

## Kapitel 4: Jüngste Reformen des Aktienrechts

Überlegungen zur Reform des Aktienrechts sind ständiger Begleiter der Rechtspraxis. Auch das für die Internet-Hauptversammlung wichtige Thema der Stimmrechtsausübung durch Dritte ist seit Jahrzehnten Gegenstand heftiger Auseinandersetzungen<sup>161</sup>. Diesen Diskussionen hat die Aktienrechtsnovelle von 1965 zwar keine Pause verschafft, doch hat der Gesetzgeber in den darauf folgenden Jahren von umfangreichen Änderungen abgesehen. Ende der Achtziger Jahre entwickelte eine von *Albach* und *Lutter* geführte Reformkommission Vorschläge zur Modernisierung des Aktienrechts. Unter anderem wurden die Ideen aufgegriffen, eine schriftliche Abstimmung unter den Aktionären<sup>162</sup> oder eine Delegiertenversammlung<sup>163</sup> einzuführen. Auch diese Punkte fanden jedoch keinen Weg in das Gesetz.

Neuen Schwung erhielt die Reformdiskussion mit dem Aufkeimen der Corporate Governance-Debatte. Ausgehend von dem Bedürfnis des Kapitalmarktes nach mehr Einfluß auf die Geschäftsleitungen wurde eine Modernisierung der Unternehmensverfassung angemahnt und damit das Gesellschaftsrecht in die Debatte miteinbezogen. Schließlich reagierte der Gesetzgeber mit einer Fülle von Teilreformen, die vom Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts<sup>164</sup> bis hin zum Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG)<sup>165</sup> reichen und in ihrer Gesamtheit das Aktienrecht in bedeutender Weise umgestaltet haben. Auch die jüngst durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG<sup>166</sup>) abermals vorangetriebene Entwicklung soll im folgenden nachgezeichnet werden.

### § 16 Internationale Corporate Governance-Bewegung

Der englische Begriff Corporate Governance läßt sich nicht ohne weiteres übersetzen, kommt aber dem Terminus *Unternehmensverfassung* nahe<sup>167</sup>. Corporate Governance unterliegt im Vergleich zur Unternehmensverfassung einem engeren Betrachtungswinkel, da sie sich vor allem mit den Eckpunkten einer erfolgreichen Leitung und Überwachung der Gesellschaft beschäftigt. Andererseits geht Corporate

161 Möhring FS Gefler S. 127 (127); Überblick dazu bei v. Falkenhausen AG 1966, 69 (71ff).

162 Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter S. 82ff.

163 KölnKomm-Zöllner 1. Aufl. Einleitungsband Rn 210ff; Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter S. 94ff; kritisch Schwark S. 161ff und ZGR 1976, 271 (287f).

164 Gesetz v. 2.8.1994, BGBl. I 1994, 1961ff.

165 Gesetz v. 19.7.2002, BGBl. I 2002, 2681ff.

166 Gesetz v. 22.9.2005, BGBl. I 2005, 2802ff.

167 KodexKomm-v. Werder Rn 1.

Governance über das Wesen der Unternehmensverfassung hinaus, indem sie nicht nur die rechtlichen, sondern auch die faktischen Rahmenbedingungen in die Bewertung miteinbezieht<sup>168</sup>. Neben dem gesetzlichen Regulatorium werden daher auch unternehmensinterne Entscheidungsstrukturen analysiert, in deren Rahmen die Geschäftsführung Entscheidungen fällt<sup>169</sup>. Dies kann systematisch geschehen, indem ein unternehmensweites Compliance-System eingerichtet wird<sup>170</sup>.

Im Mittelpunkt steht die Sorge, wie durch vertragliche und institutionelle Vorkehrungen eine wirksame Kontrolle des Interessenvertreters durch den Geschäftsherrn bewerkstelligt werden kann<sup>171</sup>. Ein wesentliches Merkmal ist die laufende Überwachung durch Investoren, da sie anders als die periodisch zusammentretende Hauptversammlung das Verwaltungshandeln kontinuierlich an das Gesellschaftsinteresse binden soll<sup>172</sup>. Daher wird Corporate Governance teilweise auch als Prozeß beschrieben, in dem Investoren versuchen, die Erträge aus dem eingelegten Kapital zu maximieren<sup>173</sup>. Zusammenfassend läßt sich formulieren, daß Corporate Governance die Gesamtheit der Verhaltensregeln beschreibt, die eine verantwortliche, auf langfristige Wertschöpfung zielende Geschäftsleitung ausmachen<sup>174</sup>.

## A. Entstehung von Corporate Governance in den USA

Corporate Governance wird seit Ende der Siebziger Jahre diskutiert und befaßte sich zunächst mit der Sozialverantwortung von Unternehmensleitungen<sup>175</sup>. Dies löste die rechtspolitische Debatte aus, bei welchen Organen der Gesellschaft die Entscheidungsgewalt richtigerweise anzusiedeln ist und wie der Einfluß der Verwaltung sinnvoll begrenzt werden kann, ohne die Ziele der Unternehmung zu beeinträchtigen. Die Idee, den Kapitalgebern umfangreichere Möglichkeiten zur Überprüfung der Geschäftsleitung an die Hand zu geben, geht zurück auf das 1978 ins Leben gerufene Corporate Governance Project des American Law Institute (ALI). 1982 legte das ALI den ersten vorläufigen Entwurf eines Maßnahmenkatalogs vor. Dieser war konzeptioniert als Zusammenschau der für die Unternehmensleitung wichtigen Entscheidungsmuster in der Form gesetzeswiederholender und gesetzesinterpretie-

168 Schneider AG 2004, 429 (429).

169 Leiman 2 J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg. 89, 89 (1979).

170 Zu dessen möglichen Elementen Bürkle BB 2005, 565 (565ff).

171 Baums/Buxbaum/Hopt-Hadden S. 89 (90); Hopt ZGR 2004, 1 (3).

172 Barnard 69 N. C. L. Rev. 1135, 1137 (1990-1991); Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge-Macey S. 903 (907).

173 Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge-Macey S. 903 (906).

174 K. Schmidt Gesellschaftsrecht § 26 II 3 b.

175 Exemplarisch Jones 30 Hastings L. J. 1261ff (1978-1979), aus der deutschen Diskussion Wiedemann ZGR 1982, 147 (161ff).

render Regelungen, ergänzt um Empfehlungen für die Rechtsprechung und die Unternehmenspraxis<sup>176</sup>.

In einem nächsten Schritt schalteten sich die institutionellen Investoren mit der Forderung nach mehr Einfluß in die Diskussion ein. Vorreiter war der US-amerikanische Pensionsfonds CalPERS (California Public Employees' Retirement System), der sich des Themas Corporate Governance Mitte der Achtziger Jahre annahm. Anlaß boten Schäden am Portfolio des weltgrößten Anlagefonds, die durch *Greenmail* verursacht wurden. Greenmail ist der Sache nach eine außerordentliche Dividende an einen einzelnen Investor, der eine Gesellschaft durch den kurzfristigen Ankauf eines umfangreichen Beteiligungspakets gezielt in eine Übernahmesituation bringt. Dabei liegt die Gefahr weniger in der drohenden Übernahme als in ihrem raschen Ablauf. Denn selbst wenn die Unternehmensleitung zu der Überzeugung kommt, daß ein Verkauf der Gesellschaft die für die Aktionäre günstigste Variante darstellt, bleibt ihr nicht genügend Zeit, andere Bieter zu finden und damit den Verkaufspreis zu maximieren. Verteidigungsstrategien wie z.B. Poison Pills oder Staggered Boards helfen, kostbare Zeit für Verhandlungen oder Auktionsverfahren zu gewinnen. Dazu muß jedoch erst die Satzung geändert werden, wofür in der Übernahmesituation keine Zeit zur Verfügung steht<sup>177</sup>. Die jeweilige Zielgesellschaft verfügt in der Regel über keine anderen Abwehrmittel und kann daher die drohende Übernahme nur durch einen Rückkauf des fraglichen Aktienpakets verhindern<sup>178</sup>. Beim Erwerb zahlt das Unternehmen eine erheblich über dem Börsenwert der Beteiligung liegende Prämie, die den Profit des Investors ausmacht und die Substanz des Unternehmens schmälert. Enttäuscht werden die in der Gesellschaft verbleibenden Anleger, da der Wert ihrer Beteiligung sinkt. Aus den erfolgreichen Greenmail-Attacken gegen Texaco und Walt Disney Productions im Jahre 1984 zog die Führung von CalPERS die Schlußfolgerung, daß Aktionäre ein gewisses Maß an Aktivität zeigen müssen, um ihre Interessen wirkungsvoll durchsetzen zu können<sup>179</sup>.

Anfangs herrschte noch Uneinigkeit darüber, auf welche Weise sich die propagierte Einflußnahme auf die Verwaltung vollziehen sollte. Die Forderung von CalPERS nach einer Einrichtung von *Shareholder Advisory Boards*, die als eigenständige Gesellschaftsorgane die Vorstände kontrollieren sollten, erwies sich als politisch nicht durchsetzbar<sup>180</sup>. Ernsthafter diskutiert wurde die Übernahme des deutschen Modells durch Einführung eines im anglo-amerikanischen Rechtskreis bisher

176 Eisenberg 48 B. L. 1271, 1272 (1992-1993).

177 Inzwischen haben alle am Kapitalmarkt vertretenen US-Unternehmen entsprechende Vorkehrungen getroffen, so daß Greenmail seine Bedeutung in der Praxis verloren hat.

178 Nach deutschem Recht wäre dies gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG nur dann zulässig, sofern die Gesellschaft durch die Übernahme einen schweren Schaden nehmen würde, vgl. Hüffer § 71 Rn 9.

179 Barnard 69 N. C. L. Rev. 1135, 1144f (1990-1991).

180 Barnard 69 N. C. L. Rev. 1135, 1136 (1990-1991). Die Idee wurde jüngst aufgegriffen, als der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Deutschen Börse AG die Einrichtung eines Aktionärsrats vorschlug, vgl. FAZ v. 9.4.2005, S. 19, Handelsblatt v. 8./9./10.4.2005, S. 23.

nicht vorhandenen Überwachungsorgans nach Art des Aufsichtsrats<sup>181</sup>. Die lediglich im Jahresrhythmus stattfindende Kontrolle des Aufsichtsrates durch die Hauptversammlung wurde gleichwohl als nicht ausreichend angesehen, so daß der Kapitalmarkt weitere Mittel zu Überwachung der Geschäftsleiter eingefordert hat. Da ein direktes Eingriffsrecht in die Geschicke der Gesellschaft außer in Fällen der Konzernierung nicht möglich ist<sup>182</sup>, fand sich eine Lösung in der Stärkung der Transparenz von Entscheidungsvorgängen in Verbindung mit dem ökonomischen Druck auf die Geschäftsleitung, der vom Börsenhandel sowie von öffentlichen Aufforderungen zur Vornahme bestimmter Maßnahmen ausgeht. So gehen inzwischen auch deutsche Großinvestoren verstärkt dazu über, ihre Inhaberinteressen in der Öffentlichkeit und in der Hauptversammlung zu artikulieren<sup>183</sup>. Einen ähnlichen Zweck verfolgt § 32 Abs. 1 S. 3-5 Investmentgesetz, indem es Kapitalanlagegesellschaften dazu anhält, die mit dem Sondervermögen verbundenen Stimmrechte im Regelfall selbst auszuüben oder aber zumindest einem Bevollmächtigten Weisungen für die Ausübung zu erteilen. Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß mit Corporate Governance letztlich ein weiterer Kontrollmechanismus mit dem Zweck installiert wird, die Unternehmensführungen in ihren Entscheidungen fester an die Interessen der Anleger zu binden.

