalmarktrecht (Übernahme, Transparenz, Insider). Umso bemerkenswerter ist die 2007 beschlossene *Richtlinie über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften*<sup>9</sup>. Diese Richtlinie vereinheitlicht im Wesentlichen einige Regeln über die Ankündigung der Hauptversammlung und über die Ausübung des Stimmrechts. Die Richtlinie betrifft allerdings nur Aktiengesellschaften (inkl. der SE), „deren Aktien zum Handel an einem (...) geregelten Markt zugelassen sind“ (Art. 1 Abs. 1).

4 Desaulx, Finanzplatz Nr. 2, 2006, S. 18 (via [www.dai.de](http://www.dai.de) >Publikationen).

5 *Cross-Border Voting in Europe* – Final report of the Expert Group on Cross Border Voting in Europe, August 2002, abrufbar unter: [www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/gesetz.shtml](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/gesetz.shtml); Baums/Wymeersch (eds.), *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, 1999; Lutter, ZGR 2000, 1, 10 f.; Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), *Eine rechtsvergleichende Studie über Minderheitenrechte der Aktionäre sowie Stimmrechtsausübung und -vertretung in Europa*, 1999, S. 95 ff.; Becker, *Die institutionelle Stimmrechtsvertretung der Aktionäre in Europa*, 2001; Winkler (Fn. 3), passim; Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2004, § 12.

6 Das ist zurzeit ein besonderes Thema in Deutschland. Waren bei den 30 DAX-Gesellschaften 1998 noch durchschnittlich 61 Prozent des stimmberechtigten Kapitals auf den Hauptversammlungen vertreten, waren es in 2006 nur noch rund 49 Prozent. Zahlen bei <http://www.dsw-info.de/> (Hauptversammlungspräsenzen). Zur Entwicklung Dauner-Lieb, WM 2007, 9 ff.

7 Kieninger, *Wettbewerb der Rechtsordnungen im Europäischen Binnenmarkt*, 2002; Grundmann, ZGR 2001, 783; Merkt, *RabelsZ* 59 (1995), 545.

8 ABl. 1972, Nr. C 131/49.

9 RL 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11.7.2007, ABl. 2007 Nr. L 184/17; dazu (nach Manuskriptabschluss) *Zetzsche*, NZG 2007, 686.

Die aus den siebziger Jahren des vorigen Jahrhunderts stammende Vorstellung, sowohl die Finanzverfassung als auch die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft zu „harmonisieren“, hat sich – wenn man so will – nur zur Hälfte durchgesetzt. Die erfolgreiche Hälfte ist die Normierung der Finanzverfassung, geregelt in der Kapitalrichtlinie von 1976 und reformiert 2006<sup>10</sup>. Die andere Hälfte blieb ohne europarechtliches Fundament. Jedoch wird durch andere Richtlinien ein wesentliches Strukturelement der Verfassung der Aktiengesellschaften in Europa festgelegt: es muss eine Hauptversammlung der Aktionäre geben. Diese befindet über Kapitalmaßnahmen (Kapitalrichtlinie 1976)<sup>11</sup>, über die Spaltung (Spaltungsrichtlinie 1982) und die internationale Fusion (Verschmelzungsrichtlinie 2005). Die Aktionärsrechterichtlinie des Jahres 2007 setzt die Existenz der Hauptversammlung als selbstverständlich voraus (zu deren zwei Bedeutungen unten III.4.).

Nicht nur die Hauptversammlung als notwendiges Beschlussorgan, sondern auch das Stimmrecht des Aktionärs als Teilhabeinstrument ist im europäischen Sekundärrecht fest verankert. Die neue Aktionärsrechterichtlinie formuliert detaillierte Leitlinien für die Wahrnehmung des Stimmrechts. Ihr geht es um die individuelle Ausübung und deren Erleichterung, während bei den Transparenz- und Übernahmerichtlinien die kollektive Wirkung der Stimmrechtsmacht ganz im Vordergrund steht. Die Transparenzrichtlinien (1988 und 2004) verlangen die Meldung und Offenlegung von Stimmrechtsquoten. Die Transparenzrichtlinie 2004 verlangt zudem, dass der Emittent über die Hauptversammlung und die Rechte der Aktionäre bezüglich der Teilnahme informiert (Art. 17 Abs. 2). Die Übernahmerichtlinie (2004) befasst sich mit der Wirkung von Stimmrechten in der Übernahmephase, insbesondere mit Höchst-, Mehrstimmrechten und Stimmbindungen (Art. 10–12). Nimmt man auch noch die Rechtsprechung des EuGH zu den „Golden Shares“ der öffentlichen Hand in den Blick<sup>12</sup>, so zeigt sich, dass dort das Stimmrecht als wesentliche Funktion der primärrechtlichen Kapitalverkehrsfreiheit verstanden wird. Für die geschilderten Regelungen über Stimmrechte und Hauptversammlung trifft das von *Lutter* über das europäische Unternehmensrecht gezeichnete Bild zu, wonach es sich entwickelt wie Sandbänke und Dünen, aus denen Inseln sich bilden, die sodann Anschluss an das feste Land suchen<sup>13</sup>.

10 EG-RL 2006/86; dazu etwa (für das deutsche Recht) *R. Freitag*, AG 2007, 157; *Oechsler*, ZHR 170 (2006), 72; *Schmolke*, WM 2005, 1828 ff.

11 Die Kompetenz der Hauptversammlung während EuGH v. 12.3.1996 – Rs. C-441/93 – *Pafitis*; EuGH v. 12.5.1998 – Rs. C-367/96 – *Kefalas*.

12 *Grundmann/Möslein*, ZGR 2003, 317; *Ruge*, EuZW 2002, 421; *Spindler*, RIW 2003, 850.

13 *Lutter*, Europäisches Unternehmensrecht, ZGR Sonderheft 1, 4. Aufl. 1996, S. 4.

## 2. Die Vorbereitung der RL

Die im Juli 2007 verabschiedete Richtlinie wurde im Vorjahr als Vorschlag der Kommission präsentiert<sup>14</sup>. Dieser Vorschlag kam entsprechend dem neuen Stil der europäischen Normgebung nicht aus heiterem Himmel, sondern zeichnete sich seit der Jahrtausendwende ab. Die damals eingesetzte *High Level Group of Corporate Experts* befürwortete in ihrem 2002 vorgelegten Bericht<sup>15</sup> eine entsprechende legislative Initiative für grundlegende Aktionärsrechte. Diesem Petition entsprach der Aktionsplan der Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003)<sup>16</sup>. Danach sollte kurzfristig verbessert werden „die Wahrnehmung einer Reihe anderer Rechte, die den Aktionären in börsennotierten Gesellschaften zustehen (Fragerecht, Recht auf Vorlage von Beschlüssen, Recht auf Briefwahl oder auf die Teilnahme an Hauptversammlungen auf elektronischem Wege)“. Zwei umfängliche internetgestützte öffentliche Konsultationen<sup>17</sup> in den Jahren 2004 und 2005 bereiteten den Vorschlag vor. Die neu eingerichtete *Advisory Group on Corporate Governance and Company Law*, die sich aus 20 Sachverständigen zusammensetzt<sup>18</sup>, wurde ebenfalls mit dem Vorhaben befasst. Die Kommission hat eine begleitende Folgenabschätzung (*impact study*) erstellt und will 3 Jahre nach Umsetzung der Richtlinie eine Evaluation vornehmen.

