

## Amerikanisierung des Wirtschaftsrechts in Japan und Deutschland?

### Einflüsse auf die Entwicklung der Gesetzgebung in Deutschland am Beispiel des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts

*Jan von Hein* \* \*\*

- I. Einführung
- II. Kapitalanleger-Musterverfahren und *class action*
  - 1. Die Intention des Gesetzgebers
  - 2. Unterschiede zwischen *class action* und Kapitalanleger-Musterverfahren
  - 3. Mangelnde materiellrechtliche Flankierung
  - 4. Evaluation
  - 5. Alternativen
  - 6. Die Reform des KapMuG
  - 7. Ergebnis zu II
- III. Stimmrechtsvertretung und *proxy-voting*
  - 1. Partielle Rezeption des *proxy-voting*
  - 2. Rechtslage in den USA
  - 3. Rezeption in Deutschland
  - 4. Evaluation
  - 5. Alternativen
  - 6. Ergebnis zu III
- IV. Unternehmerisches Ermessen und „Business Judgment Rule“
  - 1. Die „Business Judgment Rule“ in den USA
  - 2. Die Kodifikation der „Business Judgment Rule“ in Deutschland
    - a) Kodifikation statt Richterrecht
    - b) Tatbestandsausschluss statt Beweislastregel
    - c) Entgegengesetzte Beweislastverteilung
  - 3. Auslegung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG
  - 4. Ergebnis zu IV
- V. Zusammenfassung

---

\* Dr. iur., Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, IPR und Rechtsvergleichung an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg.

\*\* Der vorliegende Beitrag entwickelt in aktualisierter Form Gedanken weiter, die ich erstmals in meiner Habilitationsschrift – JAN VON HEIN, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland* (Mohr Siebeck Tübingen 2008) – vorgestellt habe.

## I. EINFÜHRUNG

Die Amerikanisierung des deutschen Wirtschaftsrechts ist ein hoch aktuelles Thema. Hiervon zeugt beispielsweise das im Februar 2010 zu Ehren *Otto Sandrocks* anlässlich seines 80. Geburtstags veranstaltete Münsteraner Symposium, das unter dem Titel stand: „Das deutsche Wirtschaftsrecht unter dem Einfluss des US-amerikanischen Rechts“<sup>1</sup>. Insbesondere im Aktien- und Kapitalmarktrecht haben im Laufe des 20. und 21. Jahrhunderts in Deutschland vielfältige Rezeptionen US-amerikanischer Regelungsvorbilder stattgefunden<sup>2</sup>. Die Ursachen hierfür sind vielfältig: Erstens kann eine Nachbildung US-amerikanischen Rechts erfolgen, um deutschen Aktiengesellschaften eine Signalisierung positiv bewerteter Eigenschaften gegenüber amerikanischen Investoren zu ermöglichen (Zertifizierungseffekt)<sup>3</sup>. Diesem Aspekt ging bereits der 34. Deutsche Juristentag in Köln 1926 nach, der unter der Frage stand, ob eine grundsätzliche Annäherung des deutschen Aktienrechts an anglo-amerikanischer Vorbilder erfolgen solle, um deutschen Emittenten die Einwerbung von Kapital im Ausland zu erleichtern<sup>4</sup>. Zweitens kann die Übernahme US-amerikanischen Rechts eine Reaktion auf dessen internationale Anwendung darstellen, z.B. in Reaktion auf den Sarbanes-Oxley Act<sup>5</sup> oder künftig auf den Dodd Frank Act<sup>6</sup>. Nicht zuletzt lässt sich die Rezeption amerikanischen Rechts aber vielfach als Folge eines ökonomischen Strukturwandels innerhalb Deutschlands deuten. Die herkömmliche, aufgrund der unterentwickelten Kapitalmärkte der Nachkriegszeit entstandene „Deutschland AG“ hat sich seit den 1990-er Jahren weit gehend aufgelöst<sup>7</sup>. Dieses traditionelle deutsche System der Corporate Governance war durch eine hohe Anteilskonzentration, starke Unternehmensverflechtungen und eine dominierende Rolle der Großbanken in der Unternehmenskontrolle gekennzeichnet. Die Machtposition der Großbanken speiste sich nicht nur aus ihrem beträchtlichen Anteilsbesitz an den größten

- 
- 1 WERNER F. EBKE/SIEGFRIED H. ELSING/BERNHARD GROSSFELD/GUNTHER KÜHNE (Hrsg.), *Das deutsche Wirtschaftsrecht unter dem Einfluss des US-amerikanischen Rechts* (Verlag Recht und Wirtschaft Frankfurt am Main 2010), besprochen durch JAN VON HEIN, ZVglRWiss 110 (2011) 98; HANNO MERKT, RIW H. 3/2011, S. III.
  - 2 Überblicksdarstellungen bei HOLGER FLEISCHER, *Legal Transplants im deutschen Aktienrecht*, NZG 2004, 1129; KLAUS J. HOPT, *Aktienrecht unter amerikanischem Einfluss*, in: Heldrich, Andreas u.a. (Hrsg.): *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag*, Band II (C.H. Beck München 2007) 105; KLAUS PETER BERGER, *Gelungene oder unvermeidbare Rezeptionen: Bank- und Kapitalmarktrecht*, in: Ebke / Elsing / Großfeld / Kühne (Fn. 1) 77; monographisch VON HEIN, *Die Rezeption* (Fn.\*\*).
  - 3 Hierzu eingehend VON HEIN, *Die Rezeption* (Fn.\*\*.) 297 ff.
  - 4 Näher VON HEIN, *Die Rezeption* (Fn.\*\*.) 126 ff.; JESSICA SCHMIDT, *Grundlegende Reform des Aktienrechts? – 34. DJT (1926)*, in: Walter Bayer (Hrsg.), *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in den Beratungen des Deutschen Juristentages* (Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft Jena 2010) 259.
  - 5 Hierzu eingehend JAN VON HEIN, *Die Rezeption* (Fn.\*\*.) 321 ff.
  - 6 Hierzu GERALD SPINDLER/KATHRIN BRANDT/JULIUS RAAPKE, *Finanzmarktreform in den USA – Der neue Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, RIW 2010, 746 ff.
  - 7 Eingehend VON HEIN, *Die Rezeption* (Fn.\*\*.) 367 ff.

deutschen Aktiengesellschaften, sondern auch aus der Anzahl der von Bankenvertretern wahrgenommenen Aufsichtsratsmandate sowie aus der Stimmrechtsvertretung der Kleinanleger in Gestalt des sog. Depotstimmrechts (§ 135 AktG). Die externe Corporate Governance durch liquide Kapitalmärkte, Publizität und eine Haftung der Geschäftsleiter für Fehlinformationen des Kapitalmarkts spielte hingegen lange Zeit wegen materiellrechtlicher und prozessualer Defizite nur eine sehr untergeordnete Rolle. Heute dominiert aber bei großen deutschen Aktiengesellschaften der Streubesitz<sup>8</sup>. Die deutschen Aktiengesellschaften haben sich dem in den USA dominanten Phänotyp, der bereits von *Berle* und *Means* im Jahre 1933 beschrieben wurde<sup>9</sup>, angeglichen, was es nahelegt, auch für die daraus resultierenden Probleme der Corporate Governance – die Trennung von Eigentum und Kontrolle – nach Lösungsmustern in den USA zu suchen. Hinzu kommt, dass auch die Großbanken sich heute ganz überwiegend auf ihr Kerngeschäft in der Finanzbranche konzentrieren. Die Stärkung der externen Corporate Governance durch kapitalmarktrechtliche Haftungstatbestände steht dabei ebenso auf der Tagesordnung wie die Füllung der Lücke, die durch den weit gehenden Rückzug der Banken aus der wenig lukrativen Stimmrechtsvertretung entstanden ist. Gleichwohl behalten die deutsche Unternehmenspraxis und der Gesetzgeber einen oft beträchtlichen Spielraum, um differenziert auf amerikanische Erwartungen und Anforderungen zu reagieren. Eine Totalrezeption US-amerikanischen Aktien- und Kapitalmarktrechts ist weder gewünscht noch empirisch zu beobachten. Vielmehr dominiert bislang in der deutschen Gesetzgebung ein selektiver, doppelspuriger Ansatz, der im Kapitalmarktrecht tendenziell offen gegenüber der Übernahme von Standards ist, die auf dem globalen Kapitalmarkt nach wie vor überwiegend anglo-amerikanisch geprägt sind. In Kernbereichen der Unternehmensorganisation, etwa dem herkömmlichen zweistufigen Aufbau der Unternehmensspitze (Vorstand/Aufsichtsrat) und erst recht im Hinblick auf die unternehmerische Mitbestimmung der Arbeitnehmer, zeigt das deutsche Recht hingegen oft ein erhebliches Beharrungsvermögen<sup>10</sup>. Eine Grenze der Öffnung gegenüber US-amerikanischem Recht wird darüber hinaus bei der prozessualen Bündelung der Interessen geschädigter Anleger erreicht, da zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Zivilprozessrecht in vielen Grundfragen unterschiedliche Präferenzen herrschen.

Jede Rechtsordnung ist mehr als nur die Summe ihrer einzelnen Bestandteile; die jeweiligen Regeln und Institutionen sind vielmehr funktional in vielfältiger Weise voneinander abhängig. Werden einzelne Teile aus ihrem US-amerikanischen Regelungs-

---

8 Siehe ALEXANDER HELLGARDT/ANDREAS HOGER, Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte- Systemvergleich und neuere Entwicklungen, ZGR 2011, 38, 55, m.w.N.

9 ADOLF A. BERLE / GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property* (Transaction Publishers, New York 1933; Nachdruck 1982).

10 Näher JAN VON HEIN, *Between a Rock and a Hard Place: German Codetermination Under Pressure*, *Kyoto Journal of Law and Politics* Jg. 3 (2007), Heft 2, S. 1–30 sowie in japanischer Übersetzung („*Doitsu kyodo kettei seido no jirenma*“) in: *Jurisuto* Nr. 1330 (2007) 38–49, m. w. Nachw.

zusammenhang gelöst und in das deutsche Recht übertragen, drohen Anpassungsschwierigkeiten, Reibungsverluste und schlimmstenfalls Abstoßungsreaktionen. Aufgrund des hier zur Verfügung stehenden begrenzten Raumes kann im Folgenden keine Gesamtdarstellung der Rezeption US-amerikanischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts in Deutschland gegeben werden<sup>11</sup>. Vielmehr sollen drei Bereiche exemplarisch herausgegriffen werden, an denen sich die Probleme der selektiven Rezeption US-amerikanischer Regelungsvorbilder und ihrer Einbettung in die deutsche Rechtsordnung verdeutlichen lassen: Erstens wird das im Jahre 2005 geschaffene Kapitalanleger-Musterverfahren näher betrachtet, das vom deutschen Gesetzgeber als ein funktionales Äquivalent zur US-amerikanischen Sammelklage (*class action*), die man bewusst nicht rezipieren wollte, konzipiert worden ist (unter II). Zweitens wird der Versuch näher beleuchtet, im Jahre 2001 eine Stimmrechtsvertretung durch von der Aktiengesellschaft benannte Vertreter nach dem Vorbild des US-amerikanischen *proxy-voting* in das deutsche Recht einzuführen, ohne zugleich die komplexe aufsichtsrechtliche Regulierung dieser Vollmachten (*proxy regulation*) aus den USA zu importieren (unter III). Drittens wird der unternehmerische Ermessensspielraum im deutschen Aktienrecht näher untersucht. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG enthält seit dem Jahre 2005 eine deutsche Spielart der US-amerikanischen Business Judgment Rule, deren gesetzliche Ausgestaltung jedoch erheblich vom amerikanischen Vorbild abweicht (unter IV). Eine Zusammenfassung der Ergebnisse und ein Ausblick beschließen den Beitrag (unter V).

## II. KAPITALANLEGER-MUSTERVERFAHREN UND CLASS ACTION

### 1. Die Intention des Gesetzgebers

Im deutschen Kapitalmarktrecht bestand lange Zeit ein Defizit in Bezug auf die prozessuale Bündelung der Klagen mehrerer geschädigter Anleger<sup>12</sup>. Solche Massenprozesse waren insbesondere wegen der notwendigen mehrfachen Beweisaufnahmen und des Kostenrisikos für einzelne Kläger kaum praktikabel und in angemessener Zeit durchzuführen<sup>13</sup>. Dies hatte zur Folge, dass im Gegensatz zu den USA, in denen die *securities litigation* ein wichtiges Instrument der externen Corporate Governance darstellt<sup>14</sup>, die materiellrechtlichen deutschen Vorschriften z.B. zur Prospekthaftung ihre

11 Insoweit ist auf VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) zu verweisen.

12 Ausführlich zu den Defiziten der herkömmlich bestehenden Bündelungsformen die Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 13 f.; THEODOR BAUMS (Hrsg.): Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts. Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“ (Otto Schmidt Köln 2001) Rz. 189.

13 Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 13 f.; BAUMS-Kommission (Fn. 12) Rz. 188.

14 Näher ROBERT B. THOMPSON/HILLARY A. SALE, Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism, Vand. L. Rev. 56 (2003) 859.

Präventionswirkung weitgehend einbüßen<sup>15</sup>. Bereits der 64. Deutsche Juristentag in Berlin (2002) und die Regierungskommission Corporate Governance hatten die Einführung einer bereichsspezifischen Gruppenklage (DJT<sup>16</sup>) bzw. eines Vertretermodells (*Baums-Kommission*<sup>17</sup>) vorgeschlagen. Die Pläne zur Einführung einer Gruppenklage erhielten erheblichen rechtspolitischen Auftrieb durch die in der Öffentlichkeit vielbeachteten Schwierigkeiten des Telekom-Verfahrens vor dem LG Frankfurt/Main, bei dem ein Vorsitzender Richter, unterstützt von zwei ehrenamtlichen Handelsrichtern, für die Entscheidung über die Prospekthaftungsklagen von mehr als 15 000 Aktionären mit 2500 Klagen, vertreten durch 750 Rechtsanwälte, zuständig war<sup>18</sup>. Das Bundesjustizministerium verfügte bei der Vorbereitung des KapMuG<sup>19</sup> über eine breite rechtsvergleichende Grundlage<sup>20</sup>, die sich auch in der Begründung des Regierungsentwurfs niederschlug<sup>21</sup>.

