

Maximilian Hamestuk\*

## Proxy Voting in Deutschland: ein gescheitertes Experiment? – Der § 134 Abs. 3 S. 5 AktG im dogmatischen und rechtspolitischen Kontext

### Abstract

Die Stimmrechtsvertretung der Aktionäre einer Aktiengesellschaft auf ihrer Hauptversammlung durch gesellschaftseigene Stimmrechtsvertreter und auf Vorschlag der Verwaltung: Was zunächst den Anschein eines Leitfadens zum Machterhalt des Vorstands erweckt, firmiert unter dem Begriff des *proxy voting* und hat im Jahr 2001 mit § 134 Abs. 3 S. 5 AktG auch Eingang in das deutsche Aktienrecht gefunden. Der dortige, äußerst knappe Gesetzestext, wie er bereits in der Gesetzesbegründung angekündigt wird, eröffnet dogmatische Rechtsfragen, zu deren Beantwortung sich noch keine herrschende Meinung in der Literatur formiert hat. Auf diese Rechtsfragen adäquate Antworten zu finden, soll Aufgabe der nachfolgenden Untersuchung werden. Außerdem gilt es, die rechtspolitische Sinnhaftigkeit des *proxy voting* deutscher Art zu hinterfragen.

---

\* Der Verfasser studiert im achten Semester Rechtswissenschaft an der Humboldt-Universität zu Berlin. Der Beitrag entstand im Sommersemester 2017 im Rahmen des Seminars „Rechtsfragen der Hauptversammlung“ bei Prof. Dr. Gregor Bachmann, LL.M. (Michigan).

## A. Einleitung

Seit dem Inkrafttreten des Namensaktiengesetzes<sup>1</sup> (NaStraG) im Jahr 2001 ist der Streit um die Zulässigkeit der gesellschaftsbenannten Stimmrechtsvertretung (auch *proxy voting* genannt) weitestgehend entschieden. Der rudimentäre Gesetzestext<sup>2</sup> der hierfür konstitutiven Norm des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG lässt jedoch eine Vielzahl an Einzelheiten ungeklärt. Außerdem stellt sich auf rechtspolitischer Seite die Frage, ob mit Einführung dieser Regelung das verfolgte Ziel der Effektivierung deutscher Hauptversammlungen tatsächlich erreicht wurde oder ob das „Experiment“<sup>3</sup> missglückt ist.

Vor dem Hintergrund zunehmender Stimmen, die die Existenzberechtigung der Hauptversammlung deutscher Aktiengesellschaften nach geltendem Recht im Hinblick auf geringe Teilnahmequoten hinterfragen, bedarf es korrigierender Gegenmaßnahmen.<sup>4</sup> Um der Hauptversammlung aus dieser „Sinnkrise“<sup>5</sup> zu helfen, besteht wiederum ein Bedürfnis nach Instrumenten, um die breite, meist weltweit vertretene Anlegerschaft tatsächlich in den korporativen Willensbildungsprozess zu integrieren. Hierbei stellen Stimmrechtsvertreterssysteme ein wichtiges Mittel zur Steigerung der Aktionärsbeteiligung dar, ohne gleichzeitig die Zahl der physisch Teilnehmenden zu erhöhen.<sup>6</sup> Letztlich unterscheiden sich die verschiedenen Spielarten der Stimmrechtsvertretung nur in der Frage, *wer* die Stimmen vertreten soll: dies können die Aktionärsvereinigung, Banken im Rahmen des sog. Depotstimmrechts oder die Verwaltung der Aktiengesellschaft selbst sein. Letzterer Fall wird unter den Schlagwörtern „Verwaltungsstimmrecht“ oder *proxy voting* im engeren Sinne diskutiert. Auch ohne in dieser Thematik Vorkenntnisse zu haben, erscheint jedoch bereits die Vorstellung einer Verwaltung, die über ihre eigenen Vorschläge abstimmt, bedenklich.

## B. *Proxy voting* in Deutschland

Das englische Wort *proxy* lässt sich von *procuracy* (*procura*) ableiten und kann sowohl das Vollmachtsformular, die Vollmacht als solche oder die Person des

---

<sup>1</sup> Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung, BGBl. I, 2001, S. 123.

<sup>2</sup> BT-Drucks. 14/4618, S. 14, damals noch § 134 Abs. 3 S. 3 AktG.

<sup>3</sup> *Seibert*, Aktienrechtsnovelle NaStraG tritt in Kraft – Übersicht über das Gesetz und Auszüge aus dem Bericht des Rechtsausschusses, ZIP 2001, 53 (55).

<sup>4</sup> *Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 5. Aufl. 2011, S. 4 Rn. 12.

<sup>5</sup> *Seibert*, Die Stimmrechtsausübung in deutschen Aktiengesellschaften – ein Bericht an den Deutschen Bundestag, AG 2004, 529 (529).

<sup>6</sup> *Lenz*, Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (Proxy-Voting) in der Hauptversammlung der deutschen Publikums-AG, 2005, S. 111 f.

Stimmrechtsvertreter selbst bezeichnen.<sup>7</sup> Ebenso weit ist der Begriff des *proxy voting* zu verstehen, welcher jede Spielart der Stimmrechtsausübung mittels eines Bevollmächtigten erfasst.<sup>8</sup> Im deutschen Schrifttum werden unter dem Oberbegriff des *proxy voting* meist folgende zwei Varianten der Stimmrechtsausübung verstanden: Einerseits fällt hierunter die Stimmrechtsvertretung der Aktionäre durch von der Gesellschaft beauftragte, ansonsten aber unabhängige Dritte – meist eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder eine Rechtsanwaltskanzlei.<sup>9</sup> Andererseits lässt sich hierunter auch das sog. Verwaltungsstimmrecht fassen, also die organisierte Stimmrechtsvertretung der Aktionäre durch die Aktiengesellschaft selbst oder durch gesellschaftsangehörige Vertreter auf der gesellschaftseigenen Hauptversammlung.<sup>10</sup>

Letzteres Verständnis des *proxy voting* im Sinne eines Verwaltungsstimmrechts soll dieser Abhandlung zugrunde gelegt werden. Fälle der Bevollmächtigung gesellschaftsangehöriger Stimmrechtsvertreter *auf Initiative* des Aktionärs bleiben im Folgenden außer Betracht. Vielmehr sollen nur die von der Gesellschaft benannten bzw. vorgeschlagenen Stimmrechtsvertreter behandelt werden.

## I. Die USA als Vorbild

Der Gesetzesbegründung lässt sich entnehmen, dass mit der Norm des § 134 Abs. 3 S. 3 AktG a.F.<sup>11</sup> die Schaffung eines Abstimmungsverfahrens beabsichtigt war, welches mit „dem im angloamerikanischen Rechtskreis bekannten Proxy-Voting vergleichbar [...]“ ist.<sup>12</sup>

Dort verbindet man das *proxy voting* insbesondere mit dem Ringen der Gesellschaftsverwaltung mit oppositionellen Anlegern um die Stimmen der passiven Aktionäre: den sog. *proxy fights* – oder weniger martialisch: *proxy contests*.<sup>13</sup> Hierbei stellt das öffentliche Einwerben von Stimmrechtsvollmachten – sog. *proxy solicitation* – ein wirksames Instrument für Vorstand oder aktive Aktionäre dar, um die eigene Opposition gegenüber dem jeweils anderen zu

---

<sup>7</sup> Lenz (Fn. 6), S. 42.

<sup>8</sup> Hübner, Aktionärsbeteiligung und Internet: Eine rechtsvergleichende Bestandsaufnahme korporativer Willensbildung im Zeitalter neuer Medien, 2002, S. 46.