Der eigentliche Gesetzgebungsgang des im Januar 2006 vorgelegten Entwurfs einer Richtlinie „über die Ausübung der Stimmrechte durch Aktionäre von Gesellschaften, die ihren eingetragenen Sitz in einem Mitgliedstaat haben und deren Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind“ (so die ursprüngliche Betitelung) verlief effizient und relativ zügig. Die österreichischen, finnischen und deutschen Präsidenschaften waren auf Ratsseite für das Beratungsprozedere zuständig, während im Europäischen Parlament die beiden deutschen Abgeordneten *Klaus Heiner Lehne* und *Wolfgang Klitz* für den Rechtsausschuss und für den Wirtschaftsausschuss rapportierten. Ohne öffentlich wahrnehmbare Diskussion wurde das Projekt auf Fachebene vorangebracht, so dass schließlich Mitte Februar 2007 das Europäische Parlament in nur einer Lesung zustimmen konnte. Die „beteiligten Kreise“ haben selbstverständlich währenddessen ein intensives Lobbying gepflegt, dessen markantes-

14 Dazu *Siems*, EBOR 2005, 539; *Spindler*, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 37 ff.; *Grundmann/Winkler*, ZIP 2006, 1421; *J. Schmidt*, BB 2006, 1641; *Wand/Tillmann*, AG 2006, 443; *Noack*, NZG 2006, 321; *Noack/Beurskens*, GPR 2006, 88.

15 [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/modern/report_de.pdf). Experte aus Deutschland war *Klaus Hopt*.

16 [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/company/company/modern/index.htm#plan](http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/company/modern/index.htm#plan). Dazu aus der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur etwa *Habersack*, NZG 2004, 1 ff.; *Wiesner*, ZIP 2003, 977; *Maul/Lanfermann/Eggenhofer*, BB 2003, 1289; *Bayer*, BB 2004, 1, 5 ff.

17 [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/shareholders/index\\_de.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/shareholders/index_de.htm).

18 Aus Deutschland *Theodor Baums* und *Daniela Weber-Rey*; s. [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/advisory/index\\_de.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/advisory/index_de.htm).

ter Erfolg aus Sicht des deutschen BDI in der Streichung eines der Hauptversammlung vorgelagerten Fragerechts bestand (unten II.3.).

## II. Inhalt und Umsetzung der Richtlinie

Die bis August 2009 umzusetzende Richtlinie betrifft individuelle Aktionärsrechte im Zusammenhang mit der Hauptversammlung. Zunächst ist festzuhalten, dass die Richtlinie einen Minimalstandard einführen wird, aber darüber hinausgehende Regelungen der Mitgliedstaaten nicht hindert. Dies stellt Art. 3 klar, wonach die Ausübung der in der Richtlinie genannten Aktionärsrechte „erleichtert“ werden kann. So kann etwa das deutsche Recht der Gegenanträge (§ 126 AktG) ungeschoren bestehen bleiben.

Die Richtlinie „über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären“ behandelt folgende Gegenstände: das Stimmrecht und dabei insbesondere das Recht auf Vertretung; das Recht auf Information, welches als Fragerecht des Einzelnen und als Bringschuld der Gesellschaft bestimmt ist. Der Schwerpunkt liegt auf der Beziehung Aktionär – Gesellschaft, während das Verhältnis des Aktionärs zu seinem Vertreter nur am Rande geregelt wird. Zu Sanktionen äußert sich die Richtlinie überhaupt nicht. Sie stellt in Art. 14 Abs. 3 lediglich klar, dass die „Möglichkeit einer späteren rechtlichen Anfechtung des Abstimmungsergebnisses“ nicht berührt wird. Es gilt der vom EuGH unter Verweis auf Art. 10 EGV festgestellte Grundsatz, dass Regeln zur Umsetzung von Richtlinien effizient sanktioniert sein müssen. Das ist in Deutschland durch die Nichtigkeits- und Anfechtungsvorschriften der §§ 241 ff. AktG allemal der Fall.

Materielle Aktionärsbefugnisse werden in der Richtlinie nicht formuliert, da dies eine Veränderung des mitgliedstaatlich geordneten Corporate Governance-Gefüges zur Folge hätte. Ob die Hauptversammlung omnipotent oder kompetenzkarg ist, ist kein Regelungsgegenstand. Deutschland wird also mit seiner Holzmüller/Gelatine-Problematik<sup>19</sup> ohne europäische Vorgabe fertig werden müssen.

### 1. Einberufung

Die Gesellschaft muss spätestens am 21. Tag vor der Hauptversammlung einberufen. Insofern ist das deutsche Recht, das sogar 30 Tage verlangt (§ 121 Abs. 1 AktG), richtlinienkonform. Die Art und Weise der Einberufung ist in der Endfassung der RL nicht ausdrücklich vorgeschrieben; es heißt dort nur, sie sei in einer Form vorzunehmen, „die in nicht diskriminierender Weise einen schnellen Zugang zu ihr gewährleistet“.

a) Die Vorgaben zur Einberufung der Hauptversammlung waren besonders umstritten. Das ist nicht verwunderlich, denn die Systeme der Information über die Hauptversammlung sind in den Mitgliedstaaten höchst unterschiedlich

---

<sup>19</sup> BGHZ 83, 122; BGHZ 159, 30.

gestaltet. Das betrifft sowohl die Einberufungsfristen als auch die Push-Pull-Frage. Hat sich der Aktionär die Information selbst zu beschaffen („pull“) oder wird sie ihm überbracht („push“)? Das deutsche Aktienrecht kombiniert in dieser Angelegenheit: über den elektronischen Bundesanzeiger ist öffentlich einzuberufen und diese Einberufung ist später dem Aktionär zu übermitteln (bei Namensaktien direkt von der Gesellschaft, bei Inhaberaktien indirekt über die Depotbanken).

Der RL-Vorschlag sah im Sinne des Push-Modells vor, dass die Einladung zur Hauptversammlung spätestens 30 Tage vorher zu versenden („send out“) sei. Diese Anordnung stieß auf deutschen Widerstand, da sie mit dem hiesigen Kombinationssystem kaum vereinbar erschien<sup>20</sup>. Die endgültige Fassung der RL hat sich demgegenüber für ein eigenartiges *Pull-Modell* entschieden. Zum einen muss die Gesellschaft für die HV-Information „auf Medien zurückgreifen, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass sie die Informationen tatsächlich an die Öffentlichkeit in der gesamten Gemeinschaft weiterleiten.“ Zum anderen müssen die vorgeschriebenen Informationen auf der Internetseite der Gesellschaft abrufbar sein.

Letzteres ist für Kodex-folgsame deutsche Aktiengesellschaften nichts Neues. Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) empfiehlt, dass alle Unterlagen etc. für die Hauptversammlung auf der Internetseite präsentiert werden<sup>21</sup>. Die Empfehlung durch einen offiziösen Kodex reicht allerdings nicht für die Richtlinien-Umsetzung. Das Aktiengesetz muss künftig eine solche Publikation auf der Internetseite der Gesellschaft vorschreiben. Die Nutzung dieses bei allen börsennotierten Gesellschaften vorhandenen Internetauftritts haben schon WpHG<sup>22</sup> und WpÜG<sup>23</sup> und indirekt auch das AktG<sup>24</sup> bestimmt.