## B. Shareholder Value-Ansatz als Parallelentwicklung

Das Bekenntnis zu einer Kontrolle der Unternehmensleitung wirft die Frage auf, nach welchem Maßstab das Verwaltungshandeln zu beurteilen ist. Mit den Anlegern, den Fremdkapitalgebern, den Angestellten, den Lieferanten, den Vertriebspartnern und den Kunden existiert eine ganze Reihe von Personengruppen, die unterschiedliche Interessen verfolgen und mitunter widerstreitende Ansprüche an die Geschäftsleitung stellen. An wessen Interessen sich der Vorstand in seinen Entscheidungen maßgeblich zu orientieren hat, ist seit langem heftig umstritten<sup>184</sup>.

- 181 Siehe nur die Auseinandersetzung von Barnard 69 N. C. L. Rev. 1135, 1147ff (1990-1991).
- 182 Im deutschen Recht ergibt sich dies aus der grundsätzlichen Eigenverantwortlichkeit des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG), die nur in den Fällen des Vertragskonzerns und des faktischen Konzerns von einem Weisungsrecht des herrschenden Unternehmens durchbrochen wird (§ 308 Abs. 1 AktG bzw. § 317 AktG).
- 183 FAZ v. 6.8.2004, S. 23; FAZ v. 17.8.2004, S. 19.
- 184 Ihre erste Zuspitzung erfuhr diese in allen Rechtsordnungen diskutierte Frage im US-amerikanischen Rechtsstreit *Dodge v. Ford Motor Co.*, Supreme Court of Michigan v. 7.2.1919, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668. Die mit einer Minderheitsbeteiligung ausgestatteten Brüder *Dodge* gingen dabei erfolgreich gegen die Entscheidung des Mehrheitsaktionärs und Chefs der Unternehmensleitung *Ford* vor, trotz erheblicher Gewinne auf eine Ausschüttung zu verzichten. *Ford* beabsichtigte, die erwirtschafteten Mittel vollständig in den Betrieb zu reinvestieren und berief sich dabei auf die Interessen seiner Arbeiter und Kunden. Das Gericht sah die Interessen der Eigenkapitalgeber als vorrangig an und verurteilte die Gesellschaft zur Zahlung einer angemessenen Dividende.

Vor dem Hintergrund der aufkeimenden Corporate Governance-Diskussion lag es nahe, die Interessen der Investoren als Leitmotiv der Geschäftsleitung zu betonen, und so wurde parallel das Konzept des *Shareholder Value* entwickelt. Inhaltlich stellt der Begriff *Shareholder Value* die an den Vorstand gerichtete Aufforderung dar, über Dividendenzahlungen und Kurssteigerungen das Vermögen der Aktionäre zu maximieren<sup>185</sup>. Erstmals Ende der Siebziger Jahre beachtet und 1986 grundlegend von *Rappaport*<sup>186</sup> untersucht, stellt die Theorie aber nicht nur ein Leitbild für eine bestimmte Unternehmenspolitik dar.

Seine wirtschaftswissenschaftliche Bedeutung bezieht der *Shareholder Value*-Ansatz vor allem durch die Eröffnung neuer Kriterien zur Unternehmensbewertung. Herkömmliche Maßstäbe des Rechnungswesens wie der Gewinn pro Aktie oder die Rentabilität des investierten Kapitals weisen keine verlässliche Beziehung zur Steigerung des Kurswertes von Aktien auf<sup>187</sup>. Die betriebswirtschaftlich häufig sinnvolle und bei wachstumsorientierten Unternehmen notwendige Aufstockung des Eigenkapitals schmälert zwar die Gewinnausschüttung, nutzt dem Aktionär aber dadurch, daß sich der Wert seines Portfolios erhöht. Insbesondere die Anteile börsennotierter Unternehmen weisen eine derart hohe Fungibilität auf, daß der Anleger seine enttäuschte Dividendenerwartung durch teilweisen Verkauf seiner Wertpapiere problemlos kompensieren kann. Es ist daher folgerichtig, bei der Untersuchung der Eigentümerrendite die Faktoren Kurssteigerung und Dividende gleichermaßen zu berücksichtigen.

Zur Feststellung des Aktienwertes muß das Unternehmen jedoch bewertet werden. Dies geschieht dadurch, daß statt des Unternehmensgewinns die Kapitalströme (sog. *Cash Flows*) in die Rechnung eingestellt werden<sup>188</sup>. Die Notwendigkeit einer Betrachtung der *Cash Flows* ergibt sich aus der Aufgabe des Managements, die Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen auszubalancieren. Das Überleben eines Unternehmens hängt maßgeblich von seiner Fähigkeit ab, die finanziellen Ansprüche bspw. von Mitarbeitern, Lieferanten und Fremdkapitalgeber zu befriedigen. Die Erzeugung von Zahlungsströmen bildet daher die verlässlichste Grundlage für eine dauerhafte Unterstützung durch die mit der Gesellschaft in einer Beziehung stehenden Gruppen.

185 Hommelhoff FS Lutter S. 95 (103); Kuhner ZGR 2004, 244 (245); Mülbart ZGR 1997, 129 (130).

186 Rappaport S. 53-80.

187 Vgl. die wirtschaftswissenschaftliche Herleitung bei Rappaport S. 19-51.

188 Rappaport S. 12, 53. Um den Zeitwert eines Unternehmens zu bestimmen, werden die zukünftig zu erwartenden *Cash Flows* mittels eines Kapitalkostenansatzes diskontiert (sog. DCF-Methode).

## C. Deutsche Diskussion um die Unternehmensverfassung und das Unternehmensinteresse

Obgleich der Begriff des Shareholder Value erst spät von den USA übernommen wurde, fand die Diskussion um die Orientierung der Geschäftsführung am Aktionärsinteresse von Beginn an auch hierzulande statt. Eingebettet ist die Fragestellung in das Recht der Unternehmensverfassung respektive Unternehmensordnung, die sich mit der Festlegung des Verhältnisses von Aktionären zur Geschäftsleitung beschäftigt und dabei die Zuständigkeitsbereiche in Grundlagen- und Geschäftsführungsentscheidungen unterteilt<sup>189</sup>. Bei der Unternehmensverfassung geht es darum, unabhängig von der jeweiligen Verbandsform den Interessenausgleich zwischen Anteilseignern, Arbeitnehmern, Geschäftspartnern, Fremdkapitalgebern, der Allgemeinheit und dem Unternehmen selbst herzustellen<sup>190</sup>. Wo das Aktienrecht keine Vorgaben macht, weist § 76 Abs. 1 AktG dem Vorstand umfassende Leitungsmacht und damit einen weiten Ermessensspielraum zu. Aus § 93 Abs. 1 AktG ergibt sich, daß der Vorstand bei der Abwägung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden hat. Das Gesetz läßt jedoch offen, wessen Interessen bei der Entscheidung zu berücksichtigen sind und welche Gewichtung dabei vorzunehmen ist. Da die Beantwortung dieser unter dem Schlagwort des Unternehmensinteresses diskutierten Frage erhebliche wirtschaftliche, politische und soziale Auswirkungen hat, bildet sie ein Hauptproblem der gesellschaftsrechtlichen Auseinandersetzung<sup>191</sup>.

Für die Zwecke der Internet-Hauptversammlung als Instrument des Aktionärschutzes spielt unter den Facetten dieses Problemkreises nur ein Aspekt eine Rolle: Kann die Verwaltung Maßnahmen zur Förderung der Aktionärsdemokratie und der Publizität ergreifen, ohne durch die Interessen anderer Personengruppen als der Aktionäre gebunden zu sein? Nur wenn eine solche Handlungsfreiheit der Verwaltung besteht, ist eine Kontrolle der Unternehmensleitung durch Investoren, also Corporate Governance gerechtfertigt.

Freilich geht es hier nicht um ein formales „Recht“ der Investoren, da diese selbstverständlich in ihren Anlageentscheidungen und öffentlichen Äußerungen frei sind. Andererseits erschöpft sich das Problem nicht in der Frage nach der Legitimität einer Leitungsüberwachung. Spätestens wenn Corporate Governance-Maßnahmen in einem Kodex festgeschrieben werden, der von einem unterstaatlichen Verwaltungsträger (wie z.B. einer Regierungskommission) erlassen und dessen Einhaltung durch eine gesetzliche Erklärungsspflicht (§ 161 AktG) überwacht wird, dürfen keine Wi-

189 Wiedemann § 6 I 1 b und § 6 II 2; grundlegend ders. ZGR 1975, 384ff; kritisch zu den jüngeren Entwicklungen Großfeld NZG 2005, 1 (1ff).

190 Wiedemann ZGR 1975, 384 (386).

191 Zu den unterschiedlichen Ansätzen zur Formulierung eines Unternehmensinteresses Mülbart ZGR 1997, 129 (141ff).

dersprüche zu dem geltenden Recht bestehen<sup>192</sup>. Zu untersuchen ist daher, ob die Einrichtung eines Corporate Governance-Systems als den Aktionären nützende Maßnahme im Unternehmensinteresse liegt und daher eine sorgfältige Ausübung der Leitungsmacht im Sinne der §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG darstellt. Da es dabei partiell um die Zurückstellung der Interessen anderer Gruppen hinter die Bedürfnisse der Aktionäre geht, ergeben sich Überschneidungen mit der Debatte um die Zulässigkeit einer Orientierung am Shareholder Value.

Die Verpflichtung des Managements auf die Anlegerzwecke läßt sich unterschiedlich begründen. Zum einen müßte die Bindung an andere Interessen als der der Aktionäre eine Grundlage im Gesetz finden. § 76 Abs. 1 AktG erteilt dem Vorstand die Zuständigkeit in allen Fragen der Geschäftsführung. Auf welche Weise die Geschäftsleitung zu handeln hat, läßt sich aus der Haftungsnorm des § 93 Abs. 1 und 2 AktG schließen, die dem Vorstand die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters auferlegt. Ein Ausnahmetatbestand für den Fall, daß der handelnde Vorstand sich zur Durchsetzung anderer gesetzlicher Leitmaximen in Konflikt mit der Pflicht zur bestmöglichen Vermögensverwaltung setzt, existiert nicht<sup>193</sup>. Sinnvoll ist die Bevorzugung der Anlegerinteressen auch deswegen, weil die unterschiedlichen Interessengruppen verschiedene Unternehmenspolitiken befürworten, die sich mitunter gegenseitig ausschließen<sup>194</sup>. Anderweitige politische, wirtschaftliche, soziale oder sonstige Zwecke können zwar zulässige Unternehmensziele darstellen. Doch müssen solche Absichten in der Satzung festgeschrieben werden; die Zuständigkeit dafür liegt zunächst bei den Gründern und später bei der Hauptversammlung<sup>195</sup>.