<sup>9</sup> So Lenz (Fn. 6), S. 45.

<sup>10</sup> In diesem Sinne: Bachmann, Verwaltungsvollmacht und „Aktionärsdemokratie“: Selbstregulative Ansätze für die Hauptversammlung, AG 2001, 635 (635); Zöllner, Die Ausübung des Stimmrechts für fremde Aktien durch die Aktiengesellschaft auf ihrer eigenen Hauptversammlung, in: FS Westermann, 1974, S. 603 ff.

<sup>11</sup> Heute § 134 Abs. 3 S. 5 AktG.

<sup>12</sup> BT-Drucks. 14/4618, S. 14.

<sup>13</sup> Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2013, Rn. 887 ff.

stärken.<sup>14</sup> Da für die Beschlussfähigkeit amerikanischer Aktiengesellschaften das Erreichen bestimmter Mindestquoten notwendig ist, sollte außerdem zum Wohle der innergesellschaftlichen Willensbildung nicht darauf verzichtet werden.<sup>15</sup> Bedient sich eine US-amerikanische Publikumsaktiengesellschaft (*public corporation*) oder ein Aktionär<sup>16</sup> dieses Instruments und werden weitere Voraussetzungen erfüllt (Zulassung an einer nationalen Börse oder Gesellschaftsvermögen von über 10 Millionen US-Dollar sowie eine bestimmte Anzahl an Aktionären)<sup>17</sup>, so finden die strengen Regeln der unabhängigen Bundesbehörde zur Börsen- und Wertpapieraufsicht, der *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Anwendung.<sup>18</sup> Diese SEC Rules erlegen den betroffenen Stimmrechtsvertretern (sog. *proxy issuers*) verschiedene Registrierungs- und Offenlegungspflichten auf:<sup>19</sup> Bevor das Einwerben von Stimmrechtsvollmachten beginnen kann, muss die *corporation* ein sog. *proxy statement* bei der *SEC* einreichen, welches alle für die Abstimmung bedeutsamen Umstände wahrheitsgetreu und leicht verständlich wiederzugeben hat.<sup>20</sup> Bei einem Verstoß gegen diese Regelung ist mit einer Intervention seitens der *SEC* dergestalt zu rechnen, dass die betreffende Hauptversammlung verhindert wird.<sup>21</sup> Zwar ist weder im Securities Exchange Act noch in den SEC Rules eine Haftung der *corporation* oder des *proxy issuers* gegenüber dem Aktionär kodifiziert. Gleichwohl hat die Rechtsprechung aus dem Sinn und Zweck der *proxy rules*, Schutz gegenüber betrügerischen oder irreführenden *proxy*-Informationen zu bieten, ein Individualklagerecht des Aktionärs hergeleitet.<sup>22</sup> Diese Klage kann auf vorläufigen Rechtsschutz durch einstweilige Verfügung, Unterlassung, Rückgängigmachung oder auch auf Schadensersatz gerichtet sein.<sup>23</sup>

Es zeigt sich also, dass dem US-amerikanischen Vorbild eine ausgeprägte Regelungsdichte zugrunde liegt: Etwa zwanzig ausführliche Vorschriften bilden das gesetzliche Fundament,<sup>24</sup> die *SEC* als unabhängige Bundesbehörde dient als

---

<sup>14</sup> Flore, Mehr Aktionärsdemokratie wagen? – Proxy Contests statt Verwaltungsstimmrecht?, 2011, S. 197; Schockenhoff, Proxy Fights – bald auch in Deutschland? Einwerben von Stimmrechtsvollmachten durch Aktionäre und Verwaltung, NZG 2015, 657 (657).

<sup>15</sup> Lenz (Fn. 6), S. 133; Merkt (Fn. 13), Rn. 855 f.

<sup>16</sup> Gemäß SEC Rule 14a-2(b)(2) müssen hierfür mehr als zehn Stimmen kumuliert werden.

<sup>17</sup> § 12(g)(1)(A), 15 U.S.C.A. § 781(g)(1)(A) in der durch den JOBS Act von 2012, H.R.Rep. No. 112-3606, § 501 (2012) geänderten Fassung.

<sup>18</sup> Merkt (Fn. 13), Rn. 858.

<sup>19</sup> Ebd., Rn. 860.

<sup>20</sup> SEC Rule 14a-3(a).

<sup>21</sup> Lenz (Fn. 6), S. 136.

<sup>22</sup> *Supreme Court of the United States, J.I. Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426 (1964).

<sup>23</sup> Ebd.

<sup>24</sup> Rules 14a-1 bis 14a-10, 14a-12 bis 14a-15, 14a-103 und 14a-104.

Garant für die Einhaltung dieser Regelungen und schließlich hat sich in ständiger Rechtsprechung und Rechtsfortbildung ein Rechtsschutzsystem zu Gunsten des einzelnen Aktionärs herausgebildet. In seiner Komplexität ist das US-amerikanische System weltweit einzigartig.<sup>25</sup>

## II. Das Verwaltungsstimmrecht vor Inkrafttreten des NaStraG

Lange Zeit herrschte im deutschen Schrifttum weitgehende Einigkeit über die Unvereinbarkeit des Verwaltungsstimmrechts mit einem wesentlichen Institut des deutschen Zivilrechts: dem Verbot des Insihgeschäfts gemäß § 181 BGB.<sup>26</sup> Vor dem Hintergrund der zwingenden Kompetenzverteilung innerhalb der Aktiengesellschaft (§ 23 Abs. 5 AktG) und der damit angestrebten Machtbalance zwischen ihren Organen<sup>27</sup> bereitet der Gedanke an eine über sich selbst abstimmende Verwaltung (sog. „Selbstkontrolle des Managements“)<sup>28</sup> Unbehagen. Welche Faktoren waren also für diesen Sinneswandel maßgeblich?

Vor 2001 und dem Inkrafttreten des NaStraG schwieg das Gesetz zu der Zulässigkeit der gesellschaftsbenannten Stimmrechtsvertretung. Lediglich § 135 Abs. 1 S. 2 AktG a.F.<sup>29</sup> enthielt in diesem Zusammenhang einen Anhaltspunkt. Eingeführt mit der Neufassung des Aktiengesetzes im Jahre 1965 regelte die Norm damals – ebenso wie heutzutage ihre Nachfolgevorschrift des § 135 Abs. 3 S. 3 AktG – die Zulässigkeit der Stimmrechtsvertretung von Depotbanken durch deren Verwaltungsorgane auf der gesellschaftseigenen Hauptversammlung. Die Stimmrechtsausübung durch das bevollmächtigte Kreditinstitut setzt jedoch voraus, dass der Aktionär ausdrückliche Einzelweisung zu jedem einzelnen Tagesordnungspunkt erteilt.<sup>30</sup> Fraglich war indes, welche Rolle diese Norm bei der Frage der Zulässigkeit des Verwaltungsstimmrecht für Nicht-Depotbanken spielte. Schließlich konnte die Lektüre des § 135 Abs. 1 S. 2 AktG a.F. zwei unterschiedliche Reaktionen beim Leser hervorrufen: Einerseits könnte er geneigt sein, in § 135 Abs. 1 S. 2 AktG a.F. die Absicht des Gesetzgebers zu erkennen, eine *Erschwernis* dergestalt für Depotbanken kodifizieren zu wollen, dass gerade und nur für sie das zusätzliche Erfordernis der ausdrücklichen Weisungserteilung notwendig sei. Im Übrigen könnte das Verwaltungsstimmrecht nach dieser Lesart von allen anderen Aktiengesellschaften getrost verwen-

<sup>25</sup> *Ruoff*, Stimmrechtsvertretung, Stimmrechtsermächtigung und Proxy-System – Stimmrechtsausübung durch Intermediäre in Aktionärsversammlungen – Deutschland, Schweiz und USA im Rechtsvergleich, 1999, S. 179.