Hingegen ist die erstgenannte Anforderung („auf Medien zurückgreifen“) hoch problematisch. Die Formulierung ist wörtlich aus Art. 21 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie entnommen; dort geht es um die Verbreitung von Finanzinformationen. Die HV-Benachrichtigung (Art. 17 Transparenz-RL) ist jedenfalls nach Auffassung des deutschen TUG-Gesetzgebers<sup>25</sup> davon nicht erfasst, weshalb § 30b WpHG im Einklang mit dem AktG auf den elektronischen Bundesanzeiger setzt. Mit der Aktionärsrechte-RL ist die Publikation (nur) durch den elektronischen Bundesanzeiger in Frage gestellt. Denn der Mitgliedstaat muss das „Zurückgreifen auf Medien“ mit gemeinschaftsweitem Verbreitungscharakter vorschreiben – freilich unbeschadet „weiterer Anforderungen an die Bekanntmachung“. Daher kann das deutsche Aktienrecht an dem elektronischen Bundesanzeiger als rechtlich maßgeblicher Einberufungsveröffentlichung festhalten. Das sollte schon deshalb nicht anders sein, weil nur so die

20 Die [i. d. R. Papier-]Versendung erfolgt 12 Tage nach der Einberufung (§ 125 Abs. 1 AktG).

21 Nr. 2.3.1 Satz 3 DCGK.

22 §§ 37v/w/x WpHG: Internetadresse für Finanzberichte.

23 §§ 14, 27 WpÜG.

24 §§ 126, 161 AktG: „zugänglich machen“.

25 Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz v. 5.1.2007, BGBl. I, 10.

drakonische Nichtigkeitssanktion (§ 241 Nr. 1 AktG) für Einberufungsfehler gerechtfertigt ist. Die HV-Beschlüsse mit Nichtigkeit zu bedrohen, weil das ominöse „Zurückgreifen auf Medien“ irgendwie zu beanstanden war, würde jedes vernünftige Maß sprengen. Für die effektive Umsetzung des Gemeinschaftsrechts, das sich interessanterweise zu Sanktionen an keiner Stelle äußert, würde insoweit ein Ordnungswidrigkeiten-Tatbestand vollauf genügen<sup>26</sup>.

Die Nützlichkeit und Operabilität des „Zurückgreifen auf Medien“ ist äußerst zweifelhaft. Es gibt so gut wie keine Tageszeitung, die gemeinschaftsweit verbreitet ist. Internetseiten sind zwar ubiquitär, aber davon gibt es viele, so dass deren Auswahl ganz beliebig wäre. Auf Seiten des Aktionärs ist es Zufall, ob er das richtige Medium konsumiert. Eine sinnvolle Pull-Lösung ist das nicht. Vor allem aber: Die Gesellschaft muss nicht inserieren oder einen fremden Internetauftritt kostenpflichtig buchen. Wenn naheliegend das „Zurückgreifen auf Medien“ der beiden Richtlinien als ein den „Medien zuleiten“ (§ 3a WpAIV)<sup>27</sup> formuliert wird, besteht allein die Pflicht des Emittenten, dieses Medienbündel über das bevorstehende HV-Ereignis zu informieren. Was eine Zeitung oder ein Internetdienst aus dieser Information macht, liegt nicht mehr im Verantwortungsbereich der Gesellschaft. Und es bedarf keiner Prophetie um zu sagen: Die bloße Mitteilung, dass eine Gesellschaft demnächst ihre Hauptversammlung abzuhalten gedenkt, wird in aller Regel als überflüssige Belästigung angesehen und als Null-Nachricht entsorgt. Am Ende werden nur die Informationsdienstleister daran verdienen, die sich erbötig machen, diese Zuleitung an die Medien auf Kosten der Gesellschaft zu besorgen. Deren Lobby hat schon bei der Transparenz-Richtlinie erfolgreich für eine solche Pflicht gestritten, was verräterisch sogar in Normtexten<sup>28</sup> zu besichtigen ist.

b) Die Regierungskommission Corporate Governance hat noch im Jahr 2001 das Pull-System ohne Begründung als ökonomisch ineffizient gegenüber der Versendung durch die Gesellschaft bezeichnet<sup>29</sup>. Jetzt ist dieses Pull-System durch die Richtlinie europaweit vorgegeben. Der Mitgliedstaat kann allerdings zusätzliche Anforderungen stellen, denn „diese Richtlinie hindert ... nicht daran, weitere Verpflichtungen für Gesellschaften einzuführen, um die Ausübung der ... Rechte durch die Aktionäre zu erleichtern.“ (Art. 3). Deutschland darf also sein System der Individualbenachrichtigung beibehalten. Dennoch stellt sich für den deutschen Gesetzgeber die Frage, ob dieses Konzept der §§ 125, 128 AktG angesichts der Einberufungen via elektronischen Bundesanzeiger und Internetseite und Benachrichtigung eines Medienbündels weiter aufrecht erhalten werden soll.

Die Zuleitung an die Kreditinstitute und von dort die Weiterleitung an deren Depotklientel in herkömmlicher Papierform ist ein aufwändiger Vorgang, den

<sup>26</sup> So auch § 39 Abs. 2 WpHG für Versäumnisse bei der Publikation der Finanzberichte.

<sup>27</sup> Dazu *Nießén*, NZG 2007, 41; *Pirner/Lebherz*, AG 2007, 19; *Bosse*, DB 2007, 39; *Noack*, WM 2007, 377.

<sup>28</sup> § 3a Abs. 4 WpAIV.

<sup>29</sup> *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz. 94.

die Gesellschaft und damit letztlich die Aktionäre zu bezahlen haben (§ 128 Abs. 6 AktG). Die Klarstellung, das „Weitergeben“ könne elektronisch geschehen<sup>30</sup>, ist jedenfalls veranlasst. Doch man sollte einen Schritt weitergehen und den elektronischen Versand als die Regelform etablieren, darunter fiel dann auch das Einstellen in das elektronische Postfach des Kunden bei seiner Bank. Dadurch ist gerade mit Blick auf ausländische Anleger<sup>31</sup> eher gewährleistet, dass sie die Nachricht von der bevorstehenden Hauptversammlung rechtzeitig erreicht. Wer auf dem Papierversand besteht, sollte konsequent auch die Mehrkosten tragen müssen.