Sowohl in der das KapMuG vorbereitenden Diskussion als auch in der Begründung des Regierungsentwurfs wurde eine Rezeption der US-amerikanischen *class action* (FRCP 23) als solche abgelehnt<sup>22</sup>. Insbesondere wurde gegen das amerikanische Modell eingewandt, dass eine „automatische Rechtskrafterstreckung auf am Verfahren nicht beteiligte Dritte [...] den individualistisch geprägten Rechtsschutzgrundsätzen des deutschen Verfassungs- und Prozessrechts fremd“ sei<sup>23</sup>. In der Begründung des KapMuG-RegE wurde deshalb nicht allein das amerikanische Recht herangezogen; vielmehr wurden auch die Prozessrechte anderer europäischer Staaten, nämlich Englands, Österreichs und der Schweiz ausgewertet; auch das Recht Japans wurde betrachtet<sup>24</sup>. Wenngleich

15 Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 13, 16.

16 Siehe DJT 64 (2002) II/1 P 89 (Beschluss Nr. 1.15 der wirtschaftsrechtlichen Abteilung); hierzu siehe den Diskussionsbeitrag von KLAUS J. HOPT, DJT 64 (2002) II/2 P 138–140; ANDREAS MEYER, Aspekte einer Reform der Prospekthaftung – Eine Würdigung der Verhandlungen des 64. Juristentages – Teil II, WM 2003, 1349 ff.

17 BAUMS-Kommission (Fn. 12) Rz. 188–190.

18 Hierzu TIMO GANSEL/ANDREAS GÄNGEL, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NJ 2006, 13; BURKHARD HESS, Musterverfahren im Kapitalmarktrecht, ZIP 2005, 1713 f.

19 BGBl. 2005 I 2437.

20 Eingehend die vom BMJ in Auftrag gegebene Untersuchung des MPI, JÜRGEN BASEDOW/KLAUS J. HOPT/HEIN KÖTZ/DIETMAR BAETGE (Hrsg.), Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozess (Mohr Siebeck, Tübingen 1999); rechtsvergleichend auch BURKHARD HESS, Sammelklagen im Kapitalmarktrecht, AG 2003, 113 ff.

21 Siehe Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 15 f.

22 BAUMS-Kommission (Fn. 12) Rz. 188, 190; KLAUS J. HOPT, DJT 64 (2002) II/2 P 138; Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 15 f.; CHRISTIAN DUVE/TANJA V. PFITZNER, Braucht der Kapitalmarkt ein neues Gesetz für Massenverfahren? Der Entwurf eines Gesetzes über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (KapMuG) auf dem Prüfstand, BB 2005, 673, 677.

23 Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 16; ebenso MEYER (Fn. 16), WM 2003, 1349, 1352 f.; eingehende Darlegung verfassungsrechtlicher Bedenken bei RUPERT SCHOLZ, Individualer oder kollektiver Rechtsschutz? Zum Verfassungsproblem der Zulassung von Sammel-, Gruppen- und Verbandsklagen, ZG 18 (2003) 248–263.

24 Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 15 f.

diese rechtsvergleichenden Erörterungen einen eher geringen Einfluss des US-amerikanischen Rechts auf die Ausarbeitung des KapMuG nahelegen<sup>25</sup>, darf eine wichtige indirekte Wirkung der amerikanischen Rechtsordnung auf die Schaffung dieser neuartigen Verfahrensform nicht übersehen werden. Das KapMuG wurde nämlich bewusst als funktionales Substitut zur US-amerikanischen class action konzipiert, um es deutschen Emittenten zu ermöglichen, einen substantiierten Antrag auf Abweisung einer in den USA erhobenen Klage nach den Grundsätzen des *forum non conveniens* zu stellen<sup>26</sup>. So stellte die Begründung des Regierungsentwurfs die Motivation, durch eine prozessuale Bündelung der Interessen geschädigter Kapitalanleger eine extraterritoriale Rechtsanwendung abzuwehren, deutlich heraus. Es heißt darin, dass mit der Einführung eines Kapitalanleger-Musterverfahrens die Anleger dazu veranlasst werden sollen,

„vor deutschen Gerichten zu klagen und nicht im Wege des forum shoppings auf andere Staaten auszuweichen. Darüber hinaus trägt die Einführung eines kollektiven Rechtsverfolgungsinstruments auch dem berechtigten staatlichen Interesse Rechnung, deutsche Kapitalmärkte durch die inländische Justiz zu kontrollieren und eine extraterritorial ausgreifende Gesetzgebung anderer Staaten zu verhindern. Aus der Sicht deutscher Emittenten schafft das Musterverfahren die Möglichkeit, auf ausländischen Kapitalmarktplätzen auf geeignete kollektive Rechtsschutzmöglichkeiten in Deutschland zu verweisen und dadurch eine Kanalisierung von Rechtsstreiten im Inland bewirken zu können.“<sup>27</sup>

Der zuständige Referent im BMJ, *Reuschle*, stellte in einem Begleitaufsatz klar, dass mit den „andere[n] Staaten“, in die deutsche Anleger nicht ausweichen sollten, die USA gemeint waren<sup>28</sup>. Der von deutscher Seite erhobene Anspruch auf Regulierung des eigenen Kapitalmarkts wurde zusätzlich durch die Schaffung eines ausschließlichen

25 Apodiktisch GEORG MAIER-REIMER/ULRICH WILSING, Das Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten, ZGR 2006, 79, 84: „Das Gesetz folgt nicht Vorbildern aus dem angelsächsischen Raum“; eine bewusste Anlehnung an das US-amerikanische Recht erfolgte aber bei der Auswahl des Musterklägers gem. § 8 Abs. 2 Nr. 1 KapMuG, die der Bestimmung des „lead plaintiff“ gem. dem Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA), 15 U.S.C § 78u-4(a)(B)(iii)(I), nachgebildet ist, hierzu FABIAN REUSCHLE, Ein neuer Weg zur Bündelung und Durchsetzung gleichgerichteter Ansprüche – Zum Entwurf eines Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG), WM 2004, 2334, 2339; ASTRID STADLER, Das neue Gesetz über Musterfeststellungsverfahren im deutschen Kapitalanlegerschutz, in: Ludwig Bittner / Thomas Klicka / Georg E. Kodek / Paul Oberhammer (Hrsg.), Festschrift für Walter H. Rechberger zum 60. Geburtstag (Springer, Wien/New York 2005) 663, 669; DETLEF HASS/CHRISTIAN ZERR, Forum Shopping in den USA nach Erlass des KapMuG, RIW 2005, 721, 726.

26 Näher HASS/ZERR (Fn. 25), RIW 2005, 721, 723.

27 Begründung KapMuG-RegE, BT-Drs. 15/5091, S. 17; der Regierungsentwurf übernimmt hier nahezu wörtlich eine Passage aus dem Aufsatz von HESS (Fn. 20), AG 2003, 113, 115, I. Sp.

28 FABIAN REUSCHLE, Möglichkeiten und Grenzen kollektiver Rechtsverfolgung: Zu den Defiziten im deutschen Prozessrecht, der Übertragbarkeit ausländischer Lösungen und den Grundzügen eines kollektiven Musterverfahrens, WM 2004, 966, 973.

Gerichtsstands abgesichert (§ 32b ZPO n.F.), der eine Klage gegen ein deutsches Unternehmen nur an dessen Sitz ermöglicht und so mittelbar die Anerkennung amerikanischer Urteile gegen deutsche Emittenten ausschließt<sup>29</sup>. Der aktuelle Anlass für diese Neuerungen war wiederum der Streit um die angeblich unrichtigen Grundstücksbewertungen der Telekom, der nicht allein vor dem LG Frankfurt/Main, sondern auch in New York ausgetragen wurde<sup>30</sup>.

Die im KapMuG für die Bündelung der Interessen geschädigter Kapitalanleger gewählte Lösung hat in ihrem Verhältnis zum US-amerikanischen Recht folglich einen zwispältigen Charakter: Einerseits war der deutsche Gesetzgeber darum bemüht, in bewusster Abgrenzung von der amerikanischen *class action* ein eigenständiges Modell eines kollektiven Rechtsschutzes zu entwickeln<sup>31</sup>; andererseits hegte er die Erwartung, dass amerikanische Gerichte dieses neuartige Verfahren als einer *class action* funktional gleichwertig akzeptieren würden. Es ist fraglich, ob diese Doppelstrategie von Erfolg gekrönt ist<sup>32</sup>.

## 2. Unterschiede zwischen *class action* und Kapitalanleger-Musterverfahren

Ohne an dieser Stelle auf die vielfältigen zivilprozessualen Probleme des KapMuG im Detail eingehen zu können, seien die wesentlichen Unterschiede zur *class action* kurz umrissen<sup>33</sup>: Bei der US-amerikanischen *class action* (FRCP 23) repräsentiert der „lead

29 Hierzu eingehend FELIX MORMANN, *Zuständigkeitsrechtlicher Schutz vor Kapitalanlegerklagen in den USA* (Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft Jena 2010).

30 Siehe *In re Deutsche Telekom AG Securities Litigation*, 229 F. Supp. 2d 277 (S.D.N.Y. 2002); näher hierzu BURKHARD HESS, *Aktuelle Brennpunkte des transatlantischen Justizkonflikts*, AG 2005, 897, 899; STADLER (Fn. 25) 663.

31 Insoweit ist das Urteil von MAIER-REIMER/WILSING (Fn. 25) 84 zutreffend.

32 Näher zur Evaluation unten II 4.

33 Zum KapMuG näher RICHARD M. FRANKLIN/TRUIKEN J. HEYDN, *KapMuG: class action vor deutschen Gerichten?*, ZVglRWiss 105 (2006) 313 ff.; GANSEL/GÄNGEL (Fn. 18), NJ 2006, 13 ff.; HASS/ZERR (Fn. 25), RIW 2005, 721 ff.; HESS (Fn. 18), ZIP 2005, 1713 ff.; CHRISTOPH KELLER/ANNABELLA KOLLING, *Das Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren – Ein Überblick*, BKR 2005, 399 ff.; STEFAN R. KRANZ, *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz – Die Einführung eines Musterverfahrens im Zivilprozess*, MDR 2005, 1021 f.; WOLFGANG LÜKE, *Der Musterentscheid nach dem neuen Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz*, ZZP 119 (2006) 131 ff.; MAIER-REIMER/WILSING (Fn. 25), ZGR 2006, 79–120; NORBERT MEIER, *Das neue Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz*, DStR 2005, 1860 ff.; THOMAS M. J. MÖLLERS/TILMAN WEICHERT, *Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz*, NJW 2005, 2737 ff.; HEIKO PLASSMEIER, *Brauchen wir ein Kapitalanleger-Musterverfahren? Eine Inventur des KapMuG*, NZG 2005, 609 ff.; BURKHARD SCHNEIDER, *Auf dem Weg zu Securities Class Actions in Deutschland? – Auswirkungen des KapMuG auf die Praxis kapitalmarktrechtlicher Streitigkeiten*, BB 2005, 2249 ff.; STADLER (Fn. 25), FS Rechberger, S. 663 ff.; noch zu den Entwürfen FRANZ BRAUN / KLAUS ROTTER, *Der Diskussionsentwurf zum KapMuG – Verbesserter Anlegerschutz?*, BKR 2004, 296 ff.; CHRISTIAN DUVE/TANJA V. PFITZNER (Fn. 22), BB 2005, 673 ff.; MARIO HECKER, *Der Regierungsentwurf zum Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) aus übernahmerechtlicher Sicht*, ZBB 2004, 503 ff.; BURKHARD HESS/

plaintiff“ die gesamte Klasse der Geschädigten<sup>34</sup>. Letztere werden am Prozess nicht beteiligt, sondern haben lediglich die Möglichkeit, nach entsprechender Bekanntmachung ihr „opt-out“ aus der *class action* zu erklären<sup>35</sup>. Das Urteil wirkt vollumfänglich gegen alle Mitglieder der Klasse<sup>36</sup>. In der US-amerikanischen Rechtspraxis dominiert der Abschluss entsprechender Verfahren durch einen Vergleich, der richterlicher Genehmigung bedarf (*class action settlement*)<sup>37</sup>. Im Gegensatz zu diesem Modell weitreichender Repräsentation beschränkt sich das KapMuG auf das Modell eines dem § 93a VwGO nachempfundenen Musterverfahrens (§§ 1 ff KapMuG). Unter bestimmten Bedingungen kann vom Gericht ein Musterkläger bestimmt werden (§ 8 KapMuG). Im Musterverfahren wird sodann nicht über den gesamten Rechtsstreit, sondern nur über einzelne Tatbestandselemente oder Rechtsfragen entschieden (§ 16 KapMuG). Die Parallelkläger werden mit der Auswahl des Musterklägers aber nicht vom weiteren Verfahren ausgeschlossen, sondern haben das Recht, als Beigeladene, also ähnlich wie Nebenintervenienten, auch am Musterprozess zu partizipieren (§ 8 Abs. 1 Nr. 3, § 12 KapMuG). Mit dem Abschluss des Musterverfahrens werden zudem nicht zugleich die anhängigen Parallelprozesse beendet; diese müssen vielmehr unter Bindung an die Ergebnisse des Musterverfahrens erst noch zu einem separaten Abschluss gebracht werden (§ 16 KapMuG)<sup>38</sup>, was gegenüber dem Modell der *class action* die Gefahr einer weiteren zeitlichen Verzögerung mit sich bringt<sup>39</sup>. Der Abschluss eines Vergleichs im Musterverfahren ist überdies ausdrücklich untersagt, sofern nicht alle Beteiligten zustimmen (§ 14 Abs. 3 S. 2 KapMuG)<sup>40</sup>.

---

CHRISOULA MICHALIDOU, Das Gesetz über Musterverfahren zu Schadensersatzklagen: Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des Bundesjustizministeriums, ZIP 2004, 1381 ff.; BURKHARD HESS, Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz – eine kritische Bestandsaufnahme, WM 2004, 2329 ff.; REUSCHLE (Fn. 28), WM 2004, 966 ff.; DERS. (Fn. 25), WM 2004, 2334 ff.; DERS., Musterverfahren als neuer prozessualer Weg zur Bewältigung von Massenschäden, ZBB 2004, 518 ff.; ANKE SESSLER, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz: eine Stellungnahme aus anwaltlicher Sicht, WM 2004, 2344 ff.; BRIGITTE ZYPRIES, Ein neuer Weg zur Bewältigung von Massenprozessen – Entwurf eines Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes, ZRP 2004, 177 ff.