<sup>26</sup> So *Bachmann*, Namensaktie und Stimmrechtsvertretung, WM 1999, 2100 (2104); *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 1997, S. 862 m.w.N.

<sup>27</sup> *Herrler*, in: Grigoleit, 2013, § 119 Rn. 1.

<sup>28</sup> *Ebd.*, § 135 Rn. 34 f.

<sup>29</sup> Heute § 135 Abs. 3 S. 3 AktG.

<sup>30</sup> *Herrler*, in: Grigoleit (Fn. 27), § 135 Rn. 33.

det werden. Die Zulässigkeit wäre nämlich der Normalfall und müsste deswegen nicht ausdrücklich normiert werden (das „beredte Schweigen des Gesetzgebers“).<sup>31</sup> Andererseits könnte der Normtext nicht als Erschweris für Depotbanken, sondern vielmehr als ein *Privileg* verstanden werden. Aus diesem Privileg würde im Umkehrschluss folgen, dass ein Verwaltungsstimmrecht – selbst mit ausdrücklicher Weisungserteilung – für alle anderen Aktiengesellschaften nicht gewollt sei.<sup>32</sup> So lässt sich der Konflikt zwischen der Lesart als *Erschweris* und derjenigen als *Privileg* auch auf die folgende Frage herunterbrechen: War dem Gesetzgeber die Zulässigkeit so selbstverständlich, dass er „beredt“ dazu schweigen wollte oder hat er es versäumt, die Unzulässigkeit zu normieren, sodass diese Regelungslücke nun geschlossen werden musste?

Das rechtswissenschaftliche Schrifttum entschied diese Frage mehrheitlich zugunsten der Unvereinbarkeit des Verwaltungsstimmrechts für Aktiengesellschaften der Realwirtschaft.<sup>33</sup> Die damals herrschende Auffassung begründete dies mit der Überlegung, dass auch vor Inkrafttreten der Norm im Jahre 1965 ein Verwaltungsstimmrecht mehrheitlich als unzulässig angesehen wurde und es schlicht nicht nachvollziehbar sei, warum der Gesetzgeber dieser breiten Ablehnung lediglich mit einem „beredten Schweigen“ hätte trotzen wollen.<sup>34</sup> Gerade im Hinblick auf den in § 23 Abs. 5 AktG normierten „Grundsatz der Satzungsstrenge“<sup>35</sup> des Aktiengesetzes erschien diese Ansicht nur konsequent.

Hatte man sich damit für eine grobe Richtung entschlossen, galt es nun, den richtigen Pfad einzuschlagen – bzw. die Regelungslücke zu schließen. Hierfür bediente man sich einer Gesamtschau aus Normen und allgemeinen sowie normspezifischen Rechtsgedanken: In dem Zusammenspiel des § 136 Abs. 2 AktG a.F.<sup>36</sup> (Verbot der Stimmrechtsausübung durch die AG aus eigenen Aktien) i.V.m. § 136 Abs. 3 AktG a.F.<sup>37</sup> (Nichtigkeit von Stimmbindungsverträgen) sowie dem in § 136 Abs. 1 AktG normierten Verbot des Richtens in eigener

<sup>31</sup> So vertreten vom *LG Stuttgart*, AG 1974, 260 (260 f.); zum Begriff des „beredten Schweigens“: *Lenz* (Fn. 6), S. 146 ff.

<sup>32</sup> *Möhring*, Proxi-Stimmrecht und geltendes deutsches Arbeitsrecht, in: FS Geßler, 1971, S. 127 (138); *K. Schmidt* (Fn. 26), S. 862; *Zöllner*, Stimmrechtsvertretung der Kleinaktionäre, in: FS Peltzer, 2001, S. 661 (663 ff.) m.w.N.

<sup>33</sup> Realwirtschaft bezeichnet hierbei die Gesamtheit der Unternehmen, die nicht Finanzinstitut sind, vgl. *Socher/Hanke*, Fachbegriffe aus M & A und Corporate Finance – Die Finanzkrise, NJW 2010, 495 (496).

<sup>34</sup> *Lenz* (Fn. 6), S. 147.

<sup>35</sup> *Koch*, in: Hüffer/Koch, 12. Aufl. 2016, § 23 Rn. 34.

<sup>36</sup> § 136 Abs. 3 AktG a.F. entspricht § 136 Abs. 2 AktG geltender Fassung.

<sup>37</sup> Die Vorschrift wurde durch das Verschmelzungsrichtlinie-Gesetz (BGBl I, 1980, S. 1425 ff.) aufgehoben. Die Stimmverbote sind nunmehr in den §§ 71b, 71d AktG enthalten.

Sache erkannte die herrschende Meinung die grundsätzliche Unzulässigkeit des Verwaltungsstimmrechts.<sup>38</sup> Hinzu kam der bereits angekündigte Widerspruch zu dem Verbot des Insichgeschäfts, welches in der strengen Kompetenz- und Gewaltenteilung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung seine Konkretisierung findet.<sup>39</sup>

Das Verwaltungsstimmrecht galt somit als unvereinbar mit der damals geltenden Gesetzeslage – bis zum Jahre 2001.

### III. Die Norm des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG

Im Rahmen des NaStraG trat am 18.1.2001 § 134 Abs. 3 S. 3 AktG a.F. (heute § 134 Abs. 3 S. 5 AktG) in Kraft. Hinter dieser Norm lässt sich *prima facie* kaum die Legitimation des *proxy votings* vermuten, regelt sie doch in erster Linie, dass die Vollmachtserklärungen der Aktionäre für drei Jahre nachprüfbar von der Gesellschaft festgehalten werden sollen. Erst beim zweiten Lesen wird klar, dass mit „Vollmachtserklärungen“ solche gemeint sind, die seitens der Aktionäre an von der Gesellschaft benannte Stimmrechtsvertreter abgegeben werden. Die Norm setzt also die Zulässigkeit der gesellschaftseigenen Stimmrechtsvertretung jedenfalls im weiteren Sinne *inzident* voraus.<sup>40</sup> Die Folgen dieser Regelung für die Hauptversammlungspraxis und ob letztere mit der gesetzgeberischen Zielvorstellung übereinstimmt, bedürfen dabei einer genaueren Betrachtung.

#### 1. Ein rechtsdogmatisches Fragment

Vergleicht man § 134 Abs. 3 S. 5 AktG mit der Regelungsdichte des US-amerikanischen Vorbildes,<sup>41</sup> muss sich das Vorhandensein von strittigen Rechtsfragen förmlich aufdrängen. So soll zunächst das Problem der Tauglichkeit der Bevollmächtigten dargestellt (*a*), bevor anschließend die konträren Meinungen im Hinblick auf das Weisungserfordernis dargestellt werden (*b*). Im Anschluss wird zu beiden Rechtsfragen Stellung genommen (*c*).

##### *a) Die Person des Bevollmächtigten*

So stellt sich zunächst die Frage, ob jede beliebige Person bzw. auch Organe der Gesellschaft von den Aktionären bevollmächtigt werden können. Die Vorschläge dazu, welche Personen als taugliche Bevollmächtigte von der Gesell-

---

<sup>38</sup> Lenz (Fn. 6), S. 144.

<sup>39</sup> Ebd.

<sup>40</sup> Hirschmann, in: Hölters, 2. Aufl. 2014, § 134 Rn. 51; Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 134 Rn. 26a.