Zwar basiert das Unternehmen nicht nur auf den Eigenkapitalgebern, sondern auch auf Arbeitnehmern, Darlehensgebern, Lieferanten und Kunden<sup>196</sup>. Daher wird vertreten, der Vorstand müsse das Unternehmensinteresse dadurch bestimmen, daß er die Interessen der einzelnen sogenannten *Stakeholder* im Wege der praktischen Konkordanz zum Ausgleich bringt<sup>197</sup>. Die nicht kapitalistisch beteiligten Personen stehen mit der Gesellschaft jedoch in einer Vertragsbeziehung und können ihre Ansprüche gerichtlich geltend machen. Demgegenüber haben Aktionäre keinen Anspruch auf Rückzahlung ihrer Einlage. Insbesondere bei Industriebeteiligungen bleibt der Liquidationserlös häufig hinter den Abrißkosten zurück, so daß selbst im Falle der Abwicklung der Gesellschaft das Eigenkapital verloren ist. Der Nachrangigkeit in der Insolvenz steht das Recht gegenüber, nach Bedienung der vertragli-

192 Zu der Entwicklung von Kodizes im allgemeinen siehe unten S. 62ff, zum Deutschen Corporate Governance Kodex sowie zur Entsprechenserklärung nach § 161 S. 1 AktG siehe unten S. 69ff.

193 Wiedemann § 6 III 2 b.

194 Induktiv Kuhner ZGR 2004, 244 (255ff).

195 Wiedemann § 6 III 2 b cc.

196 Bernhardt RIW 2004, 401 (403).

197 Kuhner ZGR 2004, 244 (250).



chen Ansprüche über die Verwendung des finanziellen Überschusses zu befinden<sup>198</sup>. Der Gewinnanspruch der Aktionäre als sogenannte Restbetragsbeteiligte stellt daher einen Ausgleich für die zeitlich unbegrenzte Bindung des Kapitals dar<sup>199</sup>. Die Erwirtschaftung eines Gewinns können die Anleger nicht selbst durchsetzen, da sie keinen unmittelbaren Einfluß auf die Unternehmensführung haben (§ 76 Abs. 1 AktG)<sup>200</sup>. Um den Schutz der Anteilseigner dennoch zu gewährleisten, muß die Unternehmensfassung die Geschäftsleiter an die Interessen der Eigenkapitalgeber binden.

Auch die Zweckrichtung des Aktienrechts spricht gegen eine pluralistische Aufgabenstellung des Vorstands. Durch das Privileg, verbriefte und handelbare Mitgliedschaftsrechte auf dem öffentlichen Kapitalmarkt auszugeben, erlangt die Aktiengesellschaft die Funktion einer Kapitalsammelstelle<sup>201</sup>. Die erhaltenen Mittel müssen im Gegenzug zwingend zum Wohle der Aktiensparer eingesetzt werden, die in der Erwartung einer Rendite zwar das unternehmerische Risiko tragen, die Vermögensverwaltung jedoch nicht steuern können<sup>202</sup>. Wäre dies anders, würden Investoren die Gefahr, daß ihre Interessen mißachtet werden, als zusätzliches Risiko in die Aktien einpreisen. Für die Unternehmen folgten daraus erheblich höhere Kapitalkosten, die nicht nur mit der Funktion der Aktiengesellschaft als Kapitalsammelstelle im Widerspruch stünden, sondern im Extremfall die Aktie insgesamt als unattraktive Kapitalanlage erscheinen ließen<sup>203</sup>.

Aus Sicht des Kapitalmarkts weist die Orientierung am Shareholder Value einen weiteren positiven Effekt auf. Die kontinuierliche Stützung des Aktienkurses durch Transparenz und andere Maßnahmen der Geschäftsführung hält den Wert der Unternehmensanteile auf einem relativ konstanten Niveau und wirkt somit der Gefahr einer Übernahme aufgrund unterbewerteter oder unzureichend geführter Aktiva entgegen<sup>204</sup>. Teilweise wird vorgetragen, der tägliche Börsenwert sei nicht in der Lage, den dem Unternehmen immanenten dauerhaften Wert abzubilden<sup>205</sup>. Die Fokussierung des Managements auf den Shareholder Value führe zu einer Geschäftsführung, die lediglich eine kurzfristige Steigerung des Börsenwerts bezweckt und damit der nachhaltigen Unternehmensführung schade<sup>206</sup>. Auf die in dieser Arbeit erörterten Maßnahmen der Publizität und der Aktionärsdemokratie trifft dies nicht zu. Die Erleichterung der Wahrnehmung von Aktionärsrechten durch eine transparente Geschäftspolitik und die Bereitstellung von Instrumenten der Binnenkommunikation hat einen dauerhaften positiven Effekt auf die Unternehmenskultur.

198 Kuhner ZGR 2004, 244 (259).

199 Blair/Stout 79 Wash. U. L. Q. 403, 410 (2001); Kübler FS Zöllner S. 321 (325).

200 Kübler § 3 II 2; Wiedemann § 6 IV 1 b.

201 Kübler § 14 II 1.

202 Wiedemann § 6 III 2 b.

203 Kübler FS Zöllner S. 321 (326).

204 Rappaport S. 3.

205 Bernhardt RIW 2004, 401 (403).

206 Ausführlich am Beispiel der Enron Corp. Bratton 76 Tul. L. Rev. 1275, 1275ff (2001-2002).



Ohne die Frage nach der Verpflichtung der Verwaltung auf den Shareholder Value abschließend beantworten zu müssen, läßt sich daher feststellen, daß zumindest aktionärsschützende Maßnahmen uneingeschränkt in den Ermessensspielraum des Vorstands fallen. Denn die Förderung der Aktionärskommunikation nutzt dem Shareholder Value, ohne daß andere Interessengruppen gefährdet würden. Mit der Handlungsfreiheit des Geschäftsleitung geht die Möglichkeit einher, im Einklang mit der gesetzlichen Unternehmensverfassung ein System der Corporate Governance einzurichten.

#### D. Codes of Best Practice

Institutionelle Investoren verfügen nicht über die Ressourcen, um die Entscheidungen aller Portfolio-Gesellschaften im Detail nachzuvollziehen<sup>207</sup>. Dies wäre auch sachlich nicht erforderlich, da die Fonds nur an einer Plausibilitätsprüfung des unternehmenspolitischen Kurses interessiert sind. Die Lösung liegt in der Typisierung von aus Investorensicht als positiv zu bewertenden Geschäftsführungsmaßnahmen (sogenannte gute Corporate Governance). Eine solche Aufstellung von Prinzipien wurde bereits 1979 als *General Rules of Corporate Conduct* ins Spiel gebracht<sup>208</sup>. Ungefähr zur gleichen Zeit begann das American Law Institute mit der Ausarbeitung von *Good Corporate Practices*<sup>209</sup>.

Eine ähnliche Entwicklung vollzog sich in Europa. In der deutschen gesellschaftsrechtlichen Diskussion wurde schon früh ein Normdefizit hinsichtlich der Überwachung der Leitungsorgane ausgemacht, da weder Wirtschaftsprüfer noch Aktionäre zur umfassenden Kontrolle der Geschäftsführung berufen noch geeignet sind<sup>210</sup>. So stellte *Wiedemann* wegweisend fest: „Die Beachtung eines Unternehmensverhaltenskodex’ bedarf zusätzlicher Rechtskontrolle, wenn die Eigentümeraufsicht versagt.“<sup>211</sup> Unklar war zu diesem Zeitpunkt jedoch, ob diese Überwachung im Wege der Staatsaufsicht, der abstrakten Gerichtskontrolle, durch Einsetzung eines neutralen Treuhänders oder auf anderem Wege zu erfolgen hatte<sup>212</sup>. Mit der Festschreibung von Corporate Governance-Prinzipien ist möglicherweise der Königsweg gefunden worden um sicherzustellen, daß die Unternehmensleitung ihr Amt im Interesse der Eigentümer der Gesellschaft ausübt<sup>213</sup>. Denn es wird auf behördliche Interventionen und Genehmigungen verzichtet, der Verwaltung ihre weitgehende Handlungsfreiheit belassen und gleichzeitig Druck auf den Vorstand durch ein Maximum an Transparenz ausgeübt.

207 Baums/Buxbaum/Hopt-Hadden S. 89 (97f).

208 Leiman 2 J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg. 89, 91 (1979).

209 Schwarz/Holland ZIP 2002, 1661 (1662).

210 Ballerstedt JZ 1951, 486 (493).

211 Wiedemann § 6 IV 3 3.

212 Wiedemann § 6 IV 3 3.

213 Teichmann ZGR 2001, 645 (646).

Üblicherweise werden die Leitlinien guter Corporate Governance in einem Katalog zusammengefaßt, dem sogenannten *Code of Best Practice*<sup>214</sup>. Die Entwicklung eines einheitlichen Kodex, der gesellschaftsübergreifend einen Mindeststandard an guter Unternehmensführung beschreibt, ist eine europäische Idee und wurde maßgeblich von Großbritannien vorangetrieben. Ausgehend von den Erfahrungen mit den Vorläufern *Cadbury-Report*<sup>215</sup>, *Greenbury-Report*<sup>216</sup> und *Hampel-Report*<sup>217</sup> führte die Londoner Börse mit dem *Combined Code*<sup>218</sup> den ersten verpflichtenden Corporate Governance-Kodex ein. Seine Anerkennung ist Zulassungsvoraussetzung für die Notierung an der Londoner Börse.

## E. OECD Principles

Wenig später nach Veröffentlichung des Combined Code erkannte auch die OECD den Bedarf an Maßstäben zur Leitungskontrolle und beschloß 1996 die Einsetzung einer Beratergruppe zur Untersuchung von Corporate Governance-Fragen<sup>219</sup>. Anschließend entwickelte eine Task Force *Corporate Governance Principles*, die erstmals 1998 vorgelegt<sup>220</sup> und 2004 überarbeitet wurden<sup>221</sup>. Der Sinn eines solchen Musterkodex liegt nicht allein darin, die Mitgliedstaaten zu einer Modernisierung ihrer Gesellschaftsrechtsordnungen anzuhalten. Im Zeitalter global zusammenwachsender Kapitalmärkte spielt die Vergleichbarkeit von Unternehmen eine große Rolle. Ein einheitlicher Code of Best Practice schafft dafür die Voraussetzungen und kann gleichzeitig einen Beitrag dazu leisten, die bestehenden Unterschiede der einzelnen Rechtsordnungen auszugleichen.