34 Ausführlich KLAUS J. HOPT/RAINER KULMS/JAN VON HEIN, Rechtshilfe und Rechtsstaat – Die Zustellung einer US-amerikanischen *class action* in Deutschland (Mohr Siebeck Tübingen 2006), 38 ff. m.w.N.

35 Ebd.

36 Ebd.

37 Ebd.

38 Siehe HASS/ZERR (Fn. 25), RIW 2005, 721, 726; MEIER (Fn. 33), DStR 2005, 1860, 1863: Jeder Kläger erhalte ein individuelles Urteil; zur dogmatischen Natur und dem Umfang der Bindungswirkung näher MARTIN GEBAUER, Zur Bindungswirkung des Musterentscheids nach dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG), ZJP 119 (2006) 159 ff.; MÖLLERS/WEICHERT (Fn. 33), NJW 2005, 2737, 2740.

39 Hierzu SCHNEIDER (Fn. 33), BB 2005, 2249, 2258.

40 Näher HESS (Fn. 18), ZIP 2005, 1713, 1718 (gegen amerikanisches Modell des „Zwangsvergleichs“); der Regierungsentwurf sah sogar noch den vollständigen Ausschluss jeder

### 3. Mangelnde materiellrechtliche Flankierung

In materiellrechtlicher Hinsicht sollte das KapMuG nach der ursprünglichen Planung im Zehn-Punkte-Programm<sup>41</sup> der Regierung Schröder durch ein geplantes Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG<sup>42</sup>) flankiert werden<sup>43</sup>. Auch die seinerzeit geführte rechtspolitische Diskussion um die materiellrechtlichen Haftungsgrundlagen stand deutlich unter US-amerikanischem Einfluss<sup>44</sup>. Aufgrund politischer Widerstände kam es jedoch nicht zur Verabschiedung dieses Gesetzes. Außer im Bereich der Prospekthaftung fehlt es daher für die zivilrechtliche Haftung z.B. aufgrund fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen gegenwärtig im deutschen Recht an speziellen kapitalmarktrechtlichen Anspruchsgrundlagen. Der BGH greift insoweit auf § 826 BGB, die allgemein-zivilrechtliche Haftung für vorsätzliche sittenwidrige Schädigungen, zurück. Zwar eröffnet der generalklauselartige Tatbestand des § 826 BGB deutschen Gerichten einen weiten Spielraum dafür, das Sittenwidrigkeitsurteil auch im Lichte rechtsvergleichender Betrachtungen zu fällen. Die funktionale Annäherung an das US-amerikanische Recht, die durch das KapMuG im Verfahrensrecht erfolgt ist, wird vom BGH jedoch bislang nicht durch eine komplementäre, an US-amerikanischen Vorbildern orientierte Rechtsfortbildung abgesichert. So hat der BGH in mehreren Entscheidungen die Frage einer Rezeption der US-amerikanischen *fraud-on-the-market theory* zwar explizit angesprochen<sup>45</sup>. Nach dieser Rechtsfigur, die auf der Hypothese effizienter Kapitalmärkte beruht, wird vermutet, dass eine Fehlinformation des Kapitalmarkts den Preis eines dort gehandelten

---

Vergleichsmöglichkeit vor, siehe hierzu PLASSMEIER (Fn. 33), NZG 2005, 609, 612; STADLER (Fn. 25), FS Rechberger, S. 663, 677 f.

- 41 Siehe das 10-Punkte-Papier zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes, dokumentiert in: BörsZ Nr. 166 vom 29.8.2002, S. 5.
- 42 BMF, Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), NZG 2004, 1042.
- 43 Näher ECKART GOTTSCHALK, Die persönliche Haftung der Organmitglieder für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen *de lege lata* und *de lege ferenda*, Konzern 2005, 274 ff.; MARC GROTHEER, Außenhaftung von Aufsichtsratsmitgliedern: Ein Anreiz zur Verbesserung der Überwachungstätigkeit?, WM 2005, 2070 ff.; KATJA LANGENBUCHER, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239 ff.; THOMAS M. J. MÖLLERS, Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, 75 ff.; JOCHEM REICHERT / MARC-PHILIPPE WELLER, Haftung von Kontrollorganen, ZRP 2002, 49 ff.; RANDOLF SCHNORR, Geschäftsführerhaftung für fehlerhafte Buchführung, ZHR 170 (2006) 9–38; GERALD SPINDLER, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarkts – *de lege lata* und *de lege ferenda*, WM 2004, 2089 ff.
- 44 Siehe nur MÖLLERS (Fn. 43), JZ 2005, 75, 79: „Weil der US-amerikanische Kapitalmarkt zu den ältesten und größten der Welt zählt, hat man sich [bei der Ausarbeitung des KapInHaG-Entwurfs] an den US-amerikanischen Haftungsnormen orientiert“; Überblick über den Stand der Kapitalmarktinformationshaftung nach deutschem Recht bei CHRISTOPH TEICHMANN, Haftung für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt, JuS 2006, 953 ff. m.w.N.
- 45 BGH 28.11.2005 – II ZR 80/04, NZG 2007, 345, 346; BGH 28.11.2005 – II ZR 246/04, NZG 2007, 346, 347; BGH 26.6.2006, WM 2007, 486; hierzu s. die Besprechung von RÜDIGER VEIL, LMK 2007, 237162; erneut BGH 4.6.2007, ZIP 2007, 1560, 1562.

Wertpapiers beeinflusst und sich insoweit auch auf jede Anlageentscheidung auswirkt, ohne dass der einzelne Anleger nachweisen muss, dass er die fragliche Aktie gerade aufgrund der Fehlinformation erworben habe<sup>46</sup>. Diese Beweiserleichterung wird insbesondere damit gerechtfertigt, dass bei einem Festhalten an einem individualisierten Kausalitätsnachweis jedes einzelnen Anlegers die Bündelung zahlreicher Ansprüche in Gestalt der class action praktisch nicht mehr durchführbar wäre<sup>47</sup>. Der BGH hat eine Rezeption der *fraud-on-the-market theory* im deutschen Recht jedoch wegen der „Gefahr einer uferlosen Ausweitung des ohnehin offenen Haftungstatbestandes“ des § 826 BGB wiederholt abgelehnt<sup>48</sup>. Dies hat zur Folge, dass im Gegensatz zu den USA weiterhin jeder geschädigte Anleger individuell nachweisen muss, dass die fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung für seine jeweilige Anlageentscheidung kausal gewesen ist.

#### 4. Evaluation

Angesichts der Schwächen des im KapMuG vorgesehenen Verfahrens ist dieses Modell im deutschen Schrifttum vielfach mit Skepsis aufgenommen worden<sup>49</sup>. Auch aus der Praxis wurden schon kurz nach der Verabschiedung des Gesetzes „ernüchternd[e]“ Erfahrungen berichtet<sup>50</sup>. Da das KapMuG bewusst als gesetzgeberisches Experiment konzipiert worden war, enthielt es eine sog. *sunset clause*, um nach Ablauf einer Periode von fünf Jahren zu untersuchen, ob sich die darin gewählte Form der Bündelung der

---

46 Grundlegend *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978 (1988); jüngst *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 125 S.Ct. 1627 (2005); eingehende und kritische Bestandsaufnahme der amerikanischen Rechtsprechung bei JAMES C. SPINDLER, *Why Shareholders Want their CEOs to Lie More after Dura Pharmaceuticals*, *Geo. L. J.* 95 (2007) 653, 659 ff.; Überblick aus deutscher Sicht bei MAXIMILIAN FINDEISEN/RICHARD BACKHAUS, *Umfang und Anforderungen an die haftungsbegründende Kausalität bei der Haftung nach § 826 BGB für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen*, *WM* 2007, 100, 106 f.; alle m.w.N.

47 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 242; 108 S.Ct. 978, 989 (1988): „Requiring proof of individualized reliance from each member of the proposed plaintiff class effectively would have prevented respondents from proceeding with a class action, since individual issues then would have overwhelmed the common ones.“

48 Siehe die Nachw. in Fn. 45.

49 Deutlich STADLER (Fn. 25), *FS Rechberger*, S. 663, 670: „Mit einem vergleichsweise hohen Regelungsaufwand erreicht das KapMuG nur minimale Fortschritte“; kritisch auch MAIER-REIMER/WILSING (Fn. 25), *ZGR* 2006, 79, 120 („mit heißer Nadel gestrickt“); SCHNEIDER (Fn. 33), *BB* 2005, 2249, 2258; MÖLLERS/WEICHERT (Fn. 33), *NJW* 2005, 2737, 2741 kritisieren „einige Schwächen [...] wie die Zuständigkeitsfrage, die Kostenregeln sowie die Frage der Bindungswirkung“ (viel Positives bleibt dann nicht mehr übrig!); Kritik vor allem an den Zuständigkeitsregeln bei KELLER / KOLLING (Fn. 33), *BKR* 2005, 399, 402 f.; positive Würdigung hingegen bei HESS (Fn. 18), *ZIP* 2005, 1713, 1719; für insgesamt überflüssig hält das KapMuG PLASSMEIER (Fn. 33), *NZG* 2005, 609, 616.

50 Erste Bestandsaufnahme bei DOROTHEE ERTTMANN/THOMAS KEUL, *Das Vorlageverfahren nach dem KapMuG – zugleich eine Bestandsaufnahme der Effektivität des Kapitalanlegermusterverfahrens*, *WM* 2007, 482 ff.

Interessen geschädigter Anleger in der Praxis bewährt hat<sup>51</sup>. Das Bundesjustizministerium hatte zum Zwecke der Evaluation des KapMuG eine rechtswissenschaftlich-ökonomische Studie in Auftrag gegeben, deren Ergebnisse im Jahre 2009 vorgelegt wurden<sup>52</sup>. Auch im Schrifttum wurde der fünfte Jahrestag des KapMuG von einer Vielzahl teils kritischer, teils affirmativer Aufsätze begleitet<sup>53</sup>. Letztlich entschied sich der Gesetzgeber weder für eine Aufhebung der Befristung noch dafür, das Gesetz auslaufen zu lassen, sondern verlängerte die Geltung des KapMuG um zwei weitere Jahre, um nach diesem Zeitraum zu einer abschließenden Bewertung zu gelangen<sup>54</sup>. Das KapMuG bleibt folglich einstweilen ein Gesetz auf Bewährung, sodass es angezeigt ist, die im Rahmen der Evaluation vorgebrachten empirischen Argumente für und wider das Gesetz näher zu würdigen.

In nackten Zahlen ausgedrückt, hat das KapMuG eine eher kümmerliche Resonanz erfahren<sup>55</sup>. So verzeichnet das elektronische Klageregister derzeit elf Musterverfahren und nur drei Musterentscheide<sup>56</sup>. Bedenkt man, dass das KapMuG inzwischen im sechsten Jahr seiner Geltung steht, sind dies durchschnittlich weniger als zwei neue Verfahren pro Jahr; zudem konnte im Durchschnitt nur alle zwei Jahre ein Verfahren mit einem Musterentscheid abgeschlossen werden. Das Frankfurter Telekom-Verfahren, das den Auslöser für die Schaffung des Gesetzes bildete (siehe oben II 1), ist noch immer nicht abgeschlossen, als Entscheidungstermin ist nunmehr der 25. April 2012 vorge-

---

51 Art. 9 Abs. 2 KapMuG, BGBl. 2005 I 2437, 2445.

52 AXEL HALFMEIER/PETER ROTT/EBERHARD FEESS, Evaluation des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes – Abschlussbericht, Frankfurt am Main, 14. 10. 2009, abrufbar unter [http://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/Abschlussbericht\\_KapMuG\\_Frankfurt%20School\\_2009.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/Abschlussbericht_KapMuG_Frankfurt%20School_2009.pdf?__blob=publicationFile).

53 Überwiegend kritisch: BERGER (Fn. 2) 80 ff.; JUSTUS FROELICH, Das ablaufende Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, Bucerius L. J. 2010, 55 ff.; WOLFGANG SCHIRP / KERSTIN KONDERT, Kapitalanlagen und „Klageindustrie“ – Plädoyer für eine grundlegende Revision des kollektiven Rechtsschutzes, NJW 2010, 3287 ff.; NIKOLAUS STACKMANN, Kein Kindergeburtstag – Fünf Jahre Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NJW 2010, 3185 ff.; BRIGITTE VARADINEK / THOMAS ASMUS, Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz: Verfahrensbeschleunigung und Verbesserung des Rechtsschutzes?, ZIP 2008, 1309 ff.; überwiegend affirmativ: MATTHIAS CASPER, Auf einen Espresso: Gelungene und unvermeidbare Rezeptionen im Bank- und Kapitalmarktrecht in fünf Minuten, in: Ebke / Elsing / Großfeld / Kühne (Fn. 1) 91, 92 f.; JOACHIM JAHN, Der Telekom-Prozess: Stresstest für das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, ZIP 2008, 1314 ff.; MARINA TAMM, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz – Hintergrund, Ausgestaltung und Reformüberlegungen, ZHR 174 (2010) 525 ff.

54 Durch Art. 5 Abs. 2 des Gesetzes vom 24.7.2010, BGBl. I 977 wurde die Geltungsdauer des KapMuG bis zum 1. 11. 2012 verlängert.

55 Anders TAMM (Fn. 53), ZHR 174 (2010) 525, 542, die aber allein auf die Zahl der gestellten Musterfeststellungsanträge (!) abstellt.