<sup>41</sup> Siehe oben **B. I.**

schaft nominiert werden dürfen, teilen sich in zwei Lager: Einige Stimmen in der Literatur lehnen Organmitglieder (insb. Vorstandsmitglieder) wegen des aus § 136 Abs. 2 AktG abgeleiteten Manipulationsverbots gänzlich ab.<sup>42</sup> Andere schlagen hingegen vor, grundsätzlich jede Person zuzulassen, jedoch für Personen, die sich im Lager der AG befinden (Organmitglieder und Arbeitnehmer), die Stimmrechtsausübung von einer ausdrücklichen Weisung abhängig zu machen.<sup>43</sup> Weitgehende Einigkeit herrscht jedoch darüber, dass jedenfalls keine Organe als solche (also Vorstand oder Aufsichtsrat jeweils als Gremium) zur Bevollmächtigung vorgeschlagen werden dürfen: Diese seien nicht nur wegen ihrer mangelnden Rechtsfähigkeit ungeeignet.<sup>44</sup> Vielmehr folge auch aus dem Manipulationsverbot des § 136 Abs. 2 AktG (Verbot von Stimmbindungsverträgen) die Unvereinbarkeit von Stimmrechtsvollmacht und Gesellschaftsorganen.<sup>45</sup>

*b) Pflicht zur Weisungerteilung*

Weiterhin ist Gegenstand der wissenschaftlichen Diskussion, ob die Vollmacht der Weisung durch den Aktionär und zu jedem einzelnen Tagesordnungspunkt bedarf. Eine Lösung erscheint auch im Hinblick auf das Depotstimmrecht des § 135 Abs. 3 S. 5 AktG besonders relevant, immerhin wird dort explizit das Erfordernis der ausdrücklichen Weisungerteilung für Kreditinstitute normiert.<sup>46</sup>

Gerade der Blick auf das Depotstimmrecht lässt jedoch einige Stimmen im Schrifttum an einem Weisungserfordernis zweifeln. In methodischer Hinsicht könne man den Rechtsgedanken des § 135 Abs. 3 S. 5 AktG nämlich nicht auf das Verwaltungsstimmrecht anwenden.<sup>47</sup> Die Norm sei eine Sonderregelung zur Ausübung des Depotstimmrechts einer Aktienbank und als Ausnahmeregelung daher einer Analogie grundsätzlich nicht zugänglich.<sup>48</sup> Auch in systematischer Hinsicht ergebe sich nichts anderes: Der Verweis in § 134 Abs. 3 S. 5 Halbs. 2 AktG auf ausschließlich § 135 Abs. 5 AktG sei als Wille des Gesetzgebers zu verstehen, die restlichen Absätze gerade nicht entsprechend auf § 134 Abs. 3 S. 5 AktG anwenden zu wollen.<sup>49</sup>

<sup>42</sup> Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 134 Rn. 26b; Spindler, in: Schmidt/Lutter I, 3. Aufl. 2015, § 134 Rn. 63.

<sup>43</sup> Herrler, in: Grigoleit (Fn. 27), § 134 Rn. 35.

<sup>44</sup> Schröder, in: MüKo-AktG III, 3. Aufl. 2013, § 134 Rn. 137; Zöllner (Fn. 32), S. 664.

<sup>45</sup> Bachmann (Fn. 26), S. 2103; Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 134 Rn. 26b.

<sup>46</sup> Siehe oben **B. II.**

<sup>47</sup> Riegger, Hauptversammlung und Internet, ZHR 165 (2001), 204 (214).

<sup>48</sup> Ebd. mit Verweis auf Larenz/Canaris, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Aufl. 1995, S. 175 f.

<sup>49</sup> Bachmann (Fn. 10), S. 638; Hanloser, Proxy-Voting, Remote-Voting und Online-HV:

Eine andere Ansicht argumentiert hingegen, dass – nur weil der Gesetzgeber die Vorschrift des § 135 AktG nicht gänzlich übersehen habe – daraus nicht folge, dass ihm bezüglich eines Teilaspekts die Notwendigkeit zu ihrer entsprechenden Anwendung entgangen sein könnte.<sup>50</sup> Zudem sei kein objektiver Grund zur Ungleichbehandlung zwischen einem Stimmrechtsvertreter einer beliebigen Aktiengesellschaft auf deren eigener Hauptversammlung und einem Stimmrechtsvertreter einer Depotbank gegeben.<sup>51</sup>

*c) Eigene Bewertung der Rechtsfragen*

Die zwei aufgeworfenen Rechtsfragen der Tauglichkeit des Stimmrechtsvertreters sowie des Erfordernisses der Weisungserteilung sind nicht voneinander getrennt zu behandeln. Sie stellen beide Sicherungsmaßnahmen dar, um einer Gefahr zu begegnen, die dem Verwaltungsstimmrecht immanent ist: der Selbstkontrolle des Managements.<sup>52</sup>

Dementsprechend stellt sich zwangsläufig die Frage, mit welchem anderen Gesetzeszweck die Vermeidung der Selbstkontrolle in Konflikt steht. Wie sich aus der vollständigen Gesetzesbezeichnung ergibt („Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung“), hat der Gesetzgeber mit dem NaStraG die Vereinfachung der Stimmrechtsausübung und der Vollmachterteilung beabsichtigt.<sup>53</sup> Hieraus kann der Schluss gezogen werden, dass dieser Zweck eine Einschränkung der Vollmachterteilung verbietet. Eine solche Einschränkung kann jedoch gerade in der Weisungsobliegenheit erblickt werden. Derjenige Aktionär, welcher eine Weisung unterläßt, verliert schließlich seine Stimmkraft in Gänze.<sup>54</sup> Die beabsichtigte Erleichterung würde somit durch das Weisungserfordernis konterkariert und in ihr Gegenteil – den Stimmrechtsverlust – verkehrt.<sup>55</sup>

Hinter der Erwägung der Erleichterung der Stimmrechtsausübung verbirgt sich letztlich die Bestrebung, der „rationalen Apathie“<sup>56</sup> der Aktionäre entgegenzuwirken:<sup>57</sup> Darunter ist die mangelnde Bereitschaft der Kleinanlegerschaft zu

---

§ 134 III 3 AktG nach dem NaStraG, NZG 2001, 355 (355).

<sup>50</sup> *Schröer*, in: MüKo-AktG III (Fn. 44), § 134 Rn. 42.

<sup>51</sup> *Ebd.*

<sup>52</sup> *Bachmann* (Fn. 26), S. 2104; *Koch*, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 134 Rn. 26b; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter I (Fn. 42), § 134 Rn. 63 m.w.N.

<sup>53</sup> BT-Drucks. 14/4618, S. 1 f.

<sup>54</sup> *Bachmann* (Fn. 10), S. 638; *Noack*, Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG, ZIP 2001, 57 (62).

<sup>55</sup> *Bachmann* (Fn. 10), S. 638.

<sup>56</sup> Grundlegend hierzu *Downs*, Ökonomische Theorie der Demokratie, 1968, S. 255 ff.

<sup>57</sup> *Bachmann* (Fn. 10), S. 638.

verstehen, sich am Willensbildungsprozess<sup>58</sup> der Gesellschaft zu beteiligen, weil die Transaktionskosten für eine interessengerechte Stimmenwahrnehmung in keinem Verhältnis zu ihrem Nutzen stehen.<sup>59</sup> Kurz: Die Kosten für die Anfahrt zu einer Hauptversammlung, die meist werktags vormittags gelegen ist und der damit verbundene zeitliche Aufwand rentieren sich für Kleinanleger nicht.<sup>60</sup>

Das Bedürfnis, einerseits eine effektive Kontrolle der Gesellschaft zu vermeiden sowie andererseits die Bestrebung, den Kleinaktionär aus seiner „rationalen Apathie“ herauszuführen, sind demnach die widerstreitenden Motive. Welchem Gesetzeszweck Vorrang eingeräumt wird, entscheidet über die aufgeworfenen Rechtsfragen der Person des Bevollmächtigten und der Weisungsgebundenheit.