Für Gesellschaften mit Namensaktien gilt: Da sie in der Lage sind, die Namen und Anschriften ihrer Aktionäre aus einem aktuellen Aktionärsregister zu ermitteln, und verpflichtet sind, allen eingetragenen Aktionären eine Einberufung zu übermitteln, brauchen sie das Medienbündel nicht zu bedienen (Art. 5 Abs. 2 Unterabs. 2). Sie können die Segnungen moderner Technik nutzen<sup>32</sup> und ihre Namensaktionäre per E-Mail über die Hauptversammlung benachrichtigen<sup>33</sup>. § 30b WpHG ermöglicht diesen Weg auf Grundlage eines HV-Beschlusses auch ohne ausdrücklich erklärtes Einverständnis des einzelnen Aktionärs: Es genügt, wenn er einer Textform-Nachricht (E-Mail!) der Gesellschaft, in der sie dies ankündigt, nicht widerspricht. Freilich ist die 2007 eingefügte WpHG-Regelung noch nicht mit der aktienrechtlichen Lage (§ 125 Abs. 2 AktG) abgestimmt; dort lässt die h. M. ein stillschweigendes Einvernehmen mit dem elektronischen Versand nicht genügen, jedenfalls werden sich die Gesellschaften wegen der Anfechtungsgefahr darauf kaum einlassen. Der Gesetzgeber könnte auch hier die elektronische Übermittlung als Regelform anordnen und die Papierversendung optional vorsehen. Eine solche aktienrechtliche Bestimmung stünde freilich in einem gewissen Konflikt mit der auf Art. 17 der Transparenzrichtlinie beruhenden Regelung des § 30b WpHG.

e) Ein Anliegen der RL ist die detaillierte Information der Aktionäre über die Gegenstände der Hauptversammlung und die Modalitäten der Teilnahme bzw. Stimmrechtsausübung. Zwingend anzugeben ist die Internetseite der Gesellschaft, auf der weiterführende Informationen abrufbar sind. Dazu gehören die der Hauptversammlung vorzulegenden Unterlagen, die Beschlussvorschläge und ggf. Stimmrechtsformulare. Auch diese intensive Nutzung der Internetseite der Gesellschaft als Informationszentrale ist für die börsennotierten Ge-

30 Mit Einverständnis des Depotkunden ist dies heute schon der Fall, doch bestehen im Hinblick auf dieses Einverständnis (Im Depotvertrag per AGB? Durch schlüssiges Handeln bei Verwendung einer E-Mail-Adresse?) einige Unklarheiten; restriktiv *Mimberg*, ZGR 2003, 21, 40; *Heckelmann*, Hauptversammlung und Internet, 2006, S. 140.

31 Nach h. M. sind auch ausländische Aktionäre „Gläubiger der Weitergabepflicht“ (*Kubis* in MünchKommAktG, 2. Aufl. 2004, § 128 AktG Rz. 9).

32 Und so geschieht es auch: Seit Mitte des Jahrzehnts werben die Namensaktiengesellschaften um die Zustimmung zum elektronischen Info-Verkehr, was nach Berichten aus den Unternehmen auf gute Resonanz stößt.

33 Dies setzt die Kenntnis der E-Mail-Adresse voraus, die als „Adresse des Inhabers“ i. S. v. § 67 Abs. 1 AktG im Aktienregister eingetragen sein kann; *Lutter/Drygala* in KölnKommAktG, 3. Aufl. 2007, § 67 AktG Rz. 10; *Goedecke/Heuser*, BB 2001, 369.

gesellschaften, die den DCGK befolgen, nicht neu. Wird die Internetseite für die Präsentation der Unterlagen genutzt, so kann seit einer 2007 geltenden Gesetzesänderung<sup>34</sup> die Auslage in den Geschäftsräumen und die individuelle Zusendung auf Anforderung entfallen (§ 175 Abs. 2 Satz 4 AktG).

## 2. Stimmrechtsvertretung

a) Schon im nationalen Rahmen ist klar: Der Besuch einer Hauptversammlung ist aus ökonomischer Perspektive lohnend nur bei einem höheren Anteilsbesitz, den man persönlich verwaltet. Die Zeit der Schornsteinaktionäre ist seit langem vorbei, als solche bezeichnete man lokale Investoren, die praktisch in Sichtweite des Schornsteins „ihrer“ Fabrik wohnten. Das schließt nicht einen individuellen HV-Tourismus aus. Das Interesse an guter Bewirtung, an der Begegnung mit den Mächtigen der Wirtschaft oder an der interessanten Präsentation eines Technologieunternehmens ist gewiss ein Motiv für Reisen und Tagesaufenthalte in fremden Städten; speziell für Deutschland kommt die Möglichkeit hinzu, durch HV-Reden und durch Anfechtungen einen Lästigkeitswert zu erreichen, der mit der Anteilsquote in keinem Verhältnis steht. Wie auch immer: Die Masse der kleinen und mittleren Aktionäre wird die Hauptversammlung nicht persönlich besuchen; wenn es so wäre, würde eine geordnete Versammlung bei sechs- oder gar siebenstelligen Aktionärszahlen gar nicht stattfinden können.

Daher haben die Aktienrechte schon früh Vertretungsmöglichkeiten ausgebildet. Soweit ersichtlich gibt es kein modernes Aktienrecht, das eine Vertretung kategorisch ausschließt. Aber die Vertretung wurde in etlichen Mitgliedstaaten an Restriktionen gebunden, etwa an die Einschaltung nur von Familienangehörigen. Bei börsennotierten Gesellschaften mit (erstrebtem) internationalen Aktionärskreis sind Behinderungen für die Vertretung aber oft gleichbedeutend mit der Nichtwahrnehmung des Stimmrechts. Daher war es eines der wichtigsten Anliegen der RL<sup>35</sup>, die Vertretung auf der Hauptversammlung barrierefrei zu gestalten. Das Ergebnis lässt sich sehen: Jeder Aktionär hat das Recht, eine andere Person zum Stimmrechtsvertreter zu bestellen; dieser Vertreter kann in der Hauptversammlung das Wort ergreifen und Fragen stellen.

Für Deutschland ist das freilich ganz und gar nicht sensationell, sondern entspricht exakt der gesetzlichen Lage (§ 134 Abs. 1 Satz 1 AktG). Allerdings wird insbesondere von Hüffer vertreten, dass die Satzung Bestimmungen zur Person des Bevollmächtigten enthalten dürfe<sup>36</sup>. Die richtlinienkonforme Auslegung wird dazu führen, bei börsennotierten Gesellschaften derartige Satzungsklauseln für nichtig zu halten. Eine gesetzgeberische Klarstellung erscheint nicht

<sup>34</sup> Art. 9 Nr. 8a des Gesetzes über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister v. 10.11.2006, BGBl. I, 2553.

<sup>35</sup> Lehne, Status:Recht 2007, 68.

<sup>36</sup> Hüffer, AktG, 7. Aufl. 2006, § 134 AktG Rz. 25, der dies sogar als h.M. bezeichnet; a.A. OLG Stuttgart, AG 1991, 69; Zöllner in KölnKomm.AktG, 1973, § 134 AktG Rz. 76; Volhard in MünchKomm.AktG (Fn. 31), § 134 AktG Rz. 42.

vonnöten; es gibt keine aufzuhebenden Rechtsvorschriften im Sinne von Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 2, die es Gesellschaften ermöglichen, Einschränkungen der Vertretung vorzusehen.

Die organisierte Stimmrechtsvertretung, wie sie in Deutschland von dem gesellschaftsbenannten Vertreter, von Kreditinstituten und Aktionärsvereinigungen angeboten wird, erfährt durch Art. 10 Abs. 2 eine ausdrückliche Bekräftigung. Danach kann ein Stimmrechtsvertreter ohne Beschränkung hinsichtlich der Zahl der vertretenen Aktionäre agieren. Umgekehrt kann freilich die Zahl der Personen, die ein Aktionär als Vertreter bestellt, beschränkt werden (Art. 10 Abs. 2 Unterabs. 2); pro „Wertpapierdepot“ ist aber ein Vertreter möglich.