Unter den von der OECD entwickelten Empfehlungen interessiert im Hinblick auf den Einsatz elektronischer Medien im Aktienrecht zunächst, daß die Ausübung des Stimmrechts auch in Abwesenheit möglich sein soll<sup>222</sup>. Ebenfalls relevant sind die Forderungen, die Gesellschaft möge auf eine kostengünstige Ausübung des Stimmrechts und Informationsverbreitung hinwirken und die Gleichbehandlung der

- 214 Weniger üblich ist die Bezeichnung *Code of Conduct*, Wiebe ZHR 166 (2002), 182 (208).
- 215 Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Report December 1992, auch abgedruckt in Hopt/Wymeersch S. M-1ff. Dazu Hopt/Wymeersch-Shaw S. 21ff.
- 216 Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury, July 1995.
- 217 Committee on Corporate Governance, Final Report January 1998.
- 218 The Combined Code on Corporate Governance, Neufassung vom Juli 2003. Dazu aus der deutschen Literatur Lutter ZGR 2001, 224 (225) und Schneider DB 2000, 2413 (2415f).
- 219 Seibert AG 1999, 337 (337).
- 220 OECD Principles 1999 AG 1999, 340ff; dazu Hommelhoff ZGR 2001, 238ff und Seibert AG 1999, 337ff.
- 221 OECD Principles 2004 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>; dazu Schneider AG 2004, 429ff.
- 222 OECD Principles 1999 IC 3, AG 1999, 340 (342); OECD Principles 2004 II C 4, S. 19.

Aktionäre wahren<sup>223</sup>. Schließlich wird festgestellt, daß Teilnamerecht und Stimmrecht zu den grundlegenden Rechten des Aktionärs gehören<sup>224</sup>.

## F. Reform des EU-Gesellschaftsrechts

Ebenso wie die OECD hat auch die EU-Kommission Handlungsbedarf in bezug auf die Modernisierung des Unternehmensrechts erkannt. In den „Wettbewerb der Corporate-Governance-Systeme untereinander“<sup>225</sup> hat sie sich mit dem Ziel eingeschaltet, eine Angleichung der Verhaltensstandards in den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten zu erreichen. Dazu beauftragte die EU-Kommission unter Vermittlung des niederländischen Justizministeriums zunächst eine Gruppe von europäischen Gesellschaftsrechtlern aus verschiedenen Mitgliedstaaten, die sich mit der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung befassen sollte. Der unter Vorsitz von *Jaap de Winter* geleitete Arbeitskreis legte seinen Abschlußbericht im August 2002 vor, in dem er die rechtlichen Hindernisse beschreibt, die bei der Ausübung von Aktionärsrechten über innereuropäische Grenzen hinweg auftreten<sup>226</sup>.

Die Erkenntnisse bildeten die Grundlage für die Arbeit einer weiteren, ebenfalls von *de Winter* geleiteten Gruppe von Gesellschaftsrechtsexperten<sup>227</sup>. Ihr Mandat war wesentlich umfangreicher und sah die Entwicklung von Vorschlägen zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts unter besonderer Berücksichtigung von Corporate Governance-Aspekten bei europäischen Gesellschaften vor. In ihrem Bericht<sup>228</sup> fordert die Expertengruppe eine Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten und empfiehlt den Mitgliedstaaten sowohl eine Reihe von Gesetzesänderungen als auch die Einrichtung eines kodex-gestützten Corporate Governance-Systems. Zu den für die Internet-Hauptversammlung relevanten Eckpunkten des Entwurfs<sup>229</sup> gehört zunächst eine Rechtspflicht der Unternehmen, jährlich über die Einhaltung eines Corporate Governance-Standards Rechenschaft abzulegen. Dabei soll insbesondere die Funktionsweise und Zuständigkeit der Hauptversammlung erläutert und die Aktionärsrechte und ihre Ausübung beschrieben werden. Im weiteren befürwortet die

223 OECD Principles 1999 II A 3 und IV D, AG 1999, 340 (343); OECD Principles 2004 II C 3 und F, S. 18f.

224 OECD Principles 1999 I A 4, AG 1999, 340 (342); OECD Principles 2004 II A 3 und 4, S. 18.

225 Baums WPg 2001, S 6 (S 7).

226 Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, Final Report, August 2002, <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/normen/amsterdam/final.htm>.

227 Die sogenannte *High Level Group of Company Law Experts* wird in der Literatur teilweise als Winter-Kommission bezeichnet.

228 Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe v. 4.11.2002, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/modern](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern); abgedruckt in NZG 2003, 21 (22f). Zu den einzelnen Vorschlägen nimmt eine Gruppe deutscher Gesellschaftsrechtler Stellung in *Group of German Experts on Corporate Law* ZIP 2003, 863ff.

229 Ausführliche Darstellung des Kommissionsberichts bei Lehne Konzern 2003, 272ff.

Kommission die Einrichtung eines Bereichs für die Hauptversammlung auf der Website des Unternehmens, um sowohl die Kommunikation zwischen der Gesellschaft und dem Aktionär wie auch die Kontaktaufnahme unter den Aktionären selbst zu ermöglichen. Zu den empfohlenen Nutzungen des Internet gehören die Auslegung und der Versand der Hauptversammlungsunterlagen sowie die Erteilung von Vollmachten und Weisungen durch Aktionäre. Letzteres soll es insbesondere den im europäischen Ausland ansässigen Aktionäre erleichtern, am Abstimmungsvorgang teilzunehmen.

Auf der Basis des Berichts der Winter-Kommission verabschiedete die Europäische Kommission am 21.5.2003 einen Aktionsplan zur Modernisierung des Europäischen Gesellschaftsrechts<sup>230</sup>. Dieser stellt die Eckpunkte beabsichtigter Gesetzgebungsvorhaben vor, die kurz-, mittel- und langfristig von den Mitgliedstaaten mit dem Ziel einer Harmonisierung der europäischen Kapitalmärkte umgesetzt werden sollen. Die Verknüpfung der gesellschaftsrechtlichen Problematik mit der Zusammenführung der Kapitalmärkte ergibt sich aus dem Umstand, daß die EU-Kommission die Stärkung der Aktionärsrechte insbesondere bei öffentlich gehandelten Unternehmen für angezeigt hält. Als Mittel zur Verbesserung der Position der Anleger betrachtet sie vor allem den Einsatz moderner Kommunikationskanäle. Erreicht werden soll damit eine höhere Transparenz sowie die Ausübung des Stimmrechts in Abwesenheit. Zusätzlich sollen die nationalen Verhaltenskodizes um Standards für die Erscheinung der Unternehmens-Website ergänzt werden, um deren Funktionalität als Kommunikationszentrale aufzuwerten<sup>231</sup>.

Einen europäischen, verbindlichen Code of Best Practice lehnt die Kommission indessen ab und schlägt stattdessen vor, daß die Kodizes auf nationaler Ebene geregelt werden<sup>232</sup>. Dies hat seinen Sinn zum einen in der Unterschiedlichkeit der einzelstaatlichen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften, in denen die Corporate Governance-Prinzipien verankert sind<sup>233</sup>. Im übrigen besteht kaum Bedürfnis für einen europaweit einheitlichen Verhaltensmaßstab, da die vorhandenen Kodizes nach den Ergebnissen der Winter-Kommission schon jetzt ein bemerkenswert großes Maß an Übereinstimmung aufweisen<sup>234</sup>. Zur weiteren Angleichung auf mitgliedstaatlicher Ebene wurde die Einrichtung des European Corporate Governance Forum angekündigt, daß über einheitliche gesetzliche Standards zur Unternehmensführung wachen soll<sup>235</sup>.

230 Mitteilung der Kommission an den Rat und an das Europäische Parlament – Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, KOM(2003)284, abgedruckt in NZG 2003, Sonderbeilage 13. Ausführlich hierzu Hoffmann-Becking ZGR 2004, 355 (357ff), v.Hulle/Maul ZGR 2004, 484 (484ff) sowie Merkt RIW 2004, 1 (1ff).

231 German Expert Group Report ZIP 2003, 863 (866).

232 EU-Aktionsplan 3.1.3, 3.1.4.

233 Merkt RIW 2004, 1 (5).

234 EU-Aktionsplan 3.1.4.

235 FAZ v. 19.10.2004, S. 13.

## G. Investor Relations

Über die vom Gesetz vorgeschriebenen Publizitätspflichten hinaus versuchen die Gesellschaften, eine noch höhere Transparenz durch die Auflage von *Investor Relations*-Programmen zu erreichen. Mit dem Begriff *Investor Relations* wird der Teil der Öffentlichkeitsarbeit beschrieben, der sich an die gegenwärtigen und potentiellen Anleger wendet und von dem Unternehmen nach eigenem Ermessen gestaltet wird<sup>236</sup>. Investor Relations-Maßnahmen bilden daher in Abgrenzung zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten den freiwilligen Teil der Unternehmenspublizität<sup>237</sup>. Die Gesellschaft versucht dabei, die Investoren mit den Informationen zu versorgen, die relevant für Anlageentscheidungen sind. Neben Pressekonferenzen und Unternehmenspräsentationen zählt vor allem die Hauptversammlung zu den persönlichen Investor Relations-Maßnahmen. Unpersönliche Instrumente sind demgegenüber der Geschäftsbericht, Zwischen- und Quartalsberichte, Finanzanzeigen und Pressemitteilungen. Ziel der Bemühungen ist es, Über- und Unterbewertungen der Gesellschaft am Kapitalmarkt entgegenzuwirken und damit die Volatilität der Aktie zu begrenzen<sup>238</sup>.

Hinsichtlich der Zielgruppen wird unterschieden zwischen institutionellen Anlegern, Fonds-Managern, Analysten und Privatanlegern. Letztere sind nur selten das Ziel von Investor Relations-Maßnahmen, da die Kontaktaufnahme mit Privatanlegern mit hohen Kosten und Streuverlusten verbunden ist. Erst seit kurzem werden mit dem Ausbau der Hauptversammlung zu einer Veranstaltung, die die bidirektionalen Kommunikationsdienste des Internet nutzt, die Kleinaktionäre wieder in die unmittelbare Öffentlichkeitsarbeit miteinbezogen. Gerechtfertigt wurde dieses Defizit bislang mit dem Hinweis auf die mittelbare Informierung dieser Gruppe durch die Analysten<sup>239</sup>. Bis die Daten die Aktionäre erreicht haben, ist es für einen Zukauf oder Verkauf von Anteilen jedoch meist zu spät, weil der Kurswert der Aktie bereits eine Anpassung erfahren hat.

Den Kleinaktionären bleibt, auf die Vertretung ihrer langfristigen Interessen durch die institutionellen Investoren zu hoffen. Denn faktisch können nur Großanleger ihr Stimmpotential wirkungsvoll zur Unternehmenskontrolle einsetzen. Die Partizipation kleinerer Investoren an diesem Engagement funktioniert indessen nur solange, wie eine Interessenidentität besteht. In Publikumsgesellschaften variieren die Anlagestrategien von Großaktionären und Privatanlegern jedoch stark. Daher bleibt das Bedürfnis der Kleinaktionäre nach einer eigenen Stimme bestehen. Verhaltenskodizes sorgen daher nicht nur für die Einheitlichkeit der von den Investoren angelegten Prüfmaßstäbe, sondern bergen auch die Möglichkeit, die Interessen von Kleinaktionären wirkungsvoll zu artikulieren.