Würde ein Verwaltungsstimmrecht ohne ausdrückliches Weisungserfordernis zwangsläufig eine Belebung der Aktionärsdemokratie innerhalb der deutschen Aktiengesellschaften nach sich ziehen und so die herrschende Apathie jedenfalls teilweise durchbrechen? Immerhin ist zu bedenken, dass derjenige Aktionär, welcher sich die Mühe macht, überhaupt eine Vollmacht zu erteilen, in der Regel auch dazu willens sein wird, eine Weisung aufzuerlegen.<sup>61</sup> Außerdem zeigt die derzeitige Praxis<sup>62</sup> und herrschende Meinung in der Literatur<sup>63</sup>, dass ein befriedigendes Ergebnis erzielt werden kann, wenn die konträren Motive in „praktische Konkordanz“ gebracht werden: Eine ausdrückliche Weisung kann nämlich auch in der Erklärung gesehen werden, im Sinne der Verwaltungsvorschläge abzustimmen.<sup>64</sup> Führt man sich abschließend vor Augen, dass der Verzicht auf ein Weisungserfordernis zu einem Wertungswiderspruch im Hinblick auf das Depotstimmrecht führen würde,<sup>65</sup> darf nach geltendem Recht auf die Notwendigkeit der Weisungserteilung für alle übrigen Aktiengesellschaften nicht verzichtet werden. Es gibt keine spezielle Eigenschaft der Depotbanken, die eine andere Handhabung rechtfertigen könnte. Vielmehr war es die verbreitete Praxis der Depotbanken, ihre Kunden auf der eigenen Hauptver-

---

<sup>58</sup> Zur Funktion der Hauptversammlung als Willensbildungsorgan siehe *Herrler*, in: Grigoleit (Fn. 27), § 118 Rn. 1.

<sup>59</sup> *Lenz* (Fn. 6), S. 27.

<sup>60</sup> *Ebd.*, S. 99 ff.

<sup>61</sup> *Notz*, in: Henze/Hoffmann-Becking, Gesellschaftsrecht 2001, Tagungsband zum RWS-Forum am 8. und 9. März 2001 in Berlin, 2001, S. 96; a.A.: *Bachmann* (Fn. 10), S. 638, Fn. 40.

<sup>62</sup> Dies belegen etwa die (online einsehbaren) Anmeldebögen der diesjährigen Hauptversammlungen der *Bayer AG*, *Luftbansa AG*, *Medigene AG* sowie der *Uniper SE*.

<sup>63</sup> *Habersack*, Aktienrecht und Internet, ZHR 165 (2001), 172 (188), *Herrler*, in: Grigoleit (Fn. 27), § 134 Rn. 35 m.w.N.

<sup>64</sup> *Herrler*, in: Grigoleit (Fn. 27), § 134 Rn. 35.

<sup>65</sup> Siehe oben **B. III. 1. b**).

sammlung zu vertreten, welche einer gesetzlichen Klärung bedurfte.<sup>66</sup> Deshalb muss das Weisungserfordernis als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal in den Wortlaut des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG hineingelesen werden.<sup>67</sup> Dies entspricht im Übrigen auch der US-amerikanischen Gesetzeslage,<sup>68</sup> der bei der Schaffung des § 134 Abs. 3 S. 3 AktG a.F. Vorbildfunktion zugekommen ist.<sup>69</sup>

Zu keinem anderen Ergebnis kommt die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK), indem sie in Ziff. 2.3.2 S. 2 DCGK die Verpflichtung des Vorstandes normiert, die Bestellung eines Vertreters für die weisungsgebundene Stimmrechtsausübung zu Gunsten der Aktionäre zu gewährleisten – insofern handelt es sich um keine Empfehlung, sondern vielmehr um eine Wiedergabe des geltenden Rechts.<sup>70</sup>

Konsequenterweise folgt aus einem generellen und ausdrücklichen Weisungserfordernis, dass die Person des Stimmrechtsvertreters an Bedeutung verliert.<sup>71</sup> Für Einschränkungen nur auf bestimmte Stimmrechtsvertreter aus dem Lager der AG ist also kein Raum, da mögliche Interessenkonflikte des Bevollmächtigten durch das enge Korsett der Weisungsgebundenheit gänzlich ausgeschlossen sind. Daher können beispielsweise auch Aufsichtsrats- oder Vorstandsmitglieder bevollmächtigt werden.<sup>72</sup>

## 2. Ein rechtspolitisches Experiment

Seit dem Inkrafttreten des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG im Rahmen des NaStraG sind mittlerweile 16 Jahre vergangen. Ursprünglich als „Experiment“<sup>73</sup> gedacht, sollten mit dem Institut des *proxy voting* zunächst Erfahrungen gesammelt und später angemessen reagiert werden.<sup>74</sup>

Mittlerweile hat sich ein *proxy voting* deutscher Art in Praxis und Schrifttum etabliert. Es stellt sich jedoch die Frage, ob sich mit ihm auch die Hoffnungen des Gesetzgebers erfüllt haben, eine effektive Stimmrechtskoordination zu ge-

<sup>66</sup> Lenz (Fn. 6), S. 142 f.

<sup>67</sup> Vgl. Hirschmann, in: Hölters (Fn. 40), § 134 Rn. 51, dort auch als „teleologische Reduktion“ bezeichnet; Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 134 Rn. 26b; Spindler, in: Schmidt/Lutter I (Fn. 42), § 134 Rn. 56.

<sup>68</sup> Lenz (Fn. 6), S. 136.

<sup>69</sup> BT-Drucks. 14/4618, S. 14.

<sup>70</sup> Goslar, in: Wilsing, DCGK, 2012, Ziff. 2.3.3 Rn. 17.

<sup>71</sup> Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 134 Rn. 26b.

<sup>72</sup> Schröder, in: MüKo-AktG III (Fn. 44), § 134 Rn. 37; Semler, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts IV, 3. Aufl. 2007, § 38 Rn. 53; a.A.: Goslar, in: Wilsing, DCGK, (Fn. 70), Ziff. 2.3.3 Rn. 19.

<sup>73</sup> Hirschmann, in: Hölters (Fn. 40), § 134 Rn. 51.

<sup>74</sup> Seibert (Fn. 3), S. 55.

währleisten und so die Funktionsfähigkeit der Hauptversammlung als Willensbildungsorgan wiederherzustellen.

a) *Die Aktionärsindolenz als Feindbild*

Kaum ein Thema wird in der Diskussion um die Reformbedürftigkeit der deutschen Hauptversammlung so oft aufgegriffen wie die Diskrepanz zwischen den hohen Zahlen der physisch teilnehmenden Aktionäre einerseits und der gleichzeitig sehr niedrigen Präsenz (gemessen in Prozent des stimmberechtigten Kapitals) andererseits.<sup>75</sup> Führt man sich vor Augen, dass die meisten großen DAX-Gesellschaften einen Börsenwert im zweistelligen Milliarden-Euro-Bereich und meist mehr als 100 Millionen emittierte Aktien haben, kann eine Hauptversammlung mit etwa zehntausend teilnehmenden Privatanlegern mit durchschnittlich je einhundert Aktien – trotz immensen logistischen Aufwands – keine hohe Kapitalpräsenz zeitigen: Diese Privatanleger würden lediglich 1-2 % repräsentieren – zumal die Annahme von einhundert Aktien pro Anleger angesichts der Teilnehmerverzeichnisse noch zu hoch gegriffen ist.<sup>76</sup>