Die RL, deren Ziel die Regelung der HV-Beziehungen zwischen Gesellschaft und Aktionären ist, geht in Art. 10 Abs. 3 von diesem Anspruch ab, indem das Binnenverhältnis von Aktionär und Vertreter zum Gegenstand wird. Der Mitgliedstaat *kann* vorschreiben, dass bestimmte Interessenkonflikte offenzulegen sind. Solche Konflikte werden angenommen bei einem „kontrollierenden Aktionär“, bei Mitgliedern der Verwaltung und auch pauschal bei Arbeitnehmern oder Abschlussprüfern der Gesellschaft, jeweils inklusive Familienangehörigen. Mitgliedstaaten, die über Vorschriften verfügen, wonach in den genannten Fällen die Stimmrechtsvertretung ausgeschlossen ist, dürfen diese für eine Übergangszeit bis August 2012 beibehalten.

b) Die RL regelt auch die „Förmlichkeiten der Bestellung des Vertreters und der Benachrichtigung über die Bestellung“ (so die amtliche Überschrift des Art. 11). Hier heißt es einerseits, der Vertreter könne „auf elektronischem Wege“ bestellt werden (Abs. 1), andererseits müsse die Bestellung „in jedem Fall schriftlich“ erfolgen (Abs. 2). Die Auflösung findet sich in einem anderen Artikel, der die schriftliche Ausübung von Aktionärsrechten betrifft. Darunter versteht Art. 6 Abs. 1 Unterabs. 3 sowohl die Übermittlung auf dem Postweg als auch auf elektronischem Wege. „Schriftlich“ bedeutet also – in Begriffen der deutschen Rechtssprache ausgedrückt – nicht Schriftform, sondern Textform (§ 126b BGB). Die Verwendung einer qualifizierten elektronischen Signatur (§ 126a BGB) wird man nicht verlangen können. Wenn die RL eine solche erhöhte Anforderung hätte stellen wollen, wäre ein Hinweis auf die Signaturrichtlinie nahe liegend gewesen.

Für Deutschland bedeutet diese Vorgabe, dass § 134 AktG geändert werden muss. Dort wird seit dem NastraG 2001<sup>37</sup> zwar Satzungsfreiheit in Formfragen gewährt. Diese Regelung ist in zweierlei Weise nicht in Übereinstimmung mit der RL. Erstens würde die Satzungserleichterung i. S. d. § 134 Abs. 3 Satz 2 AktG sogar eine mündliche Vollmacht erlauben<sup>38</sup>, was nach Art. 11 Abs. 2 RL nicht sein darf. Zweitens wird als gesetzliche Regel die Schriftlichkeit verlangt, was durch die Eröffnung des elektronischen Weges zu korrigieren ist.

37 Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung, BGBl. I 123.

38 Volhard in MünchKommAktG (Fn. 31), § 134 AktG Rz. 52; Bunke, AG 2002, 57.

### 3. Fragerecht

Das Fragerecht war der aus deutscher Sicht umstrittenste Regelungsgegenstand. Der Vorschlag wollte ermöglichen, dass die Aktionäre auch Fragen vor der Hauptversammlung stellen können. Dem steht die hier zu Lande geltende Rechtslage gegenüber, wonach Fragen nur *in* der Hauptversammlung zu stellen sind (§ 131 AktG). Die Lage in der EU ist unübersichtlich. Es gibt bedeutende Mitgliedsstaaten (England, Frankreich, Niederlande), die kein ausdrückliches individuelles Fragerecht kennen, das während der Hauptversammlung mit zwingendem Anspruch auf Auskunft geltend gemacht werden könnte<sup>39</sup>.

Nach heftiger Kritik und angestrebten Einflussnahmen deutscher Verbandskreise<sup>40</sup> ist eine dem hiesigen Aktienrecht nachempfundene Regelung<sup>41</sup> in Art. 9 Abs. 1 getroffen worden: „Jeder Aktionär hat das Recht, Fragen zu Punkten auf der Tagesordnung der Hauptversammlung zu stellen“. Dass „jeder Aktionär“ das Fragerecht hat, ist eine folgenreiche Festlegung. Damit kann ein Mitgliedstaat kein Quorum einführen, wonach ein Mindestanteil für die Wahrnehmung dieses Rechts erforderlich ist. Ob diese Versteinerung einer Individualposition bei Millionen von Aktien, die zu geringen Beträgen erworben werden können, ein kluger Akt europäischer Gesetzgebung ist?

Art. 9 überlässt es den Mitgliedstaaten, ob sie das Fragerecht vor oder in der Hauptversammlung oder in beiden Fällen einräumen. Die Fragen müssen sich auf die Tagesordnung der Hauptversammlung beziehen. Ein umfassendes Auskunftsrecht im Stil des § 51a GmbHG besteht nach der Richtlinie nicht, freilich kann ein Mitgliedstaat dies vorsehen (Art. 3).

Ebenfalls ein Vorbild im neueren deutschen Aktienrecht (§ 131 Abs. 3 Nr. 7 AktG) hat Art. 9 Abs. 2 Unterabsatz 2, wonach eine Frage als beantwortet gilt, wenn die Information auf der Internetseite der Gesellschaft verfügbar ist.

### 4. Fernteilnahme

Die mitgliedstaatlichen Aktienrechte müssen nach Art. 8 Abs. 1 den Aktiengesellschaften gestatten, dass „jedwede Form der Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Wege“ angeboten werden kann. Diese Bestimmung hat mit Schlagzeilen wie „EU führt elektronische Hauptversammlung ein“ die meiste Aufmerksamkeit erregt. Unter einer Teilnahme auf elektronischem Weg ist „insbesondere“ zu verstehen: (1) die audiovisuelle Übertragung der HV; (2) eine Online-Verbindung zur HV; (3) eine Online-Stimmrechtsausübung. Ersteres hat das deutsche Recht schon 2002 eingeführt. Nach § 118 Abs. 3 AktG kann die Satzung oder die Geschäftsordnung bestimmen, dass die Hauptversammlung in Ton und Bild übertragen wird. Davon wird bei großen

<sup>39</sup> Pelzer, Das Auskunftsrecht der Aktionäre in der Europäischen Union, 2004, S. 17 ff.; Grundmann (Fn. 5), Rz. 415; Grundmann/Winkler, ZIP 2006, 1421, 1426.

<sup>40</sup> S. gemeinsame Stellungnahme BDA/BDI/DIHK/GDV v. März 2006, S. 5 f. (abrufbar unter [www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/rechtspolitik/](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/rechtspolitik/)).

<sup>41</sup> So bereits der Vorschlag von Pelzer (Fn. 39), S. 224.

Gesellschaften eingeschränkt Gebrauch gemacht, indem die Verwaltungsreden übertragen werden<sup>42</sup>.

Die beiden weiteren in der RL beispielhaft genannten Punkte wurden von der Regierungskommission Corporate Governance schon 2001 zur gesetzlichen Einführung vorgeschlagen<sup>43</sup>: „Die Satzung der Gesellschaft sollte vorsehen können, dass die Aktionäre unmittelbar an der Hauptversammlung auch ohne eigene Präsenz an deren Ort und ohne Zwischenschaltung eines Vertreters teilnehmen und sämtliche oder einzelne Rechte im Wege elektronischer Kommunikation ausüben können.“ Die Kommission musste sich damals noch mit allerlei Einwänden auseinandersetzen, die ihr im Ergebnis nicht überzeugend erschienen<sup>44</sup>. Diese Diskussionen brauchen wegen der Anordnung der Richtlinie, die Online-Hauptversammlung zu ermöglichen, heute nicht noch einmal geführt zu werden.