56 Das Klageregister wurde aufgrund des § 2 Abs. 6 KapMuG eingerichtet durch die Klageregister-Verordnung vom 26.10.2005, BGBl. I 3092; es ist abrufbar unter <http://www.bundesanzeiger.de> (Stand: 11. 3. 2011).

sehen<sup>57</sup> – dem dann freilich noch der Abschluss der bislang lediglich ausgesetzten Einzelverfahren folgen muss. Bereits diese magere Statistik deutet darauf hin, dass das KapMuG die Hoffnungen des Gesetzgebers auf eine nachhaltige Vereinfachung und Beschleunigung gerichtlicher Massenverfahren nicht erfüllt hat<sup>58</sup>. Nach Ansicht des Vorsitzenden Richters der für Finanzanlagesachen zuständigen Kammer des Landgerichts München I, *Nikolaus Stackmann*, erreicht das Gesetz sogar „eher das Gegenteil“<sup>59</sup>:

„Entschließen sich die Parteien überhaupt, ein Musterverfahren anzustreben, entwickelt sich schon das Verfahren bis zur Eintragung des Antrags zu einem bürokratischen Tauziehen. Klägervertreter sind regelmäßig daran interessiert, aus Haftungsgründen die Eintragung einer Vielzahl von festzustellenden Gesichtspunkten zu erreichen. Das fängt bei noch so abwegigen bis zu eindeutigen – jedenfalls möglichst vielen – Haftungsgründen an, setzt sich über angeblich notwendige Feststellungen zum Verschulden und zur Schadenshöhe bis zur Frage der Verjährung fort. Werden Einträge abgelehnt, schließen sich je nach Höhe des Streitwerts in den betroffenen Verfahren routinemäßig das Musterfeststellungsverfahren verzögernde Beschwerdeverfahren an.“<sup>60</sup>

Als ein weiterer Schwachpunkt des Gesetzes wird vielfach angesehen, dass auch bei einem erfolgreichen Musterfeststellungsantrag zahlreiche Voraussetzungen für die Durchsetzung der geltend gemachten Ansprüche, insbesondere die Kausalität der Fehlinformation für die Entscheidung des Anlegers (siehe oben II 3) und die Höhe des individuell erlittenen Schadens, weiterhin aufwendig in den jeweiligen Einzelverfahren geklärt werden müssen<sup>61</sup>. Kritisch werden auch die Mitwirkungsrechte der Beigeladenen beurteilt: Nehmen diese ihre Rechte in extensiver Weise wahr, droht der Musterprozess im Ergebnis zu einem „monströsen“ Massenverfahren zu degenerieren<sup>62</sup>. Darüber hinaus wird das Erfordernis, dass alle Beteiligten einem Vergleich zustimmen müssen (§ 14 Abs. 3 S. 2 KapMuG), als einer effizienten Verfahrensbeilegung hinderlich einge-

57 Siehe zum aktuellen Stand des Verfahrens KARSTEN SEIBEL, Der fehlende Sachverstand des Manfred Krug, DIE WELT online v. 25.1.2012, <http://www.welt.de/finanzen/article13833674/Der-fehlende-Sachverstand-des-Manfred-Krug.html>.

58 Ebenso CASPER (Fn. 53), der sarkastisch bemerkt, es scheine nur wenig mehr Verfahren nach dem KapMuG als Kommentierungen des Gesetzes zu geben.

59 STACKMANN (Fn. 53), NJW 2010, 3185, 3187.

60 STACKMANN (Fn. 53), NJW 2010, 3185, 3187; zu Möglichkeiten, den Rechtsschutz de lege ferenda effizienter zu gestalten, eingehend VARADINEK / ASMUS (Fn. 53), ZIP 2008, 1309 ff.

61 BERGER (Fn. 2) 80 f.; FROELICH (Fn. 53), Bucerius L. J. 2010, 55; SCHIRP / KONDERT (Fn. 53), NJW 2010, 3287, 3289; STACKMANN (Fn. 53), NJW 2010, 3185, 3186.

62 Von einem „nicht mehr manövrierbaren Monstrum“ spricht STACKMANN (Fn. 53), NJW 2010, 3185, 3189; ähnlich JAHN (Fn. 53), ZIP 2008, 1314, 1317 („Verfahrensmonster“); hiervor warnte bereits STADLER (Fn. 25), FS Rechberger, S. 663, 669, 676; Bedenken äußert auch HESS (Fn. 18), ZIP 2005, 1713, 1716, der insbesondere die Auswirkungen des § 13 Abs. 1 KapMuG (Antrag eines Beigeladenen auf Erweiterung des Feststellungsgegenstandes) skeptisch sieht.

stuf<sup>63</sup>. Schon kurz nach Verabschiedung des Gesetzes ist auf das dieser Vorschrift innewohnende Erpressungspotenzial hingewiesen worden<sup>64</sup>. Während in den USA der Abschluss eines Sammelklageverfahrens durch ein class action settlement den Regelfall bildet<sup>65</sup>, kann die im Auftrag des Bundesjustizministeriums durchgeführte Evaluation von keiner einzigen vergleichweisen Erledigung eines deutschen Musterverfahrens berichten<sup>66</sup>. Die Autoren plädieren folgerichtig für eine Erleichterung der gütlichen Streitbeilegung, wobei sie auf das niederländische Modell eines Vergleichs mit Opt-out-Möglichkeit zurückgreifen wollen<sup>67</sup>.

Schließlich ist fraglich, ob das KapMuG die von deutscher Seite gehegten Erwartungen an eine großzügige Handhabung der forum-non-conveniens-Doktrin durch US-amerikanische Gerichte erfüllt hat<sup>68</sup>. Die vor In-Kraft-Treten des Gesetzes geäußerte Prognose, dass die Drohung mit einer Nicht-Anerkennung eines amerikanischen Urteils in Deutschland nach §§ 32b, 328 Abs. 1 Nr. 1 PO auf die amerikanische Justiz eher mäßigen Eindruck machen dürfte, wenn amerikanische Anleger geschädigt worden sind und der betroffene Emittent über Vermögen in den USA verfügt<sup>69</sup>, scheint sich bestätigt zu haben, denn der Erlass des KapMuG hat die Zahl der in den USA anhängigen Sammelklagen gegen deutsche Unternehmen, soweit ersichtlich, nicht signifikant beeinflusst<sup>70</sup>. Die Nicht-Anerkennung eines *class action*-Urteils in Deutschland kann allerdings ein Argument dafür bilden, deutsche Kläger nicht an einer Sammelklage z.B. gegen ein französisches Unternehmen in den USA teilnehmen zu lassen<sup>71</sup>. Darüber hinaus hat der U.S. Supreme Court jüngst in der auch in Deutschland vielbeachteten Rechtssache *Morrison* die bisher großzügig dimensionierte extraterritoriale Anwendung US-amerikanischen Kapitalmarktrechts auf ausländische Emittenten erheblich eingeschränkt<sup>72</sup>:

63 FROELICH (Fn. 53), Bucerius L. J. 2010, 55, 58; JAHN (Fn. 53), ZIP 2008, 1314, 1317; MARCO SUSTMANN / RÜDIGER SCHMITT-BENDUN, Der Referentenentwurf zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG), NZG 2011, 1207, 1211: Vergleichsabschluss sei „nahezu unmöglich“.

64 So SCHNEIDER (Fn. 33), BB 2005, 2249, 2258.

65 Siehe oben bei Fn. 37.

66 HALFMEIER / ROTT / FEESS (Fn. 52) 38.

67 HALFMEIER / ROTT / FEESS (Fn. 52) 104 ff.; vgl. auch die Überlegungen de lege ferenda bei STACKMANN (Fn. 53), NJW 2010, 3287, 3289 f.

68 Skeptisch bereits JAN VON HEIN, Der ausschließliche Gerichtsstand für ein Kapitalanleger-Musterverfahren – eine Lex Anti-Americana?, RIW 2004, 602, 608 f.; vorsichtig optimistisch hingegen HASS / ZERR (Fn. 25), RIW 2005, 721, 727.

69 Hierzu VON HEIN (vorige Fn.), RIW 2004, 602, 608 f.; zu § 32b ZPO ausführlich GREGOR BACHMANN, Die internationale Zuständigkeit für Klagen wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformationen, IPRax 2007, 77–86; MANFRED CUYPERS, Gerichtliche Zuständigkeit bei fehlgeschlagener Kapitalanlage, WM 2007, 1446–1456.

70 HALFMEIER / ROTT / FEESS (Fn. 52) 87 f.

71 Vgl. In re Vivendi Universal S.A. Securities Litigation, 242 F.R.D. 76, 105 f. (S.D.N.Y. 2007); hierzu TAMM (Fn. 53), ZHR 174 (2010) 525, 540.

72 Morrison v. National Australia Bank, Ltd., 130 S.Ct. 2869, 177 L.Ed.2d 535; besprochen von MATTHIAS LEHMANN, Eine neue Ära der extraterritorialen Anwendung des US-ameri-

Verklagen australische Kapitalanleger eine australische Aktiengesellschaft wegen eines Anlagebetruges aufgrund des Erwerbs von Wertpapieren an einer australischen Börse, findet das US-amerikanische Kapitalmarkthaftungsrecht hierauf keine Anwendung, auch wenn der Betrugsvorwurf mittelbar auf Vorgänge bei einer US-amerikanischen Tochtergesellschaft der Beklagten gestützt wird<sup>73</sup>. Diese restriktive Entwicklung der US-amerikanischen Rechtsprechung dürfte deutschen Emittenten zumindest teilweise die Sorge nehmen, von deutschen Kapitalanlegern in den Vereinigten Staaten wegen Sachverhalten verklagt zu werden, die allenfalls einen peripheren Bezug zu den USA haben. Ob ein amerikanisches Gericht sich jedoch bei Vorliegen eines hinreichenden Inlandsbezuges allein deshalb zum *forum non conveniens* erklären wird, weil das deutsche Kapitalanleger-Musterverfahren ein vollwertiges Äquivalent zur US-amerikanischen *class action* darstelle, ist nach den in der Evaluation zutage getretenen Defiziten des Musterverfahrens zu bezweifeln<sup>74</sup>. Amerikanische Gerichte werden in einen solchen Rechtsvergleich nämlich auch zahlreiche andere Institutionen des Zivilprozessrechts einbeziehen, über die das deutsche Recht selbst nach Erlass des KapMuG nicht oder nur in geringerem Maße als das US-amerikanische Recht verfügt<sup>75</sup> (*discovery*<sup>76</sup>, *jury-trial*, *American rule of costs*<sup>77</sup>, *contingency fees*<sup>78</sup> usw.), ganz abgesehen von fortbestehenden Divergenzen im materiellen Haftungsrecht (*punitive damages*)<sup>79</sup>.

##### 5. Alternativen

Letztlich erschienen dem Gesetzgeber die bisher gesammelten spärlichen Erfahrungen nicht ausreichend für ein abschließendes Urteil über das KapMuG (siehe oben II 4). Im Rahmen der Evaluationsdiskussion sind zahlreiche weitere Detailvorschläge für systemimmanente Verbesserungen des Musterverfahrens unterbreitet worden, auf die hier nicht im Einzelnen eingegangen werden kann<sup>80</sup>. Auch die Frage nach einer Ausdehnung des Musterverfahrens auf Verbraucherprozesse im Allgemeinen und die Einstellung der

---

kanischen Rechts, RIW 2010, 841 ff.; PETER MANKOWSKI, Extraterritoriale Reichweite des US-Wertpapierrechts?, NZG 2010, 961 ff.

73 Morrison v. National Australia Bank, Ltd. (vorige Fn.).

74 So auch MORMANN (Fn. 29) 462.

75 So auch HALFMEIER/ROTT/FEESS (Fn. 52) 87.

76 Siehe SCHNEIDER (Fn. 33), BB 2005, 2249, 2258.

77 Siehe MEIER (Fn. 33), DStR 2005, 1860, 1862.

78 Siehe MEIER (Fn. 33), DStR 2005, 1860, 1862; SCHNEIDER (Fn. 33), BB 2005, 2249, 2258; insoweit ist allerdings auf die aufgrund einer Entscheidung des BVerfG erfolgte Liberalisierung der Vereinbarung anwaltlicher Erfolgshonorare hinzuweisen, siehe BVerfG RIW 2007, 304; darauf folgend das Gesetz zur Neuregelung des Verbots von Erfolgshonoraren vom 12.6.2008, BGBl. I 1000; näher DIETMAR BAETGE, Erfolgshonorare wirtschaftlich betrachtet – Eine ökonomische Analyse der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts über die Zulässigkeit anwaltlicher Erfolgshonorare, RabelsZ 73 (2009) 669 ff.

79 VON HEIN (Fn. 68), RIW 2004, 602, 608 f.

80 Siehe HALFMEIER/ROTT/FEESS (Fn. 52) sowie die oben in Fn. 53 genannten Aufsätze.

maßgebenden Regeln in die ZPO werden auf der Tagesordnung bleiben<sup>81</sup>. Darüber hinaus sind in der Evaluationsdiskussion aber erneut radikalere Forderungen laut geworden, den halbherzigen Ansatz des KapMuG zugunsten einer nachhaltigen Zentralisierung der Anspruchsdurchsetzung im Wege einer echten Sammelklage zu überwinden<sup>82</sup>. Hierbei wird zum Teil explizit die US-amerikanische class action als Vorbild genannt<sup>83</sup>. Überwiegend stößt die Opt-out-Variante des US-amerikanischen kollektiven Rechtsschutzes aber nach wie vor auf Bedenken<sup>84</sup>.

#### 6. Die Reform des KapMuG

Infolge der Ergebnisse der Evaluierung hat das Bundesjustizministerium am 21. Juli 2011 einen Referentenentwurf veröffentlicht, der neben Regelungen zur Beschleunigung und zur Verbesserung der Effektivität des Musterverfahrens vor allem die Möglichkeit einer Beendigung des Musterverfahrens durch einen Vergleich vorsieht<sup>85</sup>. Ein hierauf aufbauender Gesetzentwurf wurde zwischenzeitlich durch die Bundesregierung beschlossen und am 30. Dezember 2011 dem Bundesrat zugeleitet<sup>86</sup>. Im Folgenden sollen die Reformvorschläge beleuchtet werden.

Als Instrumente der Beschleunigung des Musterverfahrens sieht der Gesetzentwurf zum einen eine Entscheidungsfrist zur Bekanntmachung eines Musterverfahrensanspruchs durch das Prozessgericht vor (§ 3 Abs. 3 S. 1 KapMuG-RegE), Abweichungen von dieser Frist müssen durch das Gericht begründet werden (§ 3 Abs. 3 S. 2 KapMuG-RegE)<sup>87</sup>. Diese geplante Neuregelung wird im Schrifttum überwiegend begrüßt<sup>88</sup>. Des weiteren

81 Hierzu siehe den Regelungsvorschlag von HALFMEIER/ROTT/FEES (Fn. 52) 110 ff.; ferner TAMM (Fn. 53), ZHR 174 (2010) 525, 543 ff.