236 Deller/Stubenrath/Weber DB 1997, 1577 (1577); Noack/Spindler-Ekkenga S. 101 (101).

237 Merkt S. 24.

238 Deller/Stubenrath/Weber DB 1997, 1577 (1577).

239 Deller/Stubenrath/Weber DB 1997, 1577 (1578).

## § 17 KonTraG

Bevor ein deutscher Code of Best Practice eingeführt wurde, reagierte der Gesetzgeber auf die Corporate Governance-Bewegung mit einer Reihe von Gesetzesänderungen, an deren Beginn das KonTraG steht<sup>240</sup>. Zur effizienteren Überwachung der Geschäftsleitung stärkt es die Position des Aufsichtsrats, etwa indem mindestens vier Aufsichtsratssitzungen pro Jahr abzuhalten sind (§ 110 Abs. 3 S. 1 AktG) und sich die Höchstzahl der Aufsichtsratsmandate einer natürlichen Person im Falle des Aufsichtsratsvorsitzes reduziert (§ 100 Abs. 2 S. 3 AktG). Durch Erweiterungen der Veröffentlichungspflichten der Gesellschaften um Segmentberichterstattungen und Kapitalflußrechnungen (§ 297 Abs. 1 S. 2 HGB) sowie um Angaben zum Beteiligungsbesitz (§ 285 Nr. 11 HGB) wurde ferner die Transparenz erhöht<sup>241</sup>.

Für die Internet-Hauptversammlung von größerer Bedeutung ist die Einführung des § 129 Abs. 1 S. 1 AktG, der die Möglichkeit einführt, daß sich die Hauptversammlung mit einer qualifizierten Dreiviertelmehrheit eine Geschäftsordnung mit Regeln zur Vorbereitung und Durchführung der Versammlung gibt. Die Bestimmung bezweckt, „zu einer Revitalisierung der Hauptversammlung, zur Konzentration auf eine inhaltliche Sachdebatte und im Ergebnis zur Verbesserung der Kontrolle durch die Eigentümer in der Hauptversammlung“ beizutragen<sup>242</sup>. Da § 129 Abs. 1 S. 1 AktG jedoch keine Aussage über Inhalt und Umfang der durch die Geschäftsordnung regelbaren Elemente trifft, kann diese jedoch nicht viel mehr leisten, als die ungeschriebenen Leitungs- und Ordnungsbefugnisse zu formalisieren<sup>243</sup>. Im Ergebnis hat das KonTraG daher nur einen begrenzten Nutzen für den Aktionärsschutz in der Publikumsgesellschaft.

## § 18 NaStraG

Zur Vorbereitung weiterer legislatorischer Maßnahmen setzte die Bundesregierung im Mai 2000 die Regierungskommission „Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“ ein, die im darauffolgenden Jahr ihren Abschlußbericht vorlegte<sup>244</sup>. Die nach ihrem Vorsitzenden *Theodor Baums* auch als Baums-Kommission bezeichnete Arbeitsgruppe befaßte sie sich mit der Anpassung des deutschen Corporate Governance-Systems und dabei insbesondere mit der Frage, wie moderne Kommunikationstechnologien zum

240 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v. 27.4.1998, BGBl. I 1998, 768ff. Zu den Neuerungen im einzelnen Zimmer NJW 1998, 3521 (3524ff).

241 Hommelhoff/Matheus AG 1998, 249 (249ff); Seibert AG 1999, 337 (339).

242 BegrRegE KonTraG zu § 129 Abs. 1 S. 1, ZIP 1997, 2059 (2064).

243 Martens AG 2004, 238 (241).

244 BT-Drucks. 14/7515; verlegt unter Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“, Köln 2001.

Zwecke der Transparenz, eines beschleunigten Verfahrens und verbesserter Beteiligungsmöglichkeiten nutzbar gemacht werden können.

Die Untersuchungsergebnisse der Regierungskommission flossen zum Teil in das Namensaktiengesetz (NaStraG)<sup>245</sup> ein, das neben der Modernisierung des Rechts der Namensaktie und der Nachgründungsvorschriften vor allem auf die Erleichterung der Stimmrechtsausübung zielt<sup>246</sup>. Zu den für die Internet-Hauptversammlung wichtigsten Änderungen gehört die Abschaffung der Schriftformerfordernisse bei der Mitteilung über die Einberufung (§ 125 Abs. 2 AktG) sowie bei der Erteilung von Vollmacht und Weisungen zur Stimmrechtsausübung durch Kreditinstitute (§§ 135 Abs. 1, 128 Abs. 3 AktG). Daneben wurde die Form von Stimmrechtsvollmachten generell satzungsdispositiv gestellt (§ 134 Abs. 3 S. 2 AktG). Der Zweck der bisher verpflichtenden Schriftform lag nicht im Übereilungsschutz, sondern in einer Beweisfunktion<sup>247</sup>. Dieser wird in der neuen Gesetzesfassung dadurch Rechnung getragen, daß die Gesellschaft gemäß § 135 Abs. 2 S. 4 AktG verpflichtet ist, die Vollmachtserklärung nachprüfbar festzuhalten. Eine klarstellende Funktion hat § 134 Abs. 3 S. 3 AktG, der die Stimmrechtsvertretung durch von der Gesellschaft benannte Personen legitimiert und gleichzeitig an das Erfordernis knüpft, daß die Vollmachtserklärung drei Jahre nachprüfbar festzuhalten ist.

Ebenfalls vom Schriftformerfordernis befreit wurde die Ermächtigung des Kreditinstitutes durch den Legitimationsaktionär (§ 135 Abs. 7 AktG). Desweiteren wurde die Befristung der Stimmrechtsvollmacht auf 15 Monate aufgehoben und gemäß § 135 Abs. 2 AktG durch eine jährliche Information ersetzt. Die frühere sogenannte 15-Monats-Vollmacht hat daher den Rang einer echten Dauervollmacht erhalten.

Seit Inkrafttreten des NaStraG stehen die Mitteilungen bei der Namensaktie dem Grundsatz nach im alleinigen Verantwortungsbereich der Gesellschaft (§ 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG). Aktionärsvereinigungen und Kreditinstitute unterliegen nur dann einer Pflicht zur Weiterleitung der Informationen, wenn sie als Legitimationsaktionäre im Aktienregister eingetragen sind (§ 128 Abs. 1 AktG). Weitere Neuerungen betreffen das Teilnehmerverzeichnis. Zum einen kann seine Auslegung elektronisch erfolgen (§ 129 Abs. 4 S. 1 AktG). Zum anderen muß das Teilnehmerverzeichnis weder vom Vorsitzenden unterzeichnet noch beim Handelsregister eingereicht werden, kann dafür aber zwei Jahre lang bei der Gesellschaft eingesehen werden (§ 129 Abs. 4 S. 2 AktG).

245 Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz – NaStraG) v. 25.1.2001, BGBl. I 2001, 123ff.

246 Zu den einzelnen Neuerungen siehe Seibert ZIP 2000, 937 (937ff) sowie Zetzsche-Fuhrmann/Göckeler/Erkens Rn 128. Der Bundesnotarkammer gingen die Änderungen im Bereich der modernen Kommunikation nicht weit genug, so daß sie kurz nach Verabschiedung des NaStraG einen eigenen Gesetzesvorschlag unterbreitete, vgl. [http://www.bnotk.de/Informationen\\_Presse/BNotK-Positionen/vorschlag\\_HV-NeueMedien.htm](http://www.bnotk.de/Informationen_Presse/BNotK-Positionen/vorschlag_HV-NeueMedien.htm). Dazu Fleischhauer ZIP 2001, 1133 (1133ff).

247 BegrRegE NaStraG zu § 135 BT-Drucks. 14/4051, S. 15; Spindler ZGR 2000, 420 (430).



## § 19 FormVAnpG

Nicht ganz unbedeutend für die Entwicklung der Internet-Hauptversammlung ist zudem das Gesetz zur Anpassung der Formvorschriften des Privatrechts und anderer Vorschriften an den modernen Rechtsgeschäftsverkehr (FormVAnpG)<sup>248</sup>, das seit August 2001 in Kraft ist. Es führte die neue Vorschrift des § 126 Abs. 3 BGB ein, wonach die schriftliche Form durch die elektronische Form in Ermangelung eines gesetzlichen Verbots ersetzt werden kann. Die elektronische Form wird in § 126a BGB dadurch beschrieben, daß einem elektronischen Dokument der Name des Ausstellers beigefügt und die Erklärung mit einer qualifizierten elektronischen Signatur nach dem Signaturgesetz<sup>249</sup> versehen wird.

Neben der elektronischen Form führt das FormVAnpG die Textform ein (§ 126b BGB). Sie ist inzwischen maßgeblich für die Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat (§ 90 Abs. 4 S. 2 AktG) sowie für die Bevollmächtigung Dritter zur Vertretung von Aufsichtsratsmitgliedern in der Aufsichtsratsitzung (§ 109 Abs. 3 AktG). Von Bedeutung ist die Textform ferner bei der Einberufung von Namensaktionären gemäß § 121 Abs. 4 AktG, bei Mitteilungen an Kreditinstitute und Aktionärsvereinigungen (§ 125 Abs. 1 AktG), bei Gegenanträgen (§§ 126, 127 AktG) sowie ferner bei der Stimmrechtsvertretung in der GmbH (§ 47 Abs. 3 GmbHG) und im Verein (§ 32 BGB).

## § 20 TransPuG und Deutscher Corporate Governance Kodex

Weitere Empfehlungen der Baums-Kommission<sup>250</sup> wurden mit der Verabschiedung des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPuG)<sup>251</sup> umgesetzt. Die wohl wichtigste Neuerung bildet die Einführung des § 161 AktG, der die Gesellschaften zu einer Erklärung über die Einhaltung von Corporate Governance-Prinzipien verpflichtet. Die Vorschrift nimmt dabei bezug auf den zeitgleich mit dem TransPuG entwickelten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)<sup>252</sup> und verankert diesen damit im deutschen Unternehmensrecht.

248 Gesetz v. 13.7.2001, BGBl. I 2001, 1542ff. Einzelheiten zu den Gesetzesänderungen bei Möglich MMR 2000, 7 (9ff) und Vehslage DB 2000, 1801 (1801ff).

249 Gesetz über Rahmenbedingungen für elektronische Signaturen und zur Änderung weiterer Vorschriften v. 16.5.2001, BGBl. I 2001, 876ff.

250 BT-Drucks. 14/7515; Baums-Kommission.

251 Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) v. 19.7.2002, BGBl. I 2002, 2681ff.

252 Abrufbar unter <http://www.ebundesanzeiger.de> und <http://www.dcgk.de>.

## A. Entwicklung des DCGK

Als Vorläufer des DCGK können die Verhaltenskataloge zweier privater und voneinander unabhängiger Urheberkreise gelten. Bereits im Januar 2000 stellte die Frankfurter „Grundsatzkommission Corporate Governance“ ihre „Corporate Governance-Grundsätze“ vor, die jedoch keinen näheren Bezug zu Aspekten der Internet-Hauptversammlung herstellen<sup>253</sup>. Mit der Entwicklung von Corporate-Governance-Richtlinien beschäftigte sich parallel auch der „Berliner Initiativkreis“. Sein im Juni 2000 vorgestellter Entwurf eines „German Code of Corporate Governance“<sup>254</sup> fordert eine Erleichterung der Stimmrechtsausübung. Insbesondere gehöre hierzu die Möglichkeit, die Versammlung im Internet zu verfolgen, sowie die elektronische Stimmabgabe<sup>255</sup>.