Der Gesetzgeber hat den Aktiengesellschaften satzungsdispositiv zu gestatten, dass Aktionäre ihre Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft, die bislang zwingend „in der Hauptversammlung“ (§ 118 Abs. 1 AktG) auszuüben sind, auch von außerhalb der Versammlung wahrnehmen können. Ob die Satzung alle Rechte oder nur einzelne zur Online-Ausübung<sup>45</sup> zur Verfügung stellt, kann jede Gesellschaft selbst entscheiden. Insbesondere steht es den Aktiengesellschaften frei, eine direkte elektronische Stimmabgabe einzuführen. Der Umweg über die Bevollmächtigung und Anweisung eines gesellschaftsbenannten Vertreters wird dann nicht mehr nötig sein. Andererseits dürfte die Neigung, ein Online-Auskunftsrecht nach § 131 AktG zuzulassen, eher gering sein. Geändert werden muss ferner § 245 AktG dahin, dass der Widerspruch auch online erklärt werden kann, wenn die Satzung ein solches Recht vorsieht.

## 5. Legitimation

Das Recht eines Aktionärs bezüglich der Hauptversammlung bestimmt sich nach den Aktien, die er zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Hauptversammlung besitzt. Art. 7 der Richtlinie führt EU-weit einen Nachweisstichtag (*record date*) für Inhaberaktien ein, der nicht mehr als 30 Tage vor der Hauptversammlung liegen darf. Dem entspricht bereits die mit dem UMAG im Jahr 2005 eingeführte Regelung in Deutschland, welche den Stichtag auf den 21. Tag vor der Hauptversammlung festsetzt. Für Namensaktien muss es keinen Nachweisstichtag geben, wenn die Aktionäre „am Tag der Hauptversammlung aus einem aktuellen Aktienregister“ ermittelbar sind (Art. 7 Abs. 2 Unterabs. 2). Von einem solchen aktuellen Register wird man noch sprechen

42 Ausnahme: Die Deutsche Telekom AG übertrug auch die so genannte Generaldebatte.  
43 Bericht (Fn. 29), Rz. 115.

44 Aus rechtsvergleichender Perspektive Winkler (Fn. 3), S. 213 ff.

45 Die (etwa in Frankreich verbreitete) „Abstimmung per Brief“ (Art. 12) muss vom Mitgliedsstaat ebenfalls satzungsdispositiv gestellt werden.

können, wenn die Ein- und Austragungen üblicherweise einige wenige Tage vor der Hauptversammlung angehalten werden. So ist es in Deutschland anerkannt, dass die Umschreibung im Aktienregister ca. 7 Tage vor der Hauptversammlung aufgrund entsprechender Satzungsregelung ausgesetzt werden kann<sup>46</sup>.

Wie kann ein Aktionär nachweisen, dass er Aktien der Gesellschaft hält? Die Präsentation der Wertpapiere ist ihm nicht möglich, wenn es keine mehr gibt oder nur eine Globalurkunde existiert. Darüber schweigt die RL, die ansonsten schlicht von einem Nachweis der Aktien spricht, die der Aktionär „besitzt“. Die RL streift das Problem lediglich mit dem Satz, der Nachweis dürfe nur an solche Anforderungen geknüpft werden, die zur Feststellung der Identität der Aktionäre erforderlich und diesem Zweck angemessen sind (Art. 7 Abs. 4). Hier zeigt sich ein grundsätzliches Problem: Die Mediatisierung des „Besitzes“ bei kontenverbuchten Aktienrechten ist eine ausgeblendete Realität (unten III.3.). Jedenfalls entspricht die deutsche Regelung den Vorgaben<sup>47</sup>. Hingegen ist die Frage aufzuwerfen, ob der eine perfekte Richtigkeitsgewähr bietende *chain approach* im Lichte der Richtlinie wegen seines hohen Aufwands als nicht mehr angemessen zu beurteilen wäre<sup>48</sup>. Das hängt von den Umständen ab: Wenn ein Papierversand „die Kette entlang“ vorgeschrieben wird, ist der Aufwand immens und das Verdikt der Unangemessenheit nahe liegend; ganz anders sieht es bei einer vollelektronischen Legitimation aus, die in naher Zukunft etabliert werden könnte.

## 6. Transparenz

Das EU-Parlament hat im Februar 2007 die Kommission anlässlich der Verabschiedung der Richtlinie aufgefordert, Vorschläge für mehr Transparenz in den vielfältigen Beziehungen zwischen Unternehmen, Aktionären, Stimmrechtsvertretern, Finanzintermediären und End-Investoren zu machen. Daraus wird schon deutlich, dass die Richtlinie diese Fragen weithin ausgespart hat. Lediglich in Art. 13 Abs. 2 wird bestimmt, Mitgliedsstaaten könnten vorsehen, dass formal abstimmungsberechtigte Aktionäre die Identität ihrer Hinterleute offenlegen müssen<sup>49</sup>. Ebenfalls als Transparenzregelung kann Art. 14 Abs. 2 gelten, der verlangt, dass die Abstimmungsergebnisse auf der Internetseite der Gesellschaft binnen 15 Tagen nach der Hauptversammlung veröffentlicht werden. Diesbezüglich muss der deutsche Gesetzgeber tätig werden: Bisher bestimmt § 130 Abs. 5 AktG lediglich, dass eine öffentlich beglaubigte Niederschrift und ihre Anlagen zum Handelsregister eingereicht werden müssen.

<sup>46</sup> Seibert, WM 2005, 157, 158.

<sup>47</sup> Dazu eingehend *Zetzsche*, Der Konzern 2007, 251, 258 f.

<sup>48</sup> *Grundmann/Winkler*, ZIP 2006, 1421, 1426.

<sup>49</sup> Diese Regelung wurde auf französischen Wunsch aufgenommen.

### III. Bewertung der Richtlinie

Die Regelung der Aktionärs(stimm)rechte muss sich einem dreifachen Phänomen stellen: der Internationalisierung, der Institutionalisierung und der Mediatisierung.

#### 1. Internationalisierung

Eine gewisse Berücksichtigung der internationalen Depots erreicht die RL, indem sie die freie Vertretung einführt und den Gesellschaften eine elektronische Stimmabgabe auf statutarischer Grundlage erlaubt. Die Hauptversammlung als Beschlussorgan der Aktionäre kann im internationalen Rahmen nur bestehen, wenn es Regeln gibt, die den typischerweise ortsfernen Aktionären eine Teilnahmemöglichkeit eröffnen. Dazu gehört auch die Nutzung der Internetseite der Gesellschaft als Medium der Information über die Gegenstände und die Umstände der Hauptversammlung bis hin zur direkten Teilhabe. Hier ist die RL auf dem richtigen Weg.