Während die hohe Teilnehmerzahl große logistische Schwierigkeiten mit sich bringt,<sup>77</sup> birgt die gleichzeitig geringe Teilnahmequote ein anderes Risiko: das Entstehen von Machtvakuen.<sup>78</sup> So können sogenannte aktivische Aktionäre auch mit einer geringen Stimmkraft einen überproportionalen Einfluss auf die Aktiengesellschaft ausüben.<sup>79</sup>

Vom Bestehen dieser Machtvakuen profitieren insbesondere zwei Machttäger. Einerseits kann die Passivität der Kleinaktionäre zur Folge haben, dass ihre Machtbefugnisse auf Großaktionäre übertragen werden (horizontale Machtverschiebung). Andererseits ist auch die Übernahme originärer Aufgaben der Hauptversammlung *ipso facto* durch die Verwaltung der Aktiengesellschaft die Folge (vertikale Machtverschiebung).<sup>80</sup> Welchen Namen der Profiteur der Aktionärsindolenz auch tragen mag, eine demokratische Legitimation der gefassten Beschlüsse kann auf diese Weise nicht gewährleistet werden.<sup>81</sup>

<sup>75</sup> Butzke (Fn. 4), S. 4 ff.; Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 118 Rn. 5 m.w.N.

<sup>76</sup> Butzke (Fn. 4), S. 4 ff.

<sup>77</sup> Ebd., S. 5 Rn. 14.

<sup>78</sup> Lenz (Fn. 6), S. 102 ff.

<sup>79</sup> Koch, in: Hüffer/Koch (Fn. 35), § 118 Rn. 5.

<sup>80</sup> Immenga, Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger, 1971, S. 9: der Vorstand als „Herrscher in eigener Machtvollkommenheit“; Lenz (Fn. 6), S. 104.

<sup>81</sup> Klavitter, in: Noack/Spindler, Unternehmensrecht und Internet, 2001, S. 37 (37).

Doch wie kann erreicht werden, dass weniger – oder zumindest nicht noch weitere – Aktionäre zu den Hauptversammlungen erscheinen und dort gleichzeitig ein größerer Anteil des stimmberechtigten Kapitals vertreten ist? Was sich zunächst als die Quadratur des Kreises anhören mag, lässt sich theoretisch mit Vertretungssystemen bewältigen, welche die *mittelbare* Aktionärsbeteiligung fördern sollen.<sup>82</sup> Zur Debatte steht dabei ein breites Spektrum von Modellen der Stimmrechtsvertretung: Von Aktionärsvereinigungen über die Einführung von Stimmrechtstreuhändern oder öffentlich-rechtlich beaufsichtigten Depotorganisationen bis hin zur Etablierung des *proxy voting* werden viele Spielarten diskutiert.<sup>83</sup>

Zu beachten ist hierbei jedoch, dass nur solche Modelle mit der geltenden Wirtschaftsverfassung zu vereinbaren sind, welche dem Aktionär als Eigentümer und Risikoträger genügend Rechnung tragen.<sup>84</sup> Ein Auseinanderfallen von Kapitalrisiko und Unternehmenskontrolle trifft auf verfassungsrechtliche Bedenken.<sup>85</sup> Ein wesentlicher Teil der grundgesetzlichen Wirtschaftsordnung ist die in Art. 14 GG verbürgte Eigentumsgarantie, welche die Anerkennung und den Schutz des privaten Eigentums und die Ausübung der Eigentümerrechte gewährleistet. Daher darf das Aktienrecht die Mitsprache- und Kontrollrechte des Aktionärs als dem wirtschaftlichen Eigentümer des Unternehmens nur insofern einschränken, als dies ausnahmsweise notwendig ist.<sup>86</sup> Solche Ausnahmen beschränken sich auf Maßnahmen, die zur Erreichung übergeordneter Ziele – wie der Verfolgung des Gesellschaftszwecks oder der Wahrung der Funktionsfähigkeit der Gesellschaft – unerlässlich sind.<sup>87</sup> Wenn also Vertretungssysteme genutzt werden, muss eine möglichst authentische Wiedergabe des Aktionärswillens gewährleistet werden.

So entschied sich der Gesetzgeber im Rahmen des NaStraG für eine Norm in Gestalt des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG, welche in der Theorie alle vorgenannten Aspekte zu vereinen scheint. Die Erhöhung der mittelbaren Präsenz des stimmberechtigten Kapitals wird durch die gesellschaftsbenannten Stimmrechtsvertreter erzielt. Um eine möglichst authentische Abbildung des Aktionärswillens zu gewährleisten, muss hierbei ausdrückliche Weisung zu den Tagesordnungspunkten erteilt werden.<sup>88</sup> Schließlich entschied man sich damit, das Machтва-

---

<sup>82</sup> *Christians*, Der Aktionär und sein Stimmrecht, AG 1990, 47 (48); *Siebert*, Stimmrecht und Hauptversammlung – eine rechtspolitische Sicht, BB 1998, 2536 (2536).

<sup>83</sup> Eine Auflistung vieler denkbarer Modelle findet sich bei *Lenz* (Fn. 6), S. 111 f.

<sup>84</sup> *Ebd.*, S. 112 f.

<sup>85</sup> *Ebd.*

<sup>86</sup> *Kropff*, Aktiengesetz – Begründung des Regierungsentwurfs, 1965, S. 14.

<sup>87</sup> *Ebd.*

<sup>88</sup> Siehe oben **B. III. 1. c).**

kuum durch die Verwaltung füllen zu lassen, denn: „Eine starke Verwaltung ist allemal besser als ein Machtvakuum.“<sup>89</sup>

*b) Bloße Alternative zur Briefwahl?*

Das wirft jedoch die Frage auf, ob sich dieser Kompromiss aus Sicht der Aktionäre tatsächlich als Bereicherung darstellt. Zu bedenken ist nämlich, dass eine Stimmrechtsvollmacht, die an eine schriftliche Weisung gebunden ist, letztlich auf eine Briefwahl hinausläuft.<sup>90</sup>

Viele DAX-Gesellschaften bieten in ihren Anmeldeformularen<sup>91</sup> zur Hauptversammlung drei Varianten der Stimmrechtsausübung an:<sup>92</sup>

Zunächst besteht die Möglichkeit, selbst auf der Hauptversammlung zu erscheinen bzw. einen *selbstbenannten* Stimmrechtsvertreter zu bevollmächtigen. Als zweite Variante besteht die Möglichkeit der Briefwahl, die sich ihrerseits in zwei alternative Formen aufteilt: die Ausübung der Briefwahl in allen Punkten der Tagesordnung im Sinne der Verwaltung oder die individuelle Abstimmung. Entscheidet sich der Aktionär für letztere, gelangt er über einen Verweis auf die Rückseite des Anmeldeformulars, wo alle Tagesordnungspunkte aufgelistet und mit jeweils drei Kästchen für „Ja“, „Nein“ und „Enthaltung“ versehen sind. Schließlich ist als dritte und letzte Variante die Stimmrechtsausübung durch einen festgelegten Stimmrechtsvertreter zu finden, die sich wiederum in die Vollmachterteilung eines Kreditinstituts bzw. einer Aktionärsvereinigung einerseits oder eines gesellschaftsangehörigen Stimmrechtsvertreters (Verwaltungsstimmrecht) andererseits aufteilt. Entscheidet sich der Aktionär für das Verwaltungsstimmrecht, muss er eine ausdrückliche Weisung erteilen. Dies geschieht entweder in allen Punkten im Sinne der Verwaltung oder per individueller Weisungserteilung. Im letzteren Fall wird – wie bei der Briefwahl – auf die Rückseite des Anmeldebogens verwiesen, wo jeder einzelne Tagesordnungspunkt zu finden ist.