82 JAHN (Fn. 53), ZIP 2008, 1314, 1317 („beherzterer Schritt in Richtung einer Sammelklage“); SCHIRP/KONDERT (Fn. 53), NJW 2010, 3287, 3289 („einheitliche Führung von ‚Sammelklagen‘“); STACKMANN (Fn. 53), NJW 2010, 3185, 3189 („Individualprozess [...], in der eine Person die Interessen der Anleger zentral vertritt“).

83 SCHIRP/KONDERT (Fn. 53), NJW 2010, 3287, 3289.

84 Vgl. etwa CASPER (Fn. 55); anders JAHN (Fn. 53), ZIP 2008, 1314, 1317.

85 Referentenentwurf des BMJ, abrufbar unter [http://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/RefE\\_KapMuG.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/RefE_KapMuG.pdf?__blob=publicationFile). Näher zu den Reformvorschlägen AXEL HALFMEIER, Trippelschritte auf dem Weg zum kollektiven Rechtsschutz: Der Referentenentwurf zur Entfristung des KapMuG, ZIP 2011, 1900; MORITZ KELLER/JOHANNES WIEGAND, Der Referentenentwurf zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG) – Überblick und Stellungnahme, ZBB 2011, 373; BURKHARD SCHNEIDER/HEIKO HEPPNER, Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes, BB 2011, 2947; WOLF STUMPF / DENNIS MÜLLER, Referentenentwurf zur Reform des KapMuG: Neuerungen und Kritik, GWR 2011, 464; SUSTMANN/SCHMITT-BENDUN (Fn. 63), NZG 2011, 1207.

86 BR-Drs. 851/11.

87 Der Referentenentwurf sah eine solche Begründungspflicht bei einer Nichteinhaltung der Frist noch nicht vor, siehe § 3 Abs. 3 KapMuG-RefE.

88 Jeweils zum Referentenentwurf KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 383; STUMPF/MÜLLER (Fn. 85), GWR 2011, 464; Stellungnahme des Instituts für Prozess- und Anwaltsrecht (IPA) der Leibniz-Universität Hannover zum Referentenentwurf eines KapMuG-

verlagert der Gesetzentwurf – wie auch bereits der Referentenentwurf – die Zuständigkeit für Ergänzungen der Feststellungsziele ausschließlich auf das Oberlandesgericht (§ 15 KapMuG-RegE), wodurch das bisherige zeitraubende Ergänzen des Vorlagebeschlusses durch das Prozessgericht entfallen würde<sup>89</sup>.

Zur Erhöhung der Effektivität und zur Beschleunigung des Musterverfahrens sah der Referentenentwurf eine Änderung der Voraussetzungen vor, unter denen Verfahren auszusetzen sind, die solche Fragen zum Gegenstand haben, die anhand des Musterverfahrens geklärt werden sollen<sup>90</sup>. Für die Aussetzung sollte es nach dem Referentenentwurf ausreichend sein, dass „die Feststellungsziele den Streitgegenstand des zugrunde liegenden Rechtsstreits betreffen“ (§ 8 Abs. 1 KapMuG-RefE). Anders als nach bisheriger Rechtslage (siehe § 7 KapMuG) käme es dann für die Aussetzung nicht mehr auf die Entscheidungserheblichkeit der im Musterverfahren zu klärenden Feststellungsziele an, eine Aussetzung würde vielmehr unabhängig von der Entscheidungserheblichkeit erfolgen, was zu einer erheblichen Beschleunigung des Verfahrens führen könnte<sup>91</sup>. Dieses zwangsweise Aussetzen eines Verfahrens bzw. die im Referentenentwurf vorgesehene Erleichterung der Verfahrensaussetzung führt aber nach Auffassung von Teilen des Schrifttums dazu, dass der Kläger möglicherweise in ein Musterverfahren hineingezogen werde, das für seine Klage letztlich keinen Einfluss habe<sup>92</sup> und welches für den Kläger erhebliche Kosten verursachen könne<sup>93</sup>. Ein solches Zwangsverfahren sei im Hinblick auf den *fair trial*-Grundsatz „nicht unproblematisch“<sup>94</sup>. Die in § 8 Abs. 2 KapMuG-RefE vorgesehene Klagerücknahme, die nach § 24 Abs. 1 KapMuG-RefE das

---

Reformgesetzes, S. 8; abrufbar unter [http://www.jura.uni-hannover.de/fileadmin/fakultaet/Institute/Wolf/pdfs/2011/Stellungnahme\\_des\\_IPA\\_zum\\_Referentenentwurf\\_des\\_KapMuG-Reform-gesetzes.pdf](http://www.jura.uni-hannover.de/fileadmin/fakultaet/Institute/Wolf/pdfs/2011/Stellungnahme_des_IPA_zum_Referentenentwurf_des_KapMuG-Reform-gesetzes.pdf).

Kritisch dagegen SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2948: „Dreimonatsfrist viel zu kurz“ und bloßer „Appell“, diese Kritik kann aber hinsichtlich des im Regierungsentwurf vorgesehene Begründungspflicht nicht mehr gelten.

89 Kritisch gegen diese Lösung wegen einer fehlenden Sachnähe des Oberlandesgerichts zu den Ausgangsverfahren die Stellungnahme des IPA (vorige Fn.), S. 11 f., die stattdessen eine Kooperation zwischen dem Gericht des Ausgangsverfahrens und dem Oberlandesgericht vorschlägt.

90 So das BMJ in der Begründung zu § 8 KapMuG-RefE, S. 29.

91 Die Aussetzung der einzelnen den Telekom-Prozess betreffenden Verfahren nahm einen Zeitraum von über einem Jahr in Anspruch, siehe HALFMEIER (Fn. 85), ZIP 2011, 1900, 1902. Kritisch gegen einen Rückschluss auf den Telekom-Prozess für alle KapMuG-Verfahren die Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 12.

92 HALFMEIER (Fn. 85), ZIP 2011, 1900, 1902, der letztlich die Abschaffung eines solchen „Zwangsverfahrens“ anmahnt; STUMPF/MÜLLER (Fn. 85), GWR 2011, 464. Ebenso die Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 5, 13, 15, welche für eine „opt out option“ plädiert.

93 STUMPF/MÜLLER (Fn. 85), GWR 2011, 464; SUSTMANN/SCHMITT-BENDUN (Fn. 63), NZG 2011, 1207, 1209; Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 5, 13.

94 HALFMEIER (Fn. 85), ZIP 2011, 1900, 1902. Noch weitergehender MORITZ KELLER, Referentenentwurf des KapMuG – Auf dem richtigen Weg?, BB 2011, 2305: „verfassungsrechtlich bedenklich“; ebenso SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2948: „Verletzung prozessualer Grundrechte“.

Kostenrisiko abwendet, könne diesen Umstand nicht wesentlich verbessern, da damit der Kläger sein Ziel, nämlich die Anspruchsdurchsetzung, nicht mehr erreichen könne<sup>95</sup> und zudem die Verjährung des Anspruchs drohe, da eine Hemmung nach § 204 BGB nach Klagerücknahme nicht mehr erfolge<sup>96</sup>. Zudem schade die in § 8 Abs. 2 KapMuG-RefE auch den Beklagten, da eine Klage auch ohne deren Zustimmung nach Beginn der mündlichen Verhandlung zurückgenommen werden könne<sup>97</sup>.

Das Schrifttum sieht in der Regelung über die Aussetzung überdies ein erhebliches Konfliktpotenzial im Hinblick auf die im Referentenentwurf vorgesehene Möglichkeit eines erleichterten Vergleichsabschlusses<sup>98</sup>. Durch die Einbeziehung von eigentlich unschlüssigen Ausgangsverfahren in das Musterverfahren werde die Gesamtsumme des Musterverfahrens aufgebläht, was eventuelle Vergleichsverhandlungen im Musterverfahren, in die dann auch die unschlüssigen Ausgangsverfahren einbezogen werden müssten, deutlich erschwere<sup>99</sup>. Zudem bestünde die Gefahr des rechtsmissbräuchlichen Abschlusses von „Generalvergleichen“, in die auch die unschlüssigen Klagen einbezogen wären<sup>100</sup>.

Gegen die vereinfachte Aussetzungsmöglichkeit wird zudem eingewendet, dass sie in solchen Ausgangsverfahren, auf die das Ergebnis des Musterverfahrens wegen der Unschlüssigkeit der Klage des Ausgangsprozesses keinen Einfluss haben werde, eine Verzögerung der betreffenden Ausgangsverfahren zur Folge habe<sup>101</sup>. Schließlich wird vorgebracht, dass keinerlei Bedarf zur Änderung der Voraussetzungen für eine Aussetzung bestünde<sup>102</sup>. Aus diesen Gründen wird im Schrifttum vorgeschlagen, die Aussetzung des betreffenden Verfahrens von einer Schlüssigkeitsprüfung oder einer summarischen Prüfung abhängig zu machen<sup>103</sup>.

Der von der Bundesregierung beschlossene und am 30. Dezember 2011 dem Bundesrat zugeleitete Gesetzesentwurf greift diese Kritik aus der Literatur auf und macht die

- 
- 95 HALFMEIER (Fn. 85), ZIP 2011, 1900, 1902; KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 387; SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2949.
- 96 Stellungnahme der Bundesrechtsanwaltskammer, S. 5, abrufbar unter <http://www.brak.de/zur-rechtspolitik/stellungnahmen-pdf/stellungnahmen-deutschland/2011/september/stellungnahme-der-brak-2011-55.pdf>; Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 13.
- 97 SUSTMANN/SCHMITT-BENDUN (Fn. 63), NZG 2011, 1207, 1210.
- 98 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 389; SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2952.
- 99 KELLER / WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 389. Die Aufblähung des Streitwerts des Musterverfahrens durch unschlüssige Klagen sehen auch STUMPF/MÜLLER (Fn. 85), GWR 2011, 464 als „Dilemma“ für den Musterbeklagten an.
- 100 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 389. Ebenso SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2952. Die Stellungnahme des IPA spricht insofern von einem „öffentlichen Druckpotential“ für die Musterbeklagten, siehe Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 13.
- 101 SUSTMANN/SCHMITT-BENDUN (Fn. 63), NZG 2011, 1207, 1209.
- 102 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 388.
- 103 SUSTMANN/SCHMITT-BENDUN (Fn. 63), NZG 2011, 1207, 1209. Für eine Änderung des Referentenentwurf diesbezüglich sprechen sich auch KELLER (Fn. 94), BB 2011, 2305 sowie KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 387 f. aus.

Aussetzung – wie nach geltender Rechtslage – weiterhin davon abhängig, dass „die Entscheidung des Rechtsstreits von den geltend gemachten Feststellungszielen abhängt“ (§ 8 Abs. 1 S. 1 KapMuG-RegE)<sup>104</sup>. Im Gegensatz zur alten Rechtslage (§ 7 Abs. 1 S. 4 KapMuG) und dem Vorschlag des Referentenentwurfs (§ 8 Abs. 1 S. 4 KapMuG-RefE) ist der Aussetzungsbeschluss nach dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung nunmehr auch anfechtbar<sup>105</sup>.

Die bedeutendste Neuerung im Vergleich zur geltenden Rechtslage stellt jedoch die Erleichterung eines Vergleichs im Musterverfahren dar (zum geltenden Recht s.o. bei Fn. 63). Der Gesetzesentwurf sieht – wie auch bereits der Referentenentwurf – vor, dass der Musterkläger mit den Musterbeklagten ein Vergleich schließen kann (§ 17 KapMuG-RegE), der nach § 18 Kap-MuG-RegE vom Gericht genehmigt werden muss. Der Vergleich, der sich nach § 17 Abs. 1 S. 1 KapMuG-RegE sowohl auf das Muster- als auch auf das Ausgangsverfahren erstrecken muss, bindet dabei sowohl die Vertragsschließenden als auch die Beigeladenen (§ 23 Abs. 1 KapMuG-RegE), sofern letztere nicht von ihrem in § 19 Abs. 2 KapMuG-RegE vorgesehenen Recht zum Austritt aus dem Vergleich Gebrauch gemacht haben. Wird ein Vergleich geschlossen, so hat dies zur Folge, dass sowohl das Musterverfahren (§ 23 Abs. 2 KapMuG-RegE) als auch alle ausgesetzten Prozesse, bei denen der Kläger nicht den Austritt aus dem Vergleich erklärt hat (§ 23 Abs. 3 KapMuG-RegE) beendet werden. Der Gesetzesentwurf sieht in § 23 Abs. 4 KapMuG-RegE zudem ein Mittel vor, um einer Nichterfüllung des Vergleichs durch den Beklagten entgegenzutreten, nämlich die Wiedereröffnung des Verfahrens<sup>106</sup>.

Die Einführung einer Vergleichsmöglichkeit wird im Schrifttum begrüßt<sup>107</sup>. Als problematisch wird jedoch angesehen, dass für den Abschluss eines umfassenden Vergleichs, bei dem möglichst viele beigeladene Kläger zustimmen, eine umfassende Kenntnis der in den einzelnen Ausgangsverfahren bestehenden Sachlagen und Anträgen erforderlich ist<sup>108</sup>. Kritisiert wird zudem, dass zwar im Vergleichsverfahren ein Opt-out-Recht der Beigeladenen bestünde, die Beteiligung am Musterverfahren als solche aber zwingend sei<sup>109</sup>. Schließlich wird darauf hingewiesen, dass das Recht zum Opt-out vor allem von Großanlegern genutzt werden könnte, um die jeweiligen Ausgangsprozesse weiterzuführen und dort separate Vergleiche herbeizuführen<sup>110</sup>. Um dem zu begegnen, wird vorgeschlagen, das Musterverfahren für diejenigen Beigeladenen weiterzuführen, die aus dem Vergleich ausgetreten sind<sup>111</sup>.

---

104 BR-Drs. 851/11, S. 6.

105 Begründung des Gesetzesentwurfs der Bundesregierung, BR-Drs. 851/11, S. 31.

106 Der Referentenentwurf sah ein solches Recht noch nicht vor, siehe Referentenentwurf des BMJ, S. 14.

107 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 383; Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 19.