Bald erkannte auch der Gesetzgeber, daß es zu der Entstehung von Standards, die den Rahmen einer guten Unternehmensführung beschreiben, keine Alternative gab. Es stellte sich aber die Frage, ob die Standards vom Kapitalmarkt, von den Unternehmen oder vom Staat festzulegen sind. Zu den Gründen für die Schaffung eines einheitlichen Deutschen Corporate Governance Kodex durch eine von der Bundesregierung eingesetzte Kommission gehört die Erfahrung mit Codes of Best Practice in den Vereinigten Staaten. Da dort kein einheitlicher Prinzipienkatalog zur Verfügung stand, haben die Unternehmen auf den entsprechendem Druck der Investoren mit der Schaffung einer Fülle von individuellen Kodizes reagiert<sup>256</sup>. Ein derart vielfältiges System von Leitprinzipien führt zwar zu einer raschen Verbreitung von Corporate Governance, wirkt aber dem Bemühen des Staates um einen einheitlichen Rahmen der Unternehmensverfassung entgegen. Um daher nicht die Kontrolle über die Prägung der vom Markt eingeforderten Verhaltensstandards zu verlieren, entschied sich der Gesetzgeber hierzulande für eine koordinierte Entwicklung der Leitungsprinzipien.

Dazu setzte die Bundesregierung im September 2001 eine Kommission zur Erarbeitung eines Corporate-Governance-Kodex ein, die den DCGK erstmals am 26.2.2002 veröffentlichte<sup>257</sup>. Die bislang unter dem Vorsitz von *Gerhard Cromme* tagende Gruppe behält den Auftrag, den Kodex mindestens einmal pro Jahr auf seine Eignung zu überprüfen, den Bedürfnissen des Kapitalmarkts nach Transparenz gerecht zu werden, und hat den Kodex gegebenenfalls anzupassen. Als Ergebnis

253 <http://www.corgov.de>; abgedruckt in Schneider/Strenger AG 2000, 106 (109ff); dazu Schneider/Strenger AG 2000, 106 (106ff).

254 <http://www.gccg.de>; abgedruckt in Berliner Initiativkreis DB 2000, 1573 (1573ff) sowie bei Peltzer/v. Werder AG 2001, 1 (6ff). Dazu Peltzer/v. Werder AG 2001, 1 (1ff).

255 German Code of Corporate Governance Abschnitt V 1.5, zu finden unter <http://www.gccg.de> (S. 31) und bei Berliner Initiativkreis DB 2000, 1573 (1579).

256 Bernhardt RIW 2004, 401 (402).

257 Erstfassung abgedruckt in AG 2002, 236 (236ff) sowie NZG 2002, 273 (273ff).

dreier Revisionen liegt der DCGK nunmehr in der vierten Fassung vom 2.6.2005 vor<sup>258</sup>.

## B. Regelungen des DCGK

Die Aussagen des Verhaltenskodex lassen sich in drei Gruppen einteilen, wie sich aus der Präambel des DCGK ergibt<sup>259</sup>. Zum einen erläutert der Kodex Gesetzesregeln, die ohnehin zu befolgen sind. Daneben enthält der Standard „Anregungen“, deren Beachtung im freien Ermessen des Vorstands steht und deren Nichtbefolgung keine Meldepflicht auslöst. Das dritte und wichtigste Instrument des DCGK bilden die „Empfehlungen“. Auch von ihnen kann der Vorstand abweichen, muß dies aber gemäß § 161 AktG in einer jährlich zu veröffentlichen Entsprechenserklärung gesondert ausweisen.

Zu den für das hier zu erörternde Thema wichtigen Empfehlungen<sup>260</sup> des DCGK gehört die Nutzung des Internet zur zeitnahen und gleichmäßigen Informierung der Aktionäre (Abschn. 6.4, 6.8 DCGK) sowie die unverzügliche Weitergabe von kapitalmarktrelevanten Informationen an Aktionäre (Abschn. 6.3, 6.5 DCGK). Dadurch soll einerseits der durch die Ad-hoc-Publizität (§ 15 Abs. 3 WpHG) entstehende Informationsvorsprung institutioneller Investoren gegenüber den Kleinanlegern verringert werden. Von dem Zeitvorteil elektronischer Kommunikation profitieren andererseits vor allem ausländische Anleger, bei denen die Postlaufzeiten besonders ins Gewicht fallen. Im Interesse einer gleichmäßigen Unterrichtung sollten auch Informationen, deren Bedeutung unterhalb der Schwelle der Ad-hoc-Publizität liegen, Aktionären rasch zugänglich gemacht werden. Insbesondere bietet sich die zeitnahe Bekanntmachung der in Analystengesprächen abgegebenen Erklärungen auf der Investor-Relations-Seite der Unternehmens-Homepage an<sup>261</sup>. Um das Informationsbedürfnis ausländischer Aktionäre geht es ferner bei der Anregung des Abschn. 6.8 S. 3 DCGK, daß die Gesellschaft ihre Mitteilungen stets auch auf Englisch veröffentlicht.

Hinsichtlich der Hauptversammlung selbst empfiehlt der Kodex den elektronischen Versand von Einladungen an die Teilnehmer, falls diese es verlangen (Abschn. 2.3.2 DCGK). Generell soll der Vorstand die in der Hauptversammlung auszulegenden und den Aktionären auf Verlangen zuzusendenden Unterlagen und Berichte gemeinsam mit der Tagesordnung vorab auf der Homepage der Gesell-

258 <http://www.ebundesanzeiger.de>; <http://www.dcgk.de>. Zu den Neuerungen des Jahres 2005 siehe Kirschbaum DB 2005, 1473 (1473ff), Scheffler AG-Report 2005, 362 (362ff) und Vetter BB 2005, 1689 (1689ff).

259 Peltzer NZG 2002, 593 (594); Ulmer ZHR 166 (2002), 150 (151f).

260 Überblick über die einzelnen Empfehlungen und Anregungen bei Pfitzer/Oser/Wader DB 2002, 1120 (1120ff), Schüppen DB 2002, 1117 (1117ff) sowie Timm FS Lutter S. 157 (157ff).

261 KodexKomm-v. Werder Rn 1231, 1237.

schaft veröffentlichen (Abschn. 2.3.1 S.3 DCGK). Da die Übertragung der gesamten Veranstaltung im Internet technisch zwar möglich, aber anspruchsvoll ist, regt Abschn. 2.3.4 DCGK diese lediglich an. Wiederum im Rang von Empfehlungen stehen die Erleichterung der persönlichen Wahrnehmung von Aktionärsrechten (Abschn. 2.3.3 S.1 DCGK) sowie Unterstützung der Stimmrechtsausübung (Abschn. 2.3.3 S.2 DCGK). Konkret wird die Gesellschaft dazu aufgefordert, einen weisungsgebundenen Stimmrechtsvertreter bereitzustellen (Abschn. 2.3.3 S.3 HS. 1 DCGK). Abschn. 2.3.3 S.3 HS.2 DCGK regt zudem an, daß der Vertreter während der gesamten Dauer der Hauptversammlung erreichbar ist, um neue Weisungen entgegennehmen zu können.

### C. Funktionsweise des DCGK und die Abgabe der Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG

Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist ohne parlamentarische Beteiligung zustande gekommen und stellt daher weder ein Gesetz noch anderes unmittelbar durchsetzbares Recht dar<sup>262</sup>. Weil der Verhaltenskodex nicht das Ergebnis einer langjährigen Übung in der Unternehmenspraxis ist, fällt dem Regelwerk auch keine Rechtsbedeutung als Handelsbrauch im Sinne von § 346 HGB zu<sup>263</sup>.

Eine gesetzliche Verankerung des Katalogs findet sich jedoch in der durch das TransPuG neu eingeführten Vorschrift des § 161 AktG, die der Verwaltung eine Rechenschaftspflicht darüber auferlegt, ob den im Kodex festgeschriebenen Empfehlungen entsprochen wurde oder nicht<sup>264</sup>. Die so hergestellte Publizität verstärkt den vom Kapitalmarkt ausgehenden Druck zur Einhaltung der Corporate Governance-Prinzipien. Da die Anerkennung der Grundsätze im Interesse der Unternehmen erfolgt, würde die Mißachtung des DCGK durch eine Erhöhung der Kapitalkosten abgestraft werden<sup>265</sup>. Doch auch aus Gründen der Öffentlichkeitswirkung empfiehlt sich die Einhaltung der Verhaltensmaximen<sup>266</sup>.

262 Zur Rechtsnatur des Kodex KodexKomm-Ringleb Rn 41ff und 51ff, Abram NZG 2003, 307 (307f), Borges ZGR 2003, 508 (508ff) sowie Seidel ZIP 2004, 285 (285ff), der jüngst in NZG 2004, 1095 (1095ff) wegen Fehlens einer Rechtsgrundlage den Kodex als verfassungswidrig einordnet. Zur rechtlichen Struktur der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG Semler/Wagner NZG 2003, 553 (554ff).

263 Schulze-Osterloh ZIP 2001, 1433 (1436).

264 Die Entsprechenserklärung mußte erstmals im Jahr 2002 abgegeben werden (§ 15 EGAktG i. V. m. § 161 AktG).

265 Bachmann WM 2002, 2137 (2137); Claussen/Bröcker DB 2002, 1199 (1204); Nowak/Rott/Mahr ZGR 2005, 252 (271); Schneider DB 2000, 2413 (2416).

266 Welche Wirkung der Transparenz auch ohne Sanktionsmöglichkeiten zugeschrieben wird, zeigt das Beispiel der Deutschen Bundesbank: Auch sie gab sich einen Verhaltenskodex, der die Mitglieder der Leitungsgremien an mißbräuchlichem Verhalten hindern soll, das unterhalb der strafrechtlich relevanten Schwelle liegt, FAZ v. 21.7.2004, S. 10.

Gleichzeitig beläßt die Erklärungspflicht den Unternehmen die Möglichkeit, in offener Abweichung vom Kodex Eigentümlichkeiten des Unternehmens oder der Branche Rechnung zu tragen<sup>267</sup>. Der von dieser auch als *Soft Law*<sup>268</sup> bezeichneten Konstruktion ausgehende faktische Druck auf die Unternehmensleitungen wird nochmals verstärkt durch den Umstand, daß die Mißachtung der Publizitätspflicht des § 161 AktG die persönliche Haftung der Leitungsorgane nach sich ziehen könnte<sup>269</sup>. Angesichts der im deutschen Recht bislang unbekanntenen Rechtsnatur des Kodex ist bislang jedoch ungeklärt, ob ein entsprechender Verstoß Schadensersatzansprüche gemäß § 93 AktG, gemäß § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit dem DCGK als Schutznorm oder nach den Grundsätzen der Prospekthaftung auszulösen vermag<sup>270</sup>.