#### 2. Institutionalisierung

Bekanntlich werden Aktien in großem Ausmaß nicht von Privatanlegern gehalten, sondern von institutionellen Anlegern: Investment- und Pensionsfonds, Versicherungen, Beteiligungsunternehmen usw. Die Ausübung der Stimmrechte durch die Institutionellen ist durchaus ein Corporate Governance Problem im weiteren Sinne. Einerseits wird das Fernbleiben mancher institutioneller Anleger beklagt, das wesentlich zum Präsenzschwund auf den Hauptversammlung beiträgt, weshalb immer wieder eine Stimmpflicht im Gespräch ist<sup>50</sup>. Andererseits wird die Offenlegung der Stimmrechtsausübung gefordert, und selbst bei der institutionellen Stimmrechtsberatung und Stimmvertretung soll es nicht ohne spezielle Regulierung gehen<sup>51</sup>. Diese Punkte sind zwar in den Konsultationsprozessen im Vorfeld der Richtlinie angesprochen worden, aber in der verabschiedeten Fassung blieben sie ausgespart. Zu diesen Fragen wird nach Inkrafttreten der Richtlinie eine Empfehlung der Kommission erwartet.

#### 3. Mediatisierung

Die RL will Aktionärsrechte regeln – doch wer oder was ist ein „Aktionär“? Darauf gibt die RL eine sowohl kluge als auch ausweichende Antwort. Art. 2b) definiert: „Aktionär bezeichnet die ... Person, die nach dem anwendbaren Recht als Aktionär anerkannt ist.“ Damit wird auf das jeweilige mitgliedstaatliche Aktienrecht verwiesen. Das ist aus Sicht eines rechtspolitischen Minimums klug, weil dadurch nicht der sonst befürchtete Eingriff in nationale Aktienrechte erforderlich ist. Vom Ziel der Erleichterung der grenzüberschrei-

50 Ablehnend im Ergebnis Bericht der Regierungskommission CG (Fn. 29), Rz. 126 ff.  
51 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88.

tenden Stimmrechtsausübung her betrachtet handelt es sich um ein Ausweichen vor dem Hauptproblem. Dieses besteht darin, dass die Disposition über das Stimmrecht möglichst demjenigen zustehen soll, der das wirtschaftliche Risiko des Investments trägt – und nicht einer formal gegenüber der Gesellschaft legitimierten Person<sup>52</sup>. Was nützen dem Anleger aus Mitgliedstaat A die gutgemeinten Regelungen zu Informationen über die Hauptversammlung, zu elektronischer Stimmabgabe, Briefwahl und freier Vertretung, wenn er bei der Gesellschaft aus Mitgliedstaat B nicht als stimmberechtigte Person anerkannt wird?

Ersichtlich gerät dieser Anspruch, dass der Endanleger über das Stimmrecht disponiert, mit der Rechtssicherheit in Konflikt, denn die Gesellschaft muss eindeutig wissen, wer bei ihren Hauptversammlungen stimmberechtigt ist. Die mitgliedstaatlichen Aktienrechte haben dafür Regelungen getroffen. Am deutschen Aktienrecht erläutert: Die für ihren Depotkunden im Aktienregister eingetragene Bank gilt gegenüber der Gesellschaft als Aktionärin (§ 67 Abs. 2 AktG), wodurch hinreichende Rechtsgewissheit besteht. Die Bank kann auch wirksam mit den Aktien abstimmen<sup>53</sup>. Aber im Verhältnis zu dem Kunden gilt: „Ein Kreditinstitut darf das Stimmrecht für Namensaktien, die ihm nicht gehören, als deren Inhaber es aber im Aktienregister eingetragen ist, nur auf Grund einer Ermächtigung ausüben“ (§ 135 Abs. 7 Satz 1 AktG). Ebenso formal legitimiert wäre bei Inhaberaktien die die Globalurkunde verwahrende Stelle. Doch versteht es sich von selbst, dass die Verwahrerin nicht Stimmrechte ausüben darf<sup>54</sup>. Das Aktienrecht nimmt hier eine – in der Praxis nicht wahrnehmbare – Unsicherheit in Kauf, indem es die Legitimation von dem Besitz des Wertpapiers trennt.

Die Frage „Wer ist Aktionär?“ wäre zu den klassischen Zeiten der Einzelurkunden als eine dumme disqualifiziert worden. Als Aktionär galt<sup>55</sup>, wer das Wertpapier präsentieren konnte. Heute sind Einzelurkunden für die Masse der Aktionäre praktisch überall verschwunden, und das nicht nur in Deutschland (§ 10 Abs. 5 AktG). Ein Vorgang, der durchaus mit der Verdrängung von Bargeld durch Buchgeld vergleichbar ist. Eine reale Vorlage beim Emittenten oder eine Hinterlegung ist weder tatsächlich noch rechtlich möglich. Aktien gibt es nicht mehr als Wert-Papier, sondern nur noch als Buchungen auf Konten, die von Intermediären administriert werden.

In Deutschland wird in der Regel eine Globalurkunde bei der Clearstream Banking AG hinterlegt. Kunden der Clearstream sind in- und ausländische Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsunternehmen. Diese Einrichtungen halten einen ideellen Anteil an der Globalurkunde, ein Sachverhalt, der von

52 Rechtsvergleichend im Einzelnen *Winkler* (Fn. 3), S. 147 ff.

53 § 135 Abs. 7 Satz 3, Abs. 6.

54 Die Dividende fließt übrigens diesen Weg: von der Gesellschaft an die Zentralverwahrerin, die das Geld an die Banken weiterleitet („die Kette hinab“), bis es schließlich bei dem Endanleger ankommt.

55 Widerlegliche Vermutung; BGH, NJW 1994, 941, 942; BGH, NJW-RR 1990, 166, 168; *Zöllner* in KölnKomm.AktG (Fn. 36), § 134 AktG Rz. 12.

der wohl noch herrschenden Meinung besitzrechtlich als mittelbarer Besitz erster Stufe eingeordnet wird. Der in § 123 Abs. 3 Satz 2 AktG ausdrücklich so genannte „Anteilsbesitz“ wird auf einem Konto gebucht, das die Clearstream für ihr professionelles Klientel führt. Nicht selten sind danach noch weitere Institute beteiligt, so dass von einer „Pyramide von Depotverträgen“ zu sprechen ist<sup>56</sup> oder auch von einer Kette von Intermediären. Jetzt kommt das Problem: Dass „Anteilsbesitz“ vorliegt, kann jede kontoführende Stelle der anderen gerne bestätigen. Das aber würde zu einer absurden Vervielfachung der Aktionärslegitimation führen. Bei einer Kette von Aktiendepots muss das Recht daher einen Schnitt machen und entscheiden: dieser oder jener Konteninhaber *gilt* als Aktionär. Das deutsche Aktienrecht nimmt die Trennung in § 135 Abs. 1 Satz 1 AktG vor, indem es von Aktien spricht, die einem Kreditinstitut „nicht gehören“. Ob jemand Aktionär ist, ergibt sich nicht aus Rechtsbeziehungen zur Gesellschaft, sondern aus denjenigen zu einem Kreditinstitut. Das bank- bzw. depotrechtliche Verhältnis ist gewissermaßen die Grundlage für die mitgliedschaftsrechtliche Beziehung zu der Gesellschaft. Aktionär ist im Regelfall<sup>57</sup> derjenige Konteninhaber, welcher selbst nicht Teil des (durch das KWG geregelte) Finanzintermediärsystem ist.