108 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 383.

109 SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2952.

110 SCHNEIDER/HEPPNER (Fn. 85), BB 2011, 2947, 2952, 2953. Ebenso die Stellungnahme der Bundesrechtsanwaltskammer (Fn. 96), S. 7.

111 Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 20.

Im Schrifttum wird zudem als kritisch betrachtet, dass der Referentenentwurf keine Bestimmungen über die Aufgabe des OLG bei der Herbeiführung eines Vergleichs enthält<sup>112</sup>; vorgeschlagen wurde insofern die Verpflichtung des Gerichts zur Hinwirkung auf eine gütliche Einigung entsprechend der Regelung des § 278 ZPO<sup>113</sup>. Der Gesetzesentwurf sieht in § 11 Abs. 1 S. 2 KapMuG-RegE durch den fehlenden Ausschluss der Anwendbarkeit des § 278 Abs. 1 ZPO jetzt zumindest vor, dass das Gericht eine gütliche Einigung in Betracht ziehen soll<sup>114</sup>. Die Einführung einer verpflichtenden Güteverhandlung hält die Gesetzesbegründung der Bundesregierung dagegen für „mit dem Charakter und der Funktion des Musterverfahrens nicht vereinbar“<sup>115</sup>.

### 7. *Ergebnis zu II*

In der gegenwärtigen Ausgestaltung bleibt das KapMuG hinsichtlich seiner Effizienz und Effektivität weit hinter der US-amerikanischen class action zurück. Es fehlt insbesondere an einer zentralen Bündelung der Anspruchsdurchsetzung sowie an der erforderlichen materiellrechtlichen Flankierung des Gesetzes. Dieses Manko bliebe auch nach Inkrafttreten der Reform des KapMuG weiterhin bestehen<sup>116</sup>. Die externe Corporate Governance aufgrund der gerichtlichen Durchsetzung der Ansprüche geschädigter Kapitalanleger kann daher im deutschen Recht nicht die Rolle spielen, die ihr in den USA zukommt. Dies lenkt den Blick wiederum auf die interne Corporate Governance, auf die im Folgenden am Beispiel der Stimmrechtsvertretung eingegangen werden soll.

---

112 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 384.

113 KELLER/WIEGAND (Fn. 85), ZBB 2011, 373, 384.

114 BR-Drs. 851/11, S. 7.

115 BR-Drs. 851/11, S. 33.

116 Ebenso die Stellungnahme des IPA (Fn. 88), S. 1 ff.

### III. STIMMRECHTSVERTRETUNG UND *PROXY-VOTING*

#### 1. *Partielle Rezeption des proxy-voting*

Der deutsche Gesetzgeber hat in § 134 Abs. 3 AktG i.d.F. des Gesetzes zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG<sup>117</sup>) ein dem US-amerikanischen *proxy-voting* ähnliches Modell der Stimmrechtsvertretung durch von der Aktiengesellschaft benannte Vertreter geschaffen, bei dieser Reform aber bewusst auf eine Übernahme der aufsichtsrechtlichen US-amerikanischen *proxy regulation* verzichtet (näher unten III 3). Auch das im Jahre 2009 verabschiedete Gesetz zur Umsetzung der EU-Aktionärsrechte-Richtlinie<sup>118</sup> (ARUG<sup>119</sup>) hat in dieser Hinsicht keine signifikanten inhaltlichen Änderungen gebracht<sup>120</sup>. Das ARUG konzentriert sich vielmehr auf eine Umgestaltung und Deregulierung des sog. Depotstimmrechts, d.h. auf die in Deutschland traditionell dominierende Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute (§ 135 AktG)<sup>121</sup>. In Bezug auf sonstige Stimmrechtsvertreter hat sich das ARUG auf die Klärung zuvor bestehender Zweifelsfragen bei der Bevollmächtigung von mehr als einer Person (§ 134 Abs. 3 S. 2 AktG i.d.F. des ARUG) sowie auf formal-technologische Erleichterungen bei der Erteilung und dem Nachweis der Vollmacht beschränkt (§ 134 Abs. 3 S. 3–4 AktG i.d.F. des ARUG), denen hier nicht weiter nachzugehen ist<sup>122</sup>. Die Frage, wie die Interessenkonflikte, die einem verbandsrechtlichen *proxy-voting* innewohnen, ohne eine flankierende aufsichtsrechtliche *proxy regulation* bewältigt werden können, bleibt daher unvermindert aktuell.

---

117 Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz – NaStraG) v. 18.1.2001, BGBl. I 123.

118 Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.7.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. EG Nr. L 184 vom 14.7.2007, S. 17.

119 Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie vom 30.7.2009, BGBl. I 2479.

120 Von einer „sehr stiefmütterlich[en]“ Regelung des Verwaltungsstimmrechts spricht STEFAN GRUNDMANN, Das neue Depotstimmrecht nach der Fassung im Regierungsentwurf zum ARUG, BKR 2009, 31, 32; für eine grundlegende Reform *de lege ferenda* noch KARL HOFSTETTER, Von der Landsgemeinde zur *proxy*-Generalversammlung: Vorschläge für einen Paradigmenwechsel in der Schweiz – Analoge Anregungen zur deutschen Hauptversammlung, ZGR 2008, 560, 592.

121 Hierzu näher GRUNDMANN (vorige Fn.), BKR 2009, 31 ff.; HELLGARDT/HOGER (Fn. 8), ZGR 2011, 38, 64 ff.; STEFAN SIMON/DIRK ZETZSCHE, Das Vollmachtstimmrecht von Banken und geschäftsmäßigen Vertretern (§ 135 AktG nF) im Spannungsfeld von Corporate Governance, Präsenzsicherung und prozeduraler Effizienz, ZGR 2010, 918, 932 ff.

122 Hierzu näher CORNELIUS GÖTZE, Erteilung von Stimmrechtsvollmacht nach dem ARUG, NZG 2010, 93 ff.

## 2. Rechtslage in den USA

Ein Verwaltungsstimmrecht ohne begleitende aufsichtsrechtliche Regulierung ist auch dem Recht in den USA nicht schlechthin unbekannt gewesen<sup>123</sup>. Vor dem Erlass des Securities Exchange Act von 1934 unterlagen Stimmrechtsvollmachten allein dem jeweils maßgebenden Recht der Einzelstaaten<sup>124</sup>. Das einzelstaatliche Recht stellte indes nur geringe inhaltliche Anforderungen an die Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht; üblicherweise reichte es aus, wenn die Aktionäre nur grob über die Gegenstände der Tagesordnung für die bevorstehende Hauptversammlung informiert wurden<sup>125</sup>. Dies führte dazu, dass die Verwaltungen die Stimmrechtsvertreter auswählten und mit Hilfe der zur Vorbereitung der Hauptversammlung verteilten Unterlagen dafür sorgten, dass zumeist im Sinne der jeweils amtierenden Verwaltung abgestimmt wurde<sup>126</sup>. Die Hauptversammlung fiel dadurch als Instrument der Corporate Governance in der Praxis vielfach faktisch aus<sup>127</sup>.

Auf diesen dem Verwaltungsstimmrecht immanenten Interessenkonflikt reagierte der Bundesgesetzgeber im Jahre 1934, indem er die Einwerbung der Stimmrechtsvollmachten und die zur Vorbereitung der Stimmabgabe verbreiteten Informationen einer strengen Regulierung auf Bundesebene unterwarf, deren genaue Ausarbeitung und Durchsetzung in die Hände der SEC gelegt wurden<sup>128</sup>. Der Grundgedanke dieses sehr komplexen Regelungsgeflechts besteht darin, die Aushöhlung der traditionellen Präsenz-  
hauptversammlung als gegeben zu akzeptieren, aber durch die Regulierung der Stimmrechtseinwerbung und -erteilung gewissermaßen im Vorfeld der Hauptversammlung ein

---

123 Guter Abriss der historischen Entwicklung bei STEPHEN M. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics* (Foundation Press, New York 2002) 472 f.; ROBIN A. TUERKS, *Depotstimmrechtspraxis versus U.S.-proxy-System* (C.H. Beck, München 2000) 73 ff.

124 BAINBRIDGE, *Corporation Law* (vorige Fn.) 472 f.; TUERKS, *Depotstimmrechtspraxis* (vorige Fn.) 73–75.

125 Näher BAINBRIDGE, *Corporation Law* (Fn. 123) 473.

126 BAINBRIDGE, *Corporation Law* (Fn. 123) 473.

127 Siehe BAINBRIDGE, *Corporation Law* (Fn. 123) 473: „The proxy system thus allegedly helped incumbent directors and managers to perpetuate themselves in office“; von einem „Versagen der einzelstaatlichen Normen“ spricht MARIO HÜTHER, *Namensaktien, Internet und die Zukunft der Stimmrechtsvertretung*, AG 2001, 68, 73 f.

128 Eingehende Darstellung der Proxy Regulation bei BAINBRIDGE, *Corporation Law* (Fn. 123) 473–511; konzise Überblicke im deutschsprachigen Schrifttum bei GERALD SPINDLER / MARIO HÜTHER, *Das Internet als Medium der Aktionärsbeteiligung in den USA*, RIW 2000, 329, 330 ff.; HOFSTETTER (Fn. 120), ZGR 2008, 560, 568 ff.; zu jüngsten Reformen HELLGARDT/HOGER (Fn. 8), ZGR 2011, 38, 44 ff.; siehe ferner HÜTHER (vorige Fn.), AG 2001, 68, 73 f.; JÖRG ZÄTZSCH/MORITZ GRÖNING, *Neue Medien im deutschen Aktienrecht: Zum RefE des NaStraG*, NZG 2000, 393, 400 f.; monographisch die Dissertationen von JOCHEN HOFFMANN, *Systeme der Stimmrechtsvertretung in der Publikumsgesellschaft* (Nomos, Baden-Baden 1999) 40–60, 82–98; CHRISTIAN RUOFF, *Stimmrechtsvertretung, Stimmrechtsermächtigung und Proxy-System* (Verlag V. Florenz, München 1999) 177–304 und ROBIN A. TUERKS, *Depotstimmrechtspraxis* (Fn. 123) 73–164.

funktionales Äquivalent zur Willensbildung der Aktionäre zu schaffen<sup>129</sup>. Bis ins kleinste Detail ist daher geregelt, welches Verhalten die Einwerbung einer Stimmrechtsvollmacht (*proxy solicitation*) darstellt und welchen Inhalt der Bericht über die beabsichtigte Stimmrechtsausübung (*proxy statement*) haben muss<sup>130</sup>. Die Einhaltung dieser formalen Anforderungen wird von der SEC beaufsichtigt, die Verstöße streng sanktioniert<sup>131</sup>. Die Kontrollbefugnisse der SEC gestatten es der Behörde indes nicht, inhaltliche Vorgaben für die Ergebnisse der Stimmrechtsausübung zu erlassen<sup>132</sup>.

### 3. Rezeption in Deutschland

In Deutschland wurde während des 20. Jahrhunderts eine Rezeption des US-amerikanischen *proxy-voting* (im Sinne einer Verwaltungsvollmacht) wegen der hierdurch befürchteten Interessenkonflikte beharrlich abgelehnt<sup>133</sup>. Unter dem AktG 1965 entsprach es der überwiegenden Meinung, dass eine Bevollmächtigung eines von der Gesellschaft eingesetzten Stimmrechtsvertreters außerhalb der Kreditwirtschaft (§ 135 Abs. 3 S. 3 AktG)<sup>134</sup> wegen dieser Konflikte unzulässig sei (arg. § 136 Abs. 2 AktG)<sup>135</sup>. Aufgrund der Dominanz des Depotstimmrechts in der deutschen Unternehmenspraxis war die Frage eines *proxy-voting* lange Zeit ohne praktische Bedeutung<sup>136</sup>. Erst gegen Ende der 1990-er Jahre erregte dieser Punkt Aufmerksamkeit, als die Deutsche Telekom AG versuchte, ihre Aktionäre zur Stimmrechtsvertretung durch eine von der AG bezahlte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zu bewegen<sup>137</sup>.

129 Näher ZÄTZSCH/GRÖNING (vorige Fn.), NZG 2000, 393, 400; HÜTHER (Fn. 127), AG 2001, 68, 74; HOFSTETTER (Fn. 120), ZGR 2008, 560, 569; HELLGARDT/HOGER (Fn. 8), ZGR 2011, 38, 52 f.

130 Siehe SPINDLER/HÜTHER (Fn. 128), RIW 2000, 329, 330.

131 Näher SPINDLER/HÜTHER (Fn. 128), RIW 2000, 329, 330 f.

132 The Business-Roundtable v. SEC, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990); hierzu näher JEFFREY Y. WU, Revisiting Business Roundtable and Section 19(c) in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act, Yale J. Reg. 23 (2006) 249 ff.

133 Aus der Literatur nach 1965 namentlich PHILIPP MÖHRING, Proxy-Stimmrecht und geltendes deutsches Aktienrecht, in: Kurt Ballerstedt/Wolfgang Hefermehl (Hrsg.), Festschrift für Ernst Geßler zum 75. Geburtstag (C.H. Beck, München 1971) 127–138; zuletzt dezidiert WOLFGANG ZÖLLNER, Stimmrechtsvertretung der Kleinaktionäre, in: Marcus Lutter/Marcus Scholz/Walter Sigle (Hrsg.), Festschrift für Martin Peltzer (Otto Schmidt, Köln 2001) 661, 667 f.

134 So die Zählung in der heutigen Fassung des AktG durch das ARUG.

135 Zum dogmatischen Streitstand vor In-Kraft-Treten des NaStraG siehe zuletzt die eingehenden Bestandsaufnahmen bei THORSTEN BEHNKE, Die Stimmrechtsvertretung in Deutschland, Frankreich und England, NZG 2000, 665, 671 f.; STEFAN HANLOSER, Proxy-Voting, Remote-Voting und Online-HV: § 134 III 3 AktG nach dem NaStraG, NZG 2001, 355 f.; HÜTHER (Fn. 127), AG 2001, 68, 71 f., ZÖLLNER (Fn. 133), FS Peltzer, S. 661, 663 ff., alle mit umfassenden Nachweisen zur älteren Literatur.