Die Haltung der Unternehmensleitung gegenüber dem Kodex läßt sich in vier Kategorien einteilen<sup>271</sup>. Beim *Übernahmehmodell* werden alle Empfehlungen eingehalten. Will der Vorstand nur einen Teil der Regeln beachten, muß er die nicht befolgten Empfehlungen gemäß § 161 S. 1 AktG konkret benennen (*Selektionslösung*). Sofern die Verwaltung den Kodex überhaupt nicht anwenden will, wählt sie das *Ablehnungsmodell* oder verweist auf eigene Corporate Governance-Grundsätze des Unternehmens (*Alternativlösung*). Die Entsprechenserklärung ist den Aktionären gemäß § 161 S. 2 AktG dauerhaft zugänglich zu machen. Dies kann beispielsweise durch Veröffentlichung auf der Website des Unternehmens geschehen<sup>272</sup>. Im übrigen schreibt das Aktienrecht für die Entsprechenserklärung keine besondere Form vor. Da jedoch die Handelsregisterpublizität nur schriftlich möglich ist, ergibt sich ein Formzwang aus § 325 Abs. 1 S. 1 HGB<sup>273</sup>.

In bezug auf die einzelne DCGK-Empfehlung hat der Vorstand letztlich nur die Wahl, ob er sie befolgen oder das Nichtbefolgen in die jährliche Entsprechenserklärung aufnehmen will. Diese Handlungsalternative wird vielfach schlagwortartig als *Comply or Explain* bezeichnet<sup>274</sup>, was jedoch zumindest als mißverständlich gelten darf<sup>275</sup>. Denn bei Mißachtung der Empfehlung umfaßt die Publizitätspflicht des § 161 S. 1 AktG lediglich die Feststellung, daß abgewichen wurde. Begründungen

- 267 Präambel zum DCGK; Süner Konzern 2003, 268 (270). Darstellung der Mechanismen und der Erfolgswahrscheinlichkeiten einer Durchsetzung von Corporate Governance-Regeln bei Ehrhardt/Nowak AG 2002, 336 (336ff).
- 268 Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer-Baums S. 13 (18); Lutter ZGR 2001, 224 (225).
- 269 Dazu Körner NZG 2004, 1148 (1149ff) sowie Kort FS Raiser, S. 203 (205ff).
- 270 Nähere Ausführungen zur Haftungsproblematik bei Abram NZG 2003, 307 (307ff); ders. ZBB 2003, 41 (41ff); Berg/Stöcker WM 2002, 1569 (1575ff); Schüppen ZIP 2002, 1269 (1272f); Seibert BB 2002, 581 (584); Seibt AG 2002, 249 (249ff).
- 271 Nach Pfitzer/Oser/Wader DB 2002, 1120 (1120).
- 272 BegrRegE TransPuG BT-Drucks. 14/8769, S. 22; Claussen/Bröcker DB 2002, 1199 (1204); Noack BB 2002, 225 (225); Peltzer NZG 2002, 593 (595); Schüppen ZIP 2002, 1269 (1272); Seibt AG 2002, 249 (251).
- 273 Schüppen ZIP 2002, 1269 (1272).
- 274 Bernhardt RIW 2004, 401 (402); Claussen/Bröcker DB 2002, 1199 (1204); Martin NZG 2003, 948 (948); Süner Konzern 2003, 268 (270).
- 275 Bernhardt RIW 2004, 401 (403).

oder nähere Erläuterungen zur Intention der Verwaltung verlangt das Gesetz dagegen nicht<sup>276</sup>. Dennoch ist die Verwaltung in der Praxis dazu gehalten, ihre Motive für etwaige Abweichungen zu nennen. Abschn. 3.10 S. 2 DCGK nämlich legt der Gesellschaft die Begründung nahe und steht seinerseits im Rang einer Empfehlung. Zwar darf auch diese Empfehlung von der Unternehmensleitung mißachtet werden. Doch stellt das Nichtbefolgen des Abschn. 3.10 S. 2 DCGK ebenfalls eine Verletzung des Kodex dar und ist daher im Bericht auszuweisen<sup>277</sup>. Für ein solches Verhalten wird der Kapitalmarkt wohl kein Verständnis aufbringen, so daß diese Option ausscheidet<sup>278</sup>. Will die Gesellschaft der Pflicht entgehen, ihre ablehnende Haltung zu Bestimmungen des Kodex zu erläutern, muß sie daher die Anwendung des DCGK insgesamt verweigern, da die Entscheidung für das Ablehnungsmodell keiner näheren Erläuterung bedarf<sup>279</sup>. Es bleibt freilich der Image-Schaden, dem sich kaum eine Publikumsgesellschaft aussetzen will<sup>280</sup>.

Untersuchungen der von den Gesellschaften in den Jahren 2002 bis 2005 abgegebenen Entsprechenserklärungen haben bestätigt, daß sich die Unternehmen den Empfehlungen des Corporate Governance Kodex größtenteils unterwerfen. Wie stark der Druck auf die Unternehmen ist, den Grundsätzen zu folgen, läßt sich schon aus dem Umstand ableiten, daß die übergroße Mehrheit der Gesellschaften über 90 Prozent der Regeln einhalten<sup>281</sup>. Schon im Jahr 2003 befolgten mindestens zwei DAX-Gesellschaften sämtliche 72 Empfehlungen des DCGK und wählten in ihrer Entsprechenserklärung demgemäß das Übernahmmodell<sup>282</sup>. 2004 waren es bereits 6 DAX- und ein TecDAX-Unternehmen<sup>283</sup>. Die durchschnittliche Anzahl der von den DAX-Unternehmen befolgten Empfehlungen betrug 69,3, während es im Mittel aller an der Erhebung teilnehmenden Gesellschaften immerhin noch 58,7 DCGK-Empfehlungen waren<sup>284</sup>.

Es sind einige wenige Regelungen, die von den Gesellschaften mit Skepsis betrachtet werden. Auf Widerstand stießen in der Vergangenheit fast ausschließlich Regelungen im Zusammenhang mit den Bezügen von Vorstands- und Aufsichtsrat-

276 BegrRegE TransPuG BT-Drucks. 14/8769, S. 21; Berg/Stöcker WM 2002, 1569 (1573).

277 Strunk/Kolaschnik S. 8; Peltzer NZG 2002, 593 (595).

278 Peltzer NZG 2002, 593 (595).

279 Bernhardt RIW 2004, 401 (403).

280 Unter den 30 DAX-Unternehmen wählte im Jahr 2002 lediglich die BASF AG den Deutschen Corporate Governance Kodex ab.

281 Berlin Center of Corporate Governance NZG 2003, 622 (622); Oser/Orth/Wader DB 2003, 1337 (1338).

282 Diesen Wert ermittelten V. Werder/Talaulicar/Kolat DB 2004, 1377 (1378). Ohne daß eine abweichende Untersuchungsmethode ersichtlich wäre, erkennen Oser/Orth/Wader BB 2004, 1121 (1122) dagegen sogar bei 13 DAX-Unternehmen die Einhaltung sämtlicher DCGK-Empfehlungen, während 9 weitere Gesellschaften nur einer einzigen Empfehlung nicht folgten. Schoppen FAZ v. 18.10.2004, S. 24 wiederum geht von fünf DAX-Unternehmen aus, die die Empfehlungen ausnahmslos umsetzen.

283 V. Werder/Talaulicar DB 2005, 841 (842).

284 V. Werder/Talaulicar DB 2005, 841 (842). Im Jahr 2003 waren es noch 68,2 respektive 57,9 DCGK-Empfehlungen, vgl. v. Werder/Talaulicar/Kolat DB 2004, 1377 (1378).

mitgliedern sowie mit dem angemessenen Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen (*Directors' and Officers' Insurances*)<sup>285</sup>. Wie schwer es für die Leitungsebenen wird, dem öffentlichen Druck zur Einhaltung des DCGK standzuhalten, zeigt die im Jahr 2004 entbrannte Diskussion um die Absprache mehrerer DAX-Unternehmen, die einzelnen Vorstandsgehälter geheimzuhalten<sup>286</sup>. Die Empfehlungen des DCGK im Bereich „Aktionäre und Hauptversammlungen“ hingegen werden ganz überwiegend und ohne Kontroverse umgesetzt<sup>287</sup>.

Das Zusammenspiel des § 161 AktG mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex ist ein im deutschen Rechtskreis neuartiges Regelungsmodell, das in der Praxis akzeptiert wird und daher als erfolgreich gelten darf. Unter rechtsdogmatischen Gesichtspunkten ist es anfangs freilich lebhaft diskutiert worden<sup>288</sup>. So wurde einerseits das Verhältnis des Soft Law zur aktienrechtlichen Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 AktG) als widersprüchlich gewertet<sup>289</sup>. Teilweise wurde sogar die Verfassungsmäßigkeit des DCGK bezweifelt, da dessen Urheber nicht demokratisch legitimiert sei<sup>290</sup>. Für die Übertragung von Regelungsverantwortung auf eine Experten-Gruppe spricht jedoch die Zweckmäßigkeitserwägung, daß die Regierungskommission schneller und genauer für den Schutz der Anleger sorgen kann<sup>291</sup>. Interessensverschiebungen zu Lasten einzelner Gruppen sind kaum zu befürchten, da die Schaffung einheitlicher Regeln zur effektiven Unternehmenskontrolle im Interesse aller Aktionäre liegt.

#### D. Weitere Regelungen des TransPuG

Neben der Vorschrift des § 161 AktG hat das TransPuG eine Reihe weiterer Gesetzesänderungen gebracht, die für die Verknüpfung moderner Kommunikationstechniken mit der Hauptversammlung von Bedeutung sind<sup>292</sup>. Zu nennen ist zum einen die Einführung des elektronischen Bundesanzeigers (§ 25 AktG), der den gedruckten Bundesanzeiger als Medium für Pflichtveröffentlichungen seit August 2002 ersetzt<sup>293</sup>. Desweiteren ermächtigt § 118 Abs. 3 AktG die Hauptversammlung, durch eine entsprechende Bestimmung der Satzung oder Geschäftsordnung die audiovisuelle Übertragung der Veranstaltung zuzulassen. Ebenfalls zur Disposition der

285 Oser/Orth/Wader BB 2004, 1121 (1123f).

286 FAZ v. 2.8.2004, S. 9.

287 Oser/Orth/Wader BB 2004, 1121 (1123).

288 Siehe nur Hommelhoff/Schwab FS Kruse S. 693 (693ff) und Wolf ZRP 2002, 59 (59ff).

289 Hommelhoff ZGR 2001, 238 (241f).

290 Wolf ZRP 2002, 59 (59ff). Anders Heintzen 2004, 1933 (1937f), der die Verfassungsmäßigkeit bejaht.

291 Hommelhoff FS Lutter S. 95 (102); Merkt ZGR 2000, 702 (702ff).

292 Überblick über die Neuerungen bei Stinner AG 2001, 1 (1ff).

293 Der elektronische Bundesanzeiger ist abrufbar unter <http://www.ebundesanzeiger.de>.



Satzung wird gestellt, ob Mitglieder des Aufsichtsrats per Videokonferenz an der Hauptversammlung teilnehmen dürfen (§ 118 Abs. 2 AktG).

Eine umfangreiche Änderung hat das Recht der Gegenanträge erfahren. Anträge von Aktionären muß die Gesellschaft seit Inkrafttreten des TransPuG nicht mehr übersenden, sondern nur noch zugänglich machen (§ 126 Abs. 1 AktG). Dies erlaubt die Verlängerung der Frist zur Einreichung von Gegenanträgen. Diese sind seither spätestens zwei Wochen vor dem Tag der Hauptversammlung der Gesellschaft zu übersenden. Ferner beträgt die maximale Länge von Begründungen, die noch von der Pflicht des Vorstands zur Veröffentlichung umfaßt sind, nicht mehr hundert Wörter, sondern 5.000 Zeichen (§ 126 Abs. 2 S. 2 AktG).