Es zeigt sich also, dass sowohl für die Briefwahl als auch für die Weisungserteilung im Rahmen des Verwaltungsstimmrechts identische Ausübungsmodalitäten bestehen. In beiden Fällen kann entweder im Sinne der Verwaltung oder individuell, entsprechend der rückseitigen Einzelweisung, abgestimmt werden.

<sup>89</sup> *Bachmann* (Fn. 10), S. 639, Fn. 44.

<sup>90</sup> Siehe nur *Bachmann* (Fn. 26), S. 2107.

<sup>91</sup> Zur besseren Veranschaulichung sei auf das Anmeldeformular der *Bayer AG* zur diesjährigen Hauptversammlung verwiesen, abrufbar unter: <https://www.bayer.de/de/hv-2018-anmeldeformular-de.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

<sup>92</sup> Bezug genommen wird auf die (online abrufbaren) Anmeldeformulare zu den diesjährigen Hauptversammlungen der *Bayer AG*, *Lufthansa AG* und *Uniper SE*.

Zwar steht es gemäß § 118 Abs. 2 AktG im Belieben der Gesellschaft, die Abstimmung per Briefwahl überhaupt zuzulassen. Nichtsdestoweniger wird von den meisten DAX 30-Gesellschaften eine Briefwahl auch tatsächlich angeboten.<sup>93</sup> Auch der vermeintliche logistische Vorteil des Verwaltungsstimmrechts, viele Stimmen in einer Person zu vereinigen, wird letztlich durch das Erfordernis der Weisungerteilung relativiert. Sowohl bei der Briefwahl als auch bei der Verwaltungsvollmacht muss jedes einzelne Abstimmungsformular geprüft werden. Ein greifbarer Unterschied zwischen den beiden Abstimmungsformen existiert für die Praxis somit nicht.

c) *Belebung der „Aktionärsdemokratie“?*

Gleichwohl verzeichnete die Hauptversammlungssaison 2007, dass im Durchschnitt mehr als 15 % des auf der Hauptversammlung *anwesenden* Grundkapitals qua Verwaltungsstimmrecht vertreten wurden<sup>94</sup> und bei einer DAX 30-Gesellschaft der gesellschaftseigene Stimmrechtsvertreter sogar mehr als die Hälfte des stimmberechtigten, anwesenden Kapitals hinter sich bringen konnte.<sup>95</sup> Ist in dem Verwaltungsstimmrecht des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG also doch mehr zu sehen als eine bloße Alternative zur Briefwahl? Konnte damit also tatsächlich ein Mehr an „Aktionärsdemokratie“<sup>96</sup>, also der Herrschaft der Aktionäre über die Aktiengesellschaft,<sup>97</sup> erreicht werden?

Zunächst läge die Schlussfolgerung nahe, dass bei einem so beachtlichen Anteil von Aktionären, die per Verwaltungsstimmrecht vertreten wurden, auch eine höhere Hauptversammlungspräsenz insgesamt zu verzeichnen ist;<sup>98</sup> immerhin war eine Steigerung der Beteiligung des stimmberechtigten Kapitals das erklärte Ziel des Gesetzgebers bei der Einführung des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG.<sup>99</sup>

Betrachtet man jedoch die Zahlen der Hauptversammlungspräsenzen zweier DAX 30-Aktiengesellschaften, deren eigene Stimmrechtsvertreter jeweils um die 40 % und 50 % des *anwesenden* Kapitals vertreten haben, tritt schnell Ernüchterung ein. In beiden Fällen lag die Hauptversammlungspräsenz insgesamt

---

<sup>93</sup> Dies belegen die diesjährigen Einladungen zu den Hauptversammlungen u.a. der *Allianz SE*, *Daimler AG*, *Deutsche Bank AG*, *Bayer AG*, *Beiersdorf AG*, *Commerzbank AG* sowie *Lufthansa AG*. Die Einladungen sind allesamt online zu finden.

<sup>94</sup> *Flore*, Mehr Aktionärsdemokratie wagen? – Proxy Contests statt Verwaltungsstimmrecht?, 2011, S. 119.

<sup>95</sup> *Ebd.*, S. 118.

<sup>96</sup> *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, 1. Aufl. 1980, S. 352.

<sup>97</sup> So im weiteren Sinne verstanden von *Flore* (Fn. 94), S. 169.

<sup>98</sup> *Ebd.*, S. 119.

<sup>99</sup> *Seibert* (Fn. 5), S. 529.

immer noch bei nur rund 40 %.<sup>100</sup>

Weiterhin konnte auf Grundlage eines Berichtes des Bundesministeriums für Justiz (BMJ) über die Entwicklung der Stimmrechtsausübung in börsennotierten Aktiengesellschaften vom 19.5.2004<sup>101</sup> eine bemerkenswerte Beobachtung angestellt werden: Es konnte konstatiert werden, dass der Anteil privater Aktionäre (in Abgrenzung zu institutionellen Investoren) in einem negativ reziproken Verhältnis zu dem Umfang des Stimmrechtsanteils des Gesellschaftsvertreters steht.<sup>102</sup> Das heißt, je mehr private Aktionäre an einer Gesellschaft beteiligt sind, desto weniger Stimmen kann der gesellschaftseigene Stimmrechtsvertreter auf sich vereinen. Umgekehrt gilt: Je weniger Privataktionäre vorhanden sind, desto größer ist der Umfang der Stimmen des Gesellschaftsvertreters.

Es zeigt sich also, dass insbesondere Privatanleger sehr zurückhaltend mit der Möglichkeit der Stimmrechtsvertretung umgehen.<sup>103</sup> Das Instrument des Verwaltungsstimmrechts wird vielmehr von institutionellen Anlegern (die nicht zugleich Großaktionäre sind) genutzt.<sup>104</sup> Führt man sich weiterhin vor Augen, dass dem BMJ-Bericht außerdem eine rückläufige Entwicklung der Präsenzzahlen zu entnehmen ist, lässt das an der erhofften Belebung der Aktionärsdemokratie zweifeln.

#### d) Aktionärsagilität durch proxy fights

In den USA stellt das öffentliche Einwerben (*proxy solicitation*)<sup>105</sup> von Stimmrechtsvollmachten ein wichtiges Mittel dar, um die verwaltungseigenen Vorschläge bei den Wahlen zum *board of directors* oder sonstigen Beschlussfassungen durchzusetzen.<sup>106</sup> Zielen aktive Aktionäre darauf ab, Stimmrechtsvollmachten von der Verwaltung abzuwerben, um die Abstimmvorschläge der Verwaltung zu torpedieren oder eigene, gegen das Management gerichtete Anträge durchzusetzen, kommt es zum *proxy fight*.<sup>107</sup> In den USA finden diese „Kämpfe“ zwar selten statt. Schließlich sind mit ihnen meist sehr hohe Kosten für Druck- und Versendung des *proxy statement*, der Zeitungswerbung sowie der Entwicklung von Wahlkampfstrategien durch Beratunsfirmen verbunden<sup>108</sup> – Kosten die für

---

<sup>100</sup> Flore (Fn. 94), S. 119.

<sup>101</sup> In Auszügen zu finden bei Seibert (Fn. 5), S. 529 ff.

<sup>102</sup> Flore (Fn. 94), S. 123 (Aussage 4).

<sup>103</sup> Ebd., S. 121.

<sup>104</sup> Ebd., S. 123.