136 HÜTHER (Fn. 127), AG 2001, 68, 71.

137 OLG Karlsruhe 24.2.1999, NJW-RR 2000, 1057 („Forum T-Aktie“); das OLG hielt dieses Vorgehen indes für zulässig; zu diesem Rechtsstreit näher REINHARD MARSCH-BARNER, Neue Entwicklung im Vollmachtstimmrecht der Banken, FS Peltzer (Fn. 133) 261, 271;

Vor diesem Hintergrund wurde es als „sensationell“ empfunden<sup>138</sup>, dass der Rechtsausschuss im November 2000 die Einfügung eines neuen Satzes in § 134 Abs. 3 AktG vorschlug, in dem erstmals die Zulässigkeit einer Bevollmächtigung eines von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreters ausdrücklich anerkannt wurde<sup>139</sup>; seinerzeit war dies Satz 3; heute, in der Fassung des ARUG, ist es Satz 5. Der Rechtsausschuss verwies hierbei ausdrücklich auf die Vorbildfunktion des angloamerikanischen Rechts: Mit der vorgeschlagenen Regelung werde „ein dem im angloamerikanischen Rechtskreis bekannten *proxy-voting* vergleichbares Abstimmungsverfahren möglich“<sup>140</sup>. Bereits in der Begründung des Regierungsentwurfs war es ausdrücklich für denkbar erklärt worden, dass Aktiengesellschaften

„es ihren Aktionären ermöglichen, nach Identifizierung durch eine Aktionärsnummer o.Ä. auf der Homepage der Gesellschaft einen von der Gesellschaft eingesetzten Stimmrechtsvertreter zu bevollmächtigen (sog. Proxy-voting).“<sup>141</sup>

Angesichts des einschneidenden Charakters dieser Änderung und im Lichte des lang anhaltenden Widerstands gegenüber dem anglo-amerikanischen *proxy system* in der deutschen Gesetzgebung und Wissenschaft überrascht es, dass dieser Schritt weder in der Begründung des Regierungsentwurfs noch in dem Bericht des Rechtsausschusses inhaltlich näher gerechtfertigt wurde, zumal erst drei Jahre zuvor das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG<sup>142</sup>) sich zu einer systemimmanenten Verbesserung der etablierten Depotstimmrechtspraxis bekannt hatte<sup>143</sup>. Die Gründe für die Einführung des *proxy-voting* waren zum einen ökonomischer, zum anderen politischer Natur. In ökonomischer Hinsicht war der bereits (oben unter I.) erwähnte Strukturwandel der Beziehung zwischen den deutschen Aktiengesellschaften und den Banken ausschlaggebend. In dieser Hinsicht ist der amtliche Bericht über die Implementation des NaStraG aufschlussreich, der zwar erst drei Jahre später als das Gesetz erstellt

---

ULRICH NOACK, Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG, ZIP 2001, 57, 61 f.; ZÖLLNER (Fn. 133), FS Peltzer, S. 661, 668 f.

138 ULRICH SEIBERT, Aktienrechtsnovelle NaStraG tritt in Kraft: Übersicht über das Gesetz und Auszüge aus dem Bericht des Rechtsausschusses, ZIP 2001, 53, 55; zustimmend STEFAN HANLOSER (Fn. 135), NZG 2001, 355; JÖRG TRÖDER, Erste Erfahrungen mit den Auswirkungen des NaStraG auf die Praxis der Hauptversammlung, RNotZ 2001, 439, 441.

139 Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum NaStraG-RegE, BT-Drs. 14/4618, S. 8: „Werden von der Gesellschaft benannte Stimmrechtsvertreter bevollmächtigt, so ist die Vollmachtserklärung von der Gesellschaft drei Jahre nachprüfbar festzuhalten; § 135 Abs. 4 Sätze 1 bis 3 gelten entsprechend“.

140 Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum NaStraG-RegE, BT-Drs. 14/4618, S. 14.

141 BT-Drs. 14/4051, S. 15.

142 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v. 27. 4. 1998, BGBl. I 786.

143 Ungewöhnlich unergiebig auch SEIBERT (Fn. 138), ZIP 2001, 53, 55 f., der im Wesentlichen den Bericht des Rechtsausschusses referiert und ein Satzungsbeispiel bringt; kritisch auch MATHIAS HABERSACK, Aktienrecht und Internet, ZHR 165 (2001) 172, 188 f. („eine Grundsatzfrage des Aktienrechts, die eine intensivere Diskussion verdient gehabt hätte“).

wurde, aber Rückschlüsse auf die im Bundesjustizministerium und im Rechtsausschuss bei der Vorbereitung des Gesetzes verfolgten Gedankengänge zulässt<sup>144</sup>. Darin heißt es:

„Das Szenario, von dem der Deutsche Bundestag bei Verabschiedung des Namensaktiengesetzes (NaStraG) ausging, hat sich realisiert, wenn auch teilweise langsamer als erwartet. Die in den 90er Jahren noch zentrale Streitfrage der Bankenmacht hat erheblich an Bedeutung verloren. Kreditinstitute haben sich wie vorhergesehen in großem Umfang aus der Stimmrechtsausübung für Depotkunden zurückgezogen. [...] Zugleich ist der mit dem NaStraG erhoffte Effekt eingetreten. Der Rückgang der Bankenvollmachten wurde durch alternative Stimmrechtsausübungsinstrumente zwar nicht überkompensiert[,] aber doch zumindest aufgefangen [...].“<sup>145</sup>

Das mit dem NaStraG eingeführte *proxy-voting* diene folglich dem Zweck, ein Gegengewicht für den sich abzeichnenden Rückzug der Banken aus der Stimmrechtsvertretung zu schaffen<sup>146</sup>.

Die Annäherung des deutschen Rechts an das amerikanische *proxy-voting* wird jedoch insoweit kritisch bewertet, als der Rechtsausschuss die anlegerschützenden Informations- und Offenlegungspflichten, denen das US-amerikanische Bundesrecht die Einwerbung von *proxies* unterwirft, „ausgeblendet“ hatte<sup>147</sup>. Es ist in der Tat problematisch, dass der deutsche Gesetzgeber meinte, im Aktienrecht das Verwaltungsstimmrecht nach angloamerikanischem Vorbild rezipieren zu können, ohne zugleich die hiermit funktional eng verknüpften Transparenzanforderungen und aufsichtsrechtlichen Befugnisse zu übernehmen<sup>148</sup>. Gerade die enge Wechselbeziehung zwischen dem *proxy*-Stimmrecht und den notwendigen Kontrollmechanismen im Aufsichtsrecht war lange Zeit ein Argument gegen die Rezeption des *proxy*-Modells im deutschen Recht gewesen<sup>149</sup>. Im Gegensatz zur Diskussion in den 1960-er Jahren bestand aber im Zeit-

144 BMJ, NZG 2004, 948.

145 BMJ, NZG 2004, 948.

146 Hieraus erklärt sich auch die Passage aus der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 135 AktG n.F. (BT-Drs. 14/4051, S. 16): „Freilich wird die Entwicklung möglicherweise dahin gehen, dass das Vollmachtsstimmrecht der Banken insgesamt nach und nach obsolet werden und in einigen Jahren vielleicht ganz verzichtbar sein wird“; diesbezüglich skeptisch aber MARSCH-BARNER (Fn. 137), FS Peltzer, S. 261, 278.

147 HANLOSER (Fn. 135), NZG 2001, 355, 356; ebenso UWE HÜFFER, AktG (C.H. Beck, München, 9. Aufl. 2010) § 134 Rz. 26a: bloße sprachliche Anlehnung ohne rechtsvergleichende Legitimation; kritisch auch SUSANNE LENZ, Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (Proxy-Voting) in der Hauptversammlung der deutschen Publikums-AG (Duncker & Humblot, Berlin 2005) 132 ff.

148 Dies bemerkt auch TRÖDER (Fn. 138), RNotZ 2001, 439, 441; hierzu näher VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 872 ff.

149 Vgl. WOLFGANG FIKENTSCHER, Besprechung von WIETHÖLTER, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, ZVglRWiss 65 (1963) 248, 252; so auch noch UWE HÜFFER, AktG (C.H. Beck, München, 4. Aufl. 1999) § 135 Rz. 4: „Das Proxy-Stimmrecht [...] ist [...] nur um den Preis staatlicher Aufsicht zu haben“; ebenso, aber beschränkt auf die nicht weisungsgebundene Vollmacht; ULRICH NOACK, Die organisierte Stimmrechtsvertretung auf Hauptversammlungen – insbesondere durch die Gesellschaft, in: Uwe H. Schneider/Peter Hommelhoff/Karsten Schmidt/Wolfram Timm/

punkt des Erlasses des NaStraG bereits eine Kapitalmarktaufsichtsbehörde, das BAWe (jetzt: die BaFin). Die institutionelle Infrastruktur, in die man eine dem US-amerikanischen Recht nachempfundene *proxy regulation* hätte einbetten können, war in Deutschland also durchaus vorhanden. Gleichwohl verzichtete man im Bundesjustizministerium und im Rechtsausschuss bewusst auf eine aufsichtsrechtliche Flankierung des Verwaltungsstimmrechts. *Seibert* führte in einem Begleitaufsatz hierzu aus:

„Wenn man die SEC-Rules zum Proxy-Voting in den USA damit [§ 134 Abs. 3 AktG n.F.] vergleicht, erscheint die Vorschrift sehr knapp. Das war beabsichtigt, da zunächst Erfahrungen mit dem neuen Institut gesammelt werden sollen und später noch angemessen reagiert werden kann.“<sup>150</sup>

Auch der Rechtsausschuss sprach von einer „zunächst rudimentär[en]“ Regelung des *proxy-voting*<sup>151</sup>. Im Schrifttum wurde deshalb mit einer baldigen Nachbesserung gerechnet<sup>152</sup>, die indes auch in jüngster Zeit durch das ARUG nicht verwirklicht wurde (siehe oben III 1). Dies hat weitreichende Folgen: So wird z.B. die gezielte Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten durch die Gesellschaft für unzulässig gehalten, weil es an aufsichtsrechtlichen Regeln zur „*proxy solicitation*“ fehle<sup>153</sup>. Insoweit fragt sich aber, wie rechtssicher zwischen einer Information der Aktionäre über die von der Gesellschaft angebotenen Möglichkeiten der Stimmrechtsvertretung (etwa durch die Bereitstellung von Formularen zum Download im Internet) und einer verpönten „Einwerbung“ derartiger Vollmachten abgegrenzt werden soll.

Vor dem Hintergrund der eingehenden US-amerikanischen Regulierung des *proxy*-Systems ist die Entscheidung des Gesetzgebers, nur die verbandsrechtliche Seite dieses Instituts zu rezipieren, auf rechtspolitische Kritik gestoßen<sup>154</sup>. So wird zwar der Verzicht auf eine nähere gesetzliche Ausformung zur Sammlung von Erfahrungen grund-

---

Barbara Grunewald/Tim Drygala (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (Otto Schmidt, Köln 2000) 1463, 1480: „Die damit [der Rezeption des Proxy-Modells] notwendig verbundene Etablierung eines Aktienamtes, das mit seinen Beamten über das Stimmrechtsgebaren auf Hauptversammlungen wacht, ist keine erbauliche Vorstellung“.

150 SEIBERT (Fn. 138), ZIP 2001, 53, 55.

151 BT-Drs. 14/4618, S. 14.

152 So PETER HEMELING, Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung im Lichte des Namensaktiengesetzes (NaStraG), in: Hartwig Henze/Michael Hoffmann-Becking (Hrsg.): Gesellschaftsrecht 2001, RWS Forum 20 (RWS Verlag, Köln 2001) 79, 91; CORRADO WOHLWEND, Die Neufassung der Satzung börsennotierter Aktiengesellschaften im Lichte des Namensaktiengesetzes, NJW 2001, 3170, 3171.

153 HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b; OLIVER RIECKERS, in: Gerald Spindler / Eberhard Stilz (Hrsg.), Aktengesetz, Bd.1 (C.H. Beck, München, 2.Aufl. 2010) § 134 Rz. 59.

154 GREGOR BACHMANN, Verwaltungsvollmacht und „Aktionärsdemokratie“: Selbstregulative Ansätze für die Hauptversammlung, AG 2001, 635, 636; HERIBERT HIRTE, Kapitalgesellschaftsrecht (RWS Verlag, Köln, 6. Aufl. 2009) Rz. 3.241; HÜTHER (Fn. 127), AG 2001, 68, 74; GÜNTHER H. ROTH, Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung – Oder: Unlautere Werbung für Aktienrecht, ZIP 2003, 369, 373; JÖRG TRÖDER (Fn. 138), RNotZ 2001, 439, 441.

sätzlich gebilligt, aber eingewandt, dass man der BaFin zumindest die Ermächtigung zum Erlass entsprechender Richtlinien hätte übertragen können<sup>155</sup>. Als aktienrechtliche Minimallösung, heißt es, wäre eine Parallelvorschrift zur Stimmrechtsausübung für Kreditinstitute auf ihrer eigenen Hauptversammlung (§ 135 Abs. 3 S. 3 AktG) notwendig gewesen<sup>156</sup>. Da sich der Gesetzgeber dieser Kritik aber auch bei der jüngsten Reform der Stimmrechtsvertretung durch das ARUG verschlossen hat und auch eine freiwillige Unterwerfung unter die amerikanische *proxy regulation* mit Hilfe einer Zweitnotierung in den USA nicht in Betracht kommt, weil dieser Teil des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts nicht auf ausländische Emittenten angewendet wird<sup>157</sup>, steht das deutsche Recht vor der Aufgabe, das Fehlen der aufsichtsrechtlichen Flankierung, welche die deutsche Variante des *proxy-voting* kennzeichnet, mit Hilfe verbandsrechtlicher Instrumente oder im Wege der Selbstregulierung zu bewältigen.