## § 21 UMAG

Der jüngste Schritt zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts wurde mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) unternommen<sup>294</sup>. Abermals wurden bisher nicht umgesetzte Vorschläge der Regierungskommission Corporate Governance aufgegriffen, darunter die Idee eines elektronischen Meinungsforums für Anleger<sup>295</sup>. § 127a Abs. 1 AktG sieht zu diesem Zweck die Einrichtung eines Aktionärsforums im elektronischen Bundesanzeiger vor, in dem Anleger für Ihre Begehren werben und Mitstreiter finden können. Trotz der Stellung des § 127a AktG im Abschnitt über die Einberufung steht die neue Form der Binnenkommunikation immer dann zur Verfügung, wenn zur Ausübung von Aktionärsrechten die Erreichung eines Mindestbesitzes oder einer Stimmrechtsquote erforderlich ist.

Zwei weitere, gleichfalls von der Regierungskommission Corporate Governance angeregte<sup>296</sup> Änderungen betreffen die Legitimation der Aktionäre zur Teilnahme an der Hauptversammlung. Das Erfordernis der Hinterlegung bei Inhaberaktien (§ 123 Abs. 2 AktG) ist abgeschafft und durch die Anmeldung, ergänzt um den Nachweis

294 Gesetz v. 22.9.2005, BGBl. I 2005, 2802ff. Dazu Arnold/Born AG-Report 2005, 198; Butzke WM 2005, 1981; Fleischer NZG 2005, 3525; Gantenberg DB 2005, 207; Göz/Holzborn WM 2006, 157; Holzborn/Bunnemann BKR 2005, 51; Jänig BB 2005, 949; Jahn BB 2005, 5; Kirschner BB 2005, 1865; Leuering NZG 2005, 999; ders./Simon NJW-Spezial 2005, 123; Mimberg AG 2005, 716; Schütz NZG 2005, 5; Seibert BB 2005, 1457 und WM 2005, 157; Spindler NZG 2005, 825 und 865; Veil AG 2005, 567; Weißhaupt ZIP 2005, 1766; Wilsing DB 2005, 35; ders./Neumann DB 2006, 31. Bereits zu dem in wichtigen Punkten vom Regierungsentwurf verschiedenen Referentenentwurf Diekmann/Leuering NZG 2004, 249; Freudenberg AG-Report 2004, 79; Hemeling AG 2004, 262; Kuthe BB 2004, 449; Lenzen/Kleinert GmbH-Report 2004, 101; Martens AG 2004, 238; Mutter AG-Report 2004, 156 sowie 202 und 306; Mutter/Topf AG-Report 2004, 259; Seibert/Schütz ZIP 2004, 252; Weißhaupt WM 2004, 705; Wilsing ZIP 2004, 1082. Äußerst kritisch Meilicke/Heidel DB 2004, 1479.

295 Baums-Kommission Rn 131.

296 Baums-Kommission Rn 104.

des depotführenden Kreditinstituts, ersetzt worden (§ 123 Abs. 2 und 3 AktG). Daneben wurde eine Stichtagsregelung eingeführt (sog. *Record Date*, § 123 Abs. 3 AktG<sup>297</sup>). Im Interesse der Beschlußfähigkeit der Hauptversammlung und zur Vermeidung von Anfechtungsrisiken sind Aktionäre formalrechtlich von der Teilnahme an der Veranstaltung ausgeschlossen, die ihre Anteile zeitlich unmittelbar vor der Versammlung erwerben und an sich materiell zur Wahrnehmung ihrer Aktionärsrechte berechtigt wären<sup>298</sup>.

Eine Neuregelung hat auch die Haftung der Geschäftsleitung für Fehlentscheidungen erfahren. Während der Verhaltensmaßstab des § 93 Abs. 1 AktG den Vorstand von einer Erfolgshaftung befreit und ihm ein unternehmerisches Ermessen nach dem Muster der US-amerikanischen *Business Judgment Rule* einräumt<sup>299</sup>, werden die Möglichkeiten der Aktionäre vereinfacht, die Durchsetzung von Schadenersatzansprüchen der Gesellschaft gegen ihre Organe zu erzwingen<sup>300</sup>. Gemäß § 148 AktG genügt zur Erhebung der Haftungsklage, daß die Kläger ein Prozent des Grundkapitals oder einen anteiligen Betrag von 100.000 Euro auf sich vereinen. Das gleiche Quorum gilt gemäß § 142 Abs. 2 AktG seither auch für die Sonderprüfung, wodurch die Voraussetzungen der beiden Kontrollmechanismen einander angeglichen wurden<sup>301</sup>. Zur Erreichung der Mindestquote kann auch hier gemäß § 127a AktG im Aktionärsforum des elektronischen Bundesanzeigers nach Mitstreitern gesucht werden.

Ferner wurde das Anfechtungsrecht einer Reihe von Anpassungen unterzogen<sup>302</sup>. Der Gesetzgeber hat in § 243 Abs. 4 S. 1 AktG klargestellt, daß als bislang ungeschriebene Voraussetzung der Anfechtungsklage die Kausalität der Informationspflichtverletzung für das Beschlußergebnis im Rahmen einer wertenden Betrachtung erforderlich ist. Die Bestimmung lehnt sich an der Formel des BGH an, die es als maßgeblich erachtet, ob ein „objektiv urteilender Aktionär in Kenntnis der Umstände, die Gegenstand seines Auskunftsbegehrens sind, anders abgestimmt hätte“<sup>303</sup>. Zur Unterbindung von mißbräuchlichen Anfechtungsklagen durch sogenannte „räu-

297 Zum Record Date und den Problemstellungen im Zusammenhang mit noch nicht angepaßten Satzungen siehe Kiefner/Zetzsche ZIP 2006, 551 (551ff).

298 Einzelheiten zur Anmeldung nach § 123 Abs. 2 AktG siehe unten S. 149ff.

299 Dazu Gehb/Heckelmann ZRP 2005, 145 (145ff); Hauschka ZRP 2004, 65 (65ff); Ihrig WM 2004, 2098 (2098ff); Kinzl BB 2004, 1653 (1653ff); Kock/Dinkel NZG 2004, 441 (441ff); Schneider DB 2005, 707 (707ff); Thümmel DB 2004, 471 (471ff). Skizzen einer haftungsresistenten Unternehmensorganisation bei Hauschka AG 2004, 461 (461ff), ders. AG 2004, 476 (476ff) sowie Turiaux/Knigge DB 2004, 2199 (2199ff). Zur Sorgfaltspflicht der Geschäftsleitung im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht Eisenberg Konzern 2004, 386 (386ff).

300 Hierzu Seibt WM 2004, 2137 (2137ff).

301 Seibert/Schütz ZIP 2004, 252 (253). Sämtliche geplante Änderungen basieren auf den Vorschlägen der Baums-Kommission Rn 70.

302 Detailliert zu den Neuerungen Hirte ZIP 2004, 1091 (1091ff); Linnerz NZG 2004, 307 (307ff); Schütz DB 2004, 419 (419ff).

303 BGHZ 119, 1 (19); 122, 211 (239); 149, 158 (164).

berische Aktionäre“ wird zudem ein Freigabeverfahren eingeführt, das der eigentlichen Beschlußkontrolle vorgelagert ist.

Gegenwärtig steht das Anfechtungsrecht jedem Anteilseigner zu, und zwar unabhängig vom Umfang seiner Beteiligung. Dies gilt auch dann, wenn der Anleger nur eine Aktie besitzt, die er nach Zusendung der Einberufungsunterlagen, aber vor Abhalten der Hauptversammlung erworben hat<sup>304</sup>. Anfechtungsklagen gegen Beschlüsse, die für ihre Wirksamkeit der Eintragung in das Handelsregister bedürfen (z.B. §§ 181 Abs. 3, 217 Abs. 2 S. 4 und 5, 228 Abs. 2 S. 1 und 2, 234 Abs. 3 S. 1 und 2, 235 Abs. 2 S. 1 und 2 AktG, 16 Abs. 2 S. 2 UmwG), bewirkten in der Vergangenheit eine Registersperre und konnten daher die Umsetzung von Beschlüssen erheblich verzögern. Gerade bei umfangreichen Struktur- und Kapitalmaßnahmen ist jedoch die zeitnahe Durchführung entscheidend für den Erfolg<sup>305</sup>. In der Vergangenheit hat dieser Umstand immer häufiger dazu geführt, daß einzelne Aktionäre die Maßnahmen eine Zeitlang blockiert haben, um sich ihr Anfechtungsrecht von der an einer zügigen Umsetzung von Strukturbeschlüssen interessierten Unternehmensleitung schließlich abkaufen zu lassen<sup>306</sup>. Um diese mißbräuchliche, weil nicht am Wohl der Gesellschaft orientierte Ausübung des Anfechtungsrechts zukünftig zu verhindern, wurde mit der Vorschrift des § 246a AktG ein Freigabeverfahren zur Überwindung der Registersperre ähnlich den bereits bestehenden Verfahren nach §§ 319 Abs. 6 AktG, 16 UmwG geschaffen<sup>307</sup>.

Ferner hat das UMAG das Fragerecht durch Einführung eines neuen Auskunftsverweigerungsrechts und einer Beschränkung durch den Versammlungsleiter reformiert. Gemäß § 131 Abs. 3 Nr. 7 AktG darf der Vorstand die Beantwortung von Auskunftsbegehren ablehnen, soweit die Auskunft auf der Internetseite der Gesellschaft über mindestens sieben Tage vor Beginn und in der Hauptversammlung durchgängig zugänglich ist. Wichtiger noch ist die Vorschrift des § 131 Abs. 2 S. 2 AktG, die der Satzung oder Geschäftsordnung die Ermächtigung des Versammlungsleiters einräumt, das Auskunfts- und das Rederecht zeitlich angemessen zu beschränken. In bezug auf die Redezeitbeschränkung folgt die Neuregelung der bestehenden höchstrichterlichen Rechtsprechung<sup>308</sup>. Im Zusammenhang mit dem Fragerecht ändert sich die Rechtslage, da bisher davon ausgegangen wurde, daß Auskunftsbegehren keiner zeitlichen Begrenzung unterworfen werden können<sup>309</sup>.

304 LG Braunschweig AG 1993, 434 (435); Hirschberger/Weiler DB 2004, 1137 (1137).

305 Schiessl AG 1999, 442 (444).

306 Zöllner AG 1994, 336 (339).

307 Vorschlag der Baums-Kommission Rn 153. Einzelheiten zum Freigabeverfahren bei Heinrich/Theusinger BB 2006, 449 (451ff) und Hirschberger/Weiler DB 2004, 1137 (1137ff).

308 BGHZ 119, 1 (19); 122, 211 (239); 149, 158 (164).

309 OLG Stuttgart v. 15.2.1995 AG 1995, 234 (235); Hüffer § 129 Rn 20; Großkomm-Mülbter Vor §§ 118-147 Rn 160; Kuthe BB 2004, 449 (450); Martens AG 2004, 238 (241).