<sup>105</sup> Siehe bereits oben **B. I.**

<sup>106</sup> Lenz (Fn. 6), S. 134.

<sup>107</sup> Schockenhoff (Fn. 14), S. 658.

<sup>108</sup> Merkt (Fn. 13), Rn. 895.

beide Seiten schnell Millionenhöhe erreichen können.<sup>109</sup> Nichtsdestoweniger hat ihre Zahl in den letzten 20 Jahren stark zugenommen und überschreitet mittlerweile die Zahl der Übernahmeangebote.<sup>110</sup> Der Versuch des amerikanischen Großinvestors *Carl Icahn*, das *board* von *Time Warner* in den Jahren 2005/2006 abzusetzen sowie der erbitterte Kampf bei *Hewlett Packard* um die Übernahme des Computerherstellers *Compaq* im Jahr 2002 stellen hierfür bekannte Beispiele dar. Jedoch sind mittlerweile auch in Deutschland Fälle des *proxy fighting* zu verzeichnen. Im Jahr 2007 war das mittelständische Fotoentwicklungsunternehmen *Cewe Color Holding AG* Schauplatz für einen Wettkampf um Stimmrechtsvollmachten zwischen der Verwaltung und einem aktivischen Aktionär aus den USA.<sup>111</sup> Dessen Ziel war es, den Vorstand zur Zahlung einer Sonderdividende zu bewegen.<sup>112</sup> Die Sprengkraft des Falles ist jedoch in den Präsenzzahlen der entscheidenden Hauptversammlung zu finden: Galten die bisherigen Hauptversammlungen der *Cewe Color* eher als schwach besucht, so konnte im Jahr 2007 nach intensivem Stimmeneinwerben durch Verwaltung und Opposition eine Präsenz von 87,1 % erreicht werden.<sup>113</sup> Im Vorjahr betrug die Beteiligung lediglich 37 % und konnte somit mehr als verdoppelt werden.<sup>114</sup>

Am Beispiel der *Cewe Color Holding AG* zeigt sich also, dass *proxy fights* präsenzsteigernde Wirkung entfalten können. Zwar ist nicht von der Hand zu weisen, dass es aus Sicht des Aktionärs kaum Tagesordnungspunkte gibt, die die Entscheidung über Sonderdividenden im Hinblick auf ihre Attraktivität überbieten können. Ob sich mit *proxy fights* solche Präsenzzahlen also auch für Hauptversammlungen erzielen lassen, auf denen beispielsweise über die Entlastung des Vorstandes oder die Änderung des Unternehmensgegenstandes abgestimmt werden soll, sei dahingestellt. Gleichwohl kann diesem Wettkampf – gleich einem politischen Wahlkampf<sup>115</sup> – eine belebende Wirkung auf die Hauptversammlung attestiert werden. Zwar ist fraglich, ob tatsächlich ein Zusammenhang zwischen dem *proxy voting* im Sinne eines Verwaltungsstimmrechts und der präsenzsteigernden Wirkung von *proxy fights* besteht oder ob sich das gleiche

---

<sup>109</sup> *Markt* (Fn. 13), Rn. 893, Abbildung 21.

<sup>110</sup> *Flore* (Fn. 94), S. 229.

<sup>111</sup> Ausführlich hierzu: *Blome-Drees/Rang*, Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland am Beispiel der *Cewe Color AG*, abrufbar unter: [https://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_finanzinvestoren\\_cewecolor.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_cewecolor.pdf) (zuletzt abgerufen am 30.7.2018).

<sup>112</sup> *Ebd.*, S. 17.

<sup>113</sup> *Ebd.*, S. 26.

<sup>114</sup> *Mehner*, Die Lehren aus der *Cewe-Schlammschlacht* – Hohe Präsenzen und ausgefeiltes Hauptversammlungsmanagement sind unabdingbar, *Börsen-Zeitung* v. 27.9.2007 (Nr. 175), S. 13.

<sup>115</sup> *Markt* (Fn. 13), Rn. 887.

Ergebnis mit einem gesellschaftsunabhängigen Stimmrechtsvertreter (z.B. einer Anwaltskanzlei) erzielen ließe. Im Hinblick auf die notwendige „Waffengleichheit“<sup>116</sup> zwischen Verwaltung und opponierenden Aktionären ist das Verwaltungsstimmrecht jedoch der Schritt in die richtige Richtung.

### C. Zusammenfassung und Ausblick

Die Norm des § 134 Abs. 3 S. 5 ist wegen ihrer unauffälligen Stellung und Schlichtheit leicht zu überlesen. Gleichzeitig wird von ihr erwartet, das Instrumentarium des Verwaltungsstimmrechts ebenso lückenlos abzudecken wie in dessen Herkunftsland USA, wo eine eigene Bundesbehörde, ein Katalog an gesetzlichen Regelungen sowie umfangreiche Rechtsprechung für Rechtssicherheit sorgen.

Jener fragmentarische Gesetzestext ist ursächlich für den Streit um die Tauglichkeit der Person des Stimmrechtsvertreters. Diese Problematik ist jedoch als Folgefrage des Weisungserfordernisses zu bewerten. Die Person des Bevollmächtigten kann daher – vorausgesetzt, es handelt sich nicht um ein Organ der Gesellschaft – keine Rolle spielen, sofern ein generelles Weisungserfordernis richtigerweise bejaht wird.

Zudem kann der Norm des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG keine andere Eigenschaft abgewonnen werden als derjenigen einer bloßen, gleichwertigen Alternative zur Briefwahl – auch wenn der Gesetzgeber dies nicht intendiert haben kann. Dieser muss *de lege ferenda* einen anderen Weg finden, um die Aktionärsindolenz zu beseitigen und die Aktionärsdemokratie wiederzubeleben.

Positiv zu bewerten ist letztlich der Wettkampf von Verwaltung und opponierenden Anlegern um Stimmrechtsvollmachten, den sog. *proxy fights*, welche eine präsenzsteigernde Wirkung auf Hauptversammlungen entfalten können. Ob sich diese Wirkung für jeden beliebigen Tagesordnungspunkt erzielen lässt und ob das *proxy voting* im Sinne des Verwaltungsstimmrechts hierfür zwingend notwendig ist, kann nicht beantwortet werden – jedenfalls ist es für die Gesellschaft kostengünstiger, als eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder eine Rechtsanwaltskanzlei damit zu beauftragen.

Abschließend kann man konstatieren, dass die mittelbare Stimmrechtsvertretung das probate Mittel darstellt, um Hauptversammlungsbeschlüssen ein Mehr an Legitimation zu ermöglichen, ohne dabei die physische Präsenz der Aktionäre zu erhöhen. Insofern stellt auch die Idee des *proxy voting* das geeignete Instru-

---

<sup>116</sup> Schockenhoff (Fn. 14), S. 664, dort jedoch im Hinblick auf das organisierte Einwerben von Stimmrechtsvollmachten.

ment dar, dieses Ziel zu erreichen. Um ein effizientes System der Stimmrechtsvertretung sowie des Stimmrechtseinwerbens zu konstruieren, wird aber eine höhere Regelungsdichte notwendig sein, als sie in § 135 Abs. 3 S. 5 AktG vorzufinden ist. Dafür würde es bereits ausreichen, Rechtsnormen zu erlassen, die das Verwaltungsstimmrecht ausdrücklich zulassen, die Weisungsgebundenheit regeln und Aussagen über das Einwerben von Stimmrechtsvollmachten treffen. Dies würde die notwendige Rechtssicherheit in den deutschen Aktiengesellschaften verbreiten und in rechtspolitischer Sicht das mit Inkrafttreten des NaStraG begonnene „Experiment“ letztlich doch glücken lassen.