Das Kontensystem ist überall in der EU verbreitet, weshalb es an sich nahe gelegen hätte, in der Richtlinie über Aktionärsrechte eine entsprechende grundsätzliche Festlegung aufzunehmen: Intermediär ist, wer als Depotinhaber einem EU-Wertpapiersystem angehört; Endanleger ist, wer als Depotinhaber keinem EU-Wertpapiersystem angehört. Dieser im Jahr 2002 unterbreitete Vorschlag der *Cross-Border-Voting Group*<sup>58</sup> wurde nicht aufgegriffen, sondern die erwähnte Verweisung in das nationale Recht vorgenommen. Das ist bedauerlich, denn damit hängt die Richtlinie gewissermaßen in der Luft.

Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung ist – im Grunde wie im nationalen Recht – in zwei Stufen anzugehen: Erstens muss man festlegen, *wer* die zur Disposition über das Stimmrecht befugte Person ist, zweitens muss man ordnen, *wie* dieser Person die Ausübung praktisch möglich ist (Information, Vollmachten, Stimmabgabe in absentia etc). Die RL befasst sich mit dem ersten Schritt überhaupt nicht und regelt den zweiten Teil nur unvollständig.

Dieses Dilemma wurde in den Beratungen zur Richtlinie durchaus erkannt. Ein wenig durchschlagendes Argument gegen eine Regulierung ist, man solle diese Binnenbeziehungen in der Kontenkette der vertraglichen Abmachung der Beteiligten überlassen. Gerade bei solchen grenzüberschreitenden Ketten versagt das Vertragsmodell, das seine Wirkkraft bilateral entfaltet und das für Kleinanleger praktisch auch nicht zu Gebote steht. Ein pragmatisches Argu-

56 *Einsele*, WM 2001, 7, 10; vgl. auch die Grafik bei *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1679.

57 Ausnahme: „Eigenbesitz“ des Kreditinstituts.

58 Eine von der EU geförderte und vom niederländischen Justizministerium eingesetzte internationale Gruppe unter Leitung von *Jaap Winter*; der Verfasser war beteiligt. Der Bericht ist abrufbar unter: [www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/gesetz.shtml](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/gesetz.shtml). Dazu *Noack*, ZIP 2002, 1215; *Bachner* in FS Doralt, 2004, S. 33 ff.

ment war, diese Bestimmung des Endanlegers und des Intermediärs dem Arbeitsgebiet Clearing und Settlement zu überlassen.

#### 4. Funktionen der Hauptversammlung

Im Zentrum der RL steht die Hauptversammlung. Das erscheint auf den ersten Blick selbstverständlich, denn schließlich – so die Sicht des deutschen Rechts – werden dort die hier zu regelnden Aktionärsrechte ausgeübt. Aber eine nähere Betrachtung macht stutzig: denn weder das Informationsrecht noch das Stimmrecht sind nach dem Grundkonzept der RL versammlungsgebunden. Der RL würde nicht entgegenstehen, ein Informationsrecht außerhalb der Hauptversammlung vorzusehen. Auch die Ausübung des Stimmrechts kann von den Gesellschaften als versammlungsferne elektronische (oder briefliche) Abstimmung gestaltet werden (oben II.4.).

Wenn von „Hauptversammlung“ die Rede ist, so ist zweierlei gemeint; erstens das Organ, zweitens die Veranstaltung. In der RL wird, wie auch in den meisten Aktiengesetzen, nicht zwischen den beiden Bedeutungen unterschieden. Das Organ der Aktionäre ist als Corporate-Governance-Element unverzichtbar. Die Ersetzung durch eine externe Kapitalmarktbehörde würde das Aktienrecht wieder auf den Stand des frühen 19. Jahrhunderts zurückwerfen, als die ersten neuzeitlichen Aktiengesellschaften noch unter landesherrlicher Kuratel standen. Davon kann nach dieser und den anderen Richtlinien keine Rede sein: Die Hauptversammlung als Organ der Aktionäre ist durch europäisches Sekundärrecht fest im System der mitgliedstaatlichen Aktienrechte verankert.

Anders sieht es mit der Hauptversammlung als Veranstaltung aus. Hier trifft das europäische Richtlinienrecht keine expliziten Vorgaben. Freilich ist nicht zu verkennen, dass sich die RL an der traditionellen Versammlung im Saale orientiert. Diese Versammlung kann durch „Zwei-Wege-Kommunikation“ von außen erreicht werden (oben II.4.).

Die zentralen Funktionen der Information und der Entscheidung sind aber nicht versammlungsgebunden. Wer vom Vorstand einer börsennotierten AG relevante Neuigkeiten erfahren will, braucht dafür nicht eine Versammlung zu besuchen. Die kapitalmarktrechtliche Regel- und Anlasspublizität sorgt für ein gleichmäßiges Informationsniveau aller Aktionäre. Wenn dazu noch ein vernünftig strukturiertes Auskunftsrecht kommt, das über das Internet auszuüben ist, ist die Rundum-Versorgung auch ohne Präsenz im Saale perfekt.

Die Entscheidung über Beschlussanträge kann als „show of hands“, aber auch als elektronische Abstimmung erfolgen. Letzteres ist eindeutig das Mittel der Wahl für ein international aufgestelltes Aktionariat.

So bleibt am Ende nur der Aspekt der Kommunikation der Aktionäre<sup>59</sup> vor ihrer Entscheidung als Alleinstellungsmerkmal der herkömmlichen Präsenz-

---

<sup>59</sup> Zur Binnenkommunikation Noack in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel der Zeiten, Bd. II, 2007 (im Erscheinen).

versammlung. Aber die Hauptversammlung ist weder ein basisdemokratisches Forum noch ein Parlament der Aktionäre. Die Entscheidungen fallen in aller Regel vorher und nicht unter dem Eindruck der Debattenredner. Es geht nicht darum, wie es strafprozessual heißt, aus dem „Inbegriff der Verhandlung“ ein Urteil zu fällen. Über das Internet lässt sich, wie das viele Foren zeigen, ein angemessener Kommunikationsprozess darstellen. Das würde eine Beteiligung aller Aktionäre ermöglichen, während nach dem überkommenen Versammlungsmodus die nicht Vor-Ort-Anwesenden entweder ausgeschlossen sind oder faktisch als Teilnehmer zweiter Klasse behandelt werden.

## 5. Fazit

Die Richtlinie über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften ist ein europäisches Kompromissgesetz, das verschiedene Systeme der Aktionärspartizipation berücksichtigen musste. Am einschneidendsten ist der Grundsatz der freien Vertretung. Damit reagiert das Recht auf die Ortsferne der Publikumsaktionäre im europäischen Kapitalmarkt. Die Richtlinie bringt für das deutsche Recht auf den ersten Blick keine grundstürzenden Umwälzungen. Das Fragerecht in der Hauptversammlung und die Vertretung auch durch Nichtaktionäre sind dem AktG seit langem gut vertraut. Die gravierendste Veränderung wird die Einführung von Satzungs-freiheit für die Teilhabe an der Hauptversammlung sein. Während die einen Gesellschaften weiter (nur) auf die Traditionsveranstaltung im Saal setzen, können andere Gesellschaften eine fast beliebige Mischung aus Präsenz- und Onlineteilnahme anbieten. Die Funktionen der Hauptversammlung (Information, Kommunikation und Entscheidung) werden künftig im Wettbewerb um die beste Lösung erfüllt.