Eine radikale Lösung des Problems liegt in dem Vorschlag, § 134 Abs. 3 S. 5 AktG restriktiv auszulegen<sup>158</sup>. So wird argumentiert, dass die genannte Vorschrift zwar die Bevollmächtigung eines von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreters ermögliche, aber zu dessen persönlichen Eignungsvoraussetzungen schweige<sup>159</sup>. Aus dem Verbot von Stimmbindungsverträgen (§ 136 Abs. 2 AktG) und der Unzulässigkeit der Stimmrechtsausübung aus eigenen Aktien der AG (§§ 71b, 71d S. 2 und 4 AktG) wird sodann der allgemeine Rechtsgedanke entnommen, dass ein Stimmrechtsvertreter sich nicht durch seine persönliche Nähe zur Verwaltung in einem Interessenkonflikt befinden dürfe, der eine Stimmrechtsausübung im Interesse der Aktionäre gefährde<sup>160</sup>. Folglich seien sowohl Organmitglieder als auch Mitarbeiter der AG als Stimmrechtsvertreter nicht geeignet<sup>161</sup>. Mit diesem Vorschlag wäre das Verwaltungsstimmrecht praktisch weit gehend eliminiert; das Problem einer Regulierung und Beaufsichtigung etwaiger Interessenkonflikte des Stimmrechtsvertreters würde sich kaum noch stellen.

---

155 BACHMANN (vorige Fn.), AG 2001, 635, 636 (damals noch: BAWe).

156 G. H. ROTH (Fn. 154), ZIP 2003, 369, 374.

157 Dies erwägt BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 643; zur Nicht-Anwendung der proxy rules auf ausländische Emittenten siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 316 f.

158 Siehe PETER KINDLER, Der Aktionär in der Informationsgesellschaft – Das Gesetz zur Namenaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung, NJW 2001, 1678, 1687.

159 KINDLER (vorige Fn.), NJW 2001, 1678, 1687.

160 KINDLER (Fn. 158), NJW 2001, 1678, 1687; ähnlich JÖRN HIRSCHMANN, in: Wolfgang Hölter (Hrsg.), AktG (C.H. Beck/Franz Vahlen, München 2011) § 134 Rz. 50 (keine Bevollmächtigung von Mitgliedern des Vorstands oder des Aufsichtsrats).

161 KINDLER (Fn. 158), NJW 2001, 1678, 1687. Es ist wohl unstrittig, dass die AG selbst oder ihre Organe (Vorstand/Aufsichtsrat) nicht als Stimmrechtsvertreter in Betracht kommen, so übereinstimmend HIRTE, Kapitalgesellschaftsrecht (Fn. 154) Rz. 3.241; KINDLER (Fn. 158), NJW 2001, 1678, 1687; RÜDIGER VOLHARD, in: Wulf Goette/Mathias Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, Band 4 (C.H. Beck, München, 2. Aufl. 2004) § 134 Rz. 37, 39; BODO RIEGGER, Hauptversammlung im Internet, ZHR 165 (2001) 204, 214.

Der Vorschlag, gesellschaftsnahe Personen als Stimmrechtsvertreter prinzipiell auszuschließen, ist jedoch ganz überwiegend auf Ablehnung gestoßen<sup>162</sup>. Hierbei wird zum einen entstehungsgeschichtlich argumentiert: Da in der Unternehmenspraxis vor Erlass des NaStraG in der Regel eigene Mitarbeiter der AG als Stimmrechtsvertreter benannt worden seien, könne nicht davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber diese Variante stillschweigend habe missbilligen wollen<sup>163</sup>. Überdies wird darauf abgestellt, dass der Rechtsausschuss explizit auf das Vorbild des US-amerikanischen *proxy-voting* Bezug genommen habe<sup>164</sup>. Schließlich hat auch in jüngster Zeit der Gesetzgeber des ARUG von Korrekturen oder Einschränkungen hinsichtlich des als Stimmrechtsvertreter in Betracht kommenden Personenkreises abgesehen. An der Zulässigkeit der Bevollmächtigung gesellschaftsnahe Personen kann daher nach heutigem deutschem Aktienrecht kein Zweifel mehr bestehen.

Es bleibt also die Frage, wie das Fehlen aufsichtsrechtlicher Maßnahmen kompensiert werden kann, um Missstände zu vermeiden, wie sie für das Verwaltungsstimmrecht im Recht der US-amerikanischen Gliedstaaten vor 1934 kennzeichnend waren. Die herrschende Meinung versucht, den mit der Stimmrechtsvertretung durch gesellschaftsangehörige oder -nahe Personen verbundenen Interessenkonflikt dadurch in den Griff zu bekommen, dass eine Erforderlichkeit der Bindung des Vertreters an ausdrückliche Weisungen postuliert wird<sup>165</sup>. Entstehungsgeschichtlich wird hierfür vorgebracht, dass sowohl in der dem NaStraG vorausgehenden wissenschaftlichen Diskussion als auch in der die Gesetzesänderung inspirierenden Unternehmenspraxis stets von einer Weisungsgebundenheit eines von der AG benannten Stimmrechtsvertreters ausgegangen worden sei<sup>166</sup>. Dieser Auffassung war offenbar auch der Gesetzgeber des ARUG, denn in der

---

162 HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 187; HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b (aber Organmitglieder nur im Einzelfall); MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 37 f.; NOACK (Fn. 137), ZIP 2001, 57, 61; RITA PIKÓ/TINO PREISLER, Die Online-Hauptversammlung bei Publikumsaktiengesellschaften mit Namensaktien, AG 2002, 223, 227; RIEGGER (vorige Fn.), ZHR 165 (2001) 204, 213; ANDREAS WIEBE, Vorstandsmacht statt Bankenmacht? Aktienrechtlicher Rahmen und strukturelle Auswirkungen der Einführung des Verwaltungsstimmrechts (§ 134 Abs. 3 S. 3 AktG), ZHR 166 (2002) 182, 190; STEFAN GRUNDMANN, in: Klaus J. Hopt / Herbert Wiedemann (Hrsg.), Großkommentar AktG, Band 5 (De Gruyter, Berlin, 4. Aufl. 2009) (Bearbeitungsstand 2008) § 134 Rz. 122 (auch Organmitglieder, sogar das Organ selbst); Spindler / Stilz / RIECKERS § 134 Rz. 54 (auch Organmitglieder).

163 HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 187; RIEGGER (Fn. 161), ZHR 165 (2001) 204, 213; WIEBE (vorige Fn.), ZHR 166 (2002) 182, 190; ebenso BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 636.

164 HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 187; WIEBE (Fn. 162), ZHR 166 (2002) 182, 190.

165 HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 187; HIRTE, Kapitalgesellschaftsrecht (Fn. 154) Rz. 3.241 in Fn. 421; HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b; NOACK (Fn. 137), ZIP 2001, 57, 62; PIKÓ/PREISLER (Fn. 162), AG 2002, 223, 227; Hölters/HIRSCHMANN § 134 Rz. 51; ebenso DCGK Nr. 2.3.3; als h.M. bezeichnet vom BMJ, NZG 2004, 948, 953.

166 HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b; NOACK (Fn. 137), ZIP 2001, 57, 62; HÖLTERS / HIRSCHMANN § 134 Rz. 51.

Begründung des Regierungsentwurfs zu § 134 Abs. 3 AktG n.F. heißt es in Bezug auf die Umnummerierung des bisherigen Satzes 3 zu Satz 5 lapidar:

„Die Änderung in Satz 3 ist eine Folgeänderung. Sie bringt keine Änderung zu der Frage, dass dem Gesellschaftsvertreter nur Vollmacht mit Einzelweisung erteilt werden kann.“<sup>167</sup>

Dogmatisch wird diese Lösung auf eine Analogie zu § 135 Abs. 3 S. 3 AktG gestützt, der eine entsprechende Weisungsgebundenheit für die Ausübung des Depotstimmrechts in der eigenen Hauptversammlung des betroffenen Kreditinstituts anordnet<sup>168</sup>. Die Annahme einer Weisungsgebundenheit des von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreters trifft jedoch auch auf Widerspruch<sup>169</sup>. Gegen eine analoge Anwendung des § 135 Abs. 3 S. 3 AktG wird zum einen der Wortlaut des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG angeführt, der lediglich auf § 135 Abs. 5 AktG verweise<sup>170</sup>. Zudem wird § 135 Abs. 3 S. 3 AktG als eine nicht analogiefähige Ausnahmegesetzvorschrift eingestuft<sup>171</sup>. Diesem klassischen methodologischen Argument des „singularia non sunt extendenda“ wird wiederum entgegengehalten, dass der herkömmliche Ausnahmecharakter infolge der zunehmenden Verdrängung des Depotstimmrechts durch das Verwaltungsstimmrecht nicht mehr gegeben sei<sup>172</sup>. Es fällt indes schwer, heute noch eine unbewusste Regelungslücke anzunehmen, weil sowohl der Gesetzgeber des TransPuG als auch des ARUG der Empfehlung der *Baums*-Kommission, für eine gesetzliche Klarstellung zu sorgen, nicht nachgekommen sind. Das noch unmittelbar nach der Verabschiedung des NaStraG vorgetragene und damals durchaus plausible Argument, der Gesetzgeber habe die Folgen

167 BT-Drs. 16/11642, S. 32.

168 HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 187 f.; HÜTHER (Fn. 127), AG 2001, 68, 71 f.; NOACK (Fn. 137), ZIP 2001, 57, 62; DIRK ZETZSCHE, NaStraG – Ein erster Schritt in Richtung Virtuelle Hauptversammlung für Namens- und Inhaberaktien, ZIP 2001, 682, 684; GroßKomm-AktG/GRUNDMANN (2009) § 134 Rz. 124; als zusätzliches Argument herangezogen von HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b.

169 Gegen Weisungsgebundenheit analog § 135 Abs. 3 S. 3 AktG: BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 638 f.; HANLOSER (Fn. 135), NZG 2001, 355; MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 39; RIEGGER (Fn. 161), ZHR 165 (2001) 204, 214; WIEBE (Fn. 162), ZHR 166 (2002) 182, 191 sowie (im Rahmen seines prinzipiell anderen Lösungsansatzes) KINDLER (Fn. 158), NJW 2001, 1678, 1687; skeptisch zur Analogie auch HEMELING (Fn. 152), Stimmrechtsausübung, S. 79, 90; die Regierungskommission Corporate Governance bezeichnete die Frage ausdrücklich als „umstritten“ und regte eine gesetzliche Klarstellung an, BAUMS-Kommission (Fn. 12) Rz. 122; ebenso G. H. ROTH (Fn. 154), ZIP 2003, 369, 374; ablehnend aber BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 638 f.; einschränkend auch SPINDLER / STILZ / RIECKERS § 134 Rz. 56: Weisungserfordernis nur bei Organmitgliedern und Arbeitnehmern der AG.

170 BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 638; HANLOSER (Fn. 135), NZG 2001, 355; KINDLER (Fn. 158), NJW 2001, 1678, 1687; MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 40; WIEBE (Fn. 162), ZHR 166 (2002) 182, 191; Spindler/Stilz/RIECKERS § 134 Rz. 55.

171 MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 40; RIEGGER (Fn. 161), ZHR 165 (2001) 204, 214.

172 HÜTHER (Fn. 127), AG 2001, 68, 72.

der Einführung des Verwaltungsstimmrechts nicht bis ins Letzte durchdacht<sup>173</sup>, kann vor dem Hintergrund, dass der Legislative die Lückenhaftigkeit der im Jahre 2001 geschaffenen Regelung seither von namhaften Experten deutlich vor Augen geführt wurde, nicht mehr ohne Weiteres überzeugen. Indes mag man die gesetzgeberische Enthaltensamkeit auf die offenbar auch bei der Ausarbeitung des ARUG zugrunde gelegte Auffassung zurückführen, die h.M. habe sich ohne weiteres Zutun des Gesetzgebers auf die Weisungsgebundenheit des Stimmrechtsvertreters eingestellt<sup>174</sup>.

Konzediert man um des Argumentes willen eine Regelungslücke des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG, bleibt die Frage, ob die Konstellation von der Interessenlage her tatsächlich der in § 135 Abs. 3 S. 3 AktG geregelten Fallgestaltung vergleichbar ist. Dagegen wird eingewandt, dass beim Depotstimmrecht die Bank selbst, im Rahmen des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG aber ein mit der AG nicht personenidentischer Stimmrechtsvertreter beauftragt werde<sup>175</sup>. Dieser Unterschied ist indes eher formaler Natur und spricht als solcher nicht entscheidend gegen die vorgeschlagene Analogie. Der hinter § 135 Abs. 3 S. 3 AktG stehende Gedanke, eine Bank davor zu schützen, dass das Kreditinstitut gerade die eigenen Kunden bezüglich der Stimmrechtswahrnehmung an die Konkurrenz verliert, ist auf die Bevollmächtigung des von einer nicht kreditwirtschaftlich tätigen AG eingesetzten Stimmrechtsvertreters aber mangels einer entsprechenden Konkurrenzlage nur schwerlich übertragbar<sup>176</sup>. Darüber hinaus werden Stimmrechtsvollmachten an Banken in der Regel als Dauervollmachten erteilt, wodurch der Einholung ausdrücklicher Weisungen eine Warnfunktion zukommt<sup>177</sup>. Die Bevollmächtigung nach § 134 Abs. 3 S. 5 AktG wird hingegen nur für eine Hauptversammlung erteilt, sodass die Interessenlage auch insoweit nur bedingt vergleichbar ist<sup>178</sup>.

Die rein verbandsrechtlich-dogmatische Strategie zur Lösung des der Verwaltungsvollmacht inhärenten Interessenkonflikts stößt folglich auf erhebliche Schwierigkeiten und führt zu einer nicht unbeträchtlichen Rechtsunsicherheit. Die Unternehmenspraxis hat sich vor diesem Hintergrund dafür entschieden, den zur Ausschaltung von Anfechtungsklagen (§ 243 AktG) sicheren Weg einzuschlagen und die Bevollmächtigung eines von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreters als weisungsgebunden auszugestalten<sup>179</sup>. Es stellt sich jedoch die Frage, ob hiermit nicht die Effektivität der Stimmrechtsvertretung über Gebühr eingeschränkt wird. In der Diskussion um die Auslegung des § 134 Abs. 3 S. 5 AktG ist wiederholt darauf hingewiesen worden, dass ein striktes

---

173 So HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 188.

174 Vgl. auch bereits BMJ, NZG 2004, 948, 953.

175 MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 39; RIEGGER (Fn. 161), ZHR 165 (2001) 204, 214.

176 Siehe zum Normzweck BRUNO KROPFF, Aktiengesetz, Textausgabe mit Begründung des Regierungsentwurfs.. (1965) 196; diesen Einwand relativierend aber HABERSACK (Fn. 143), ZHR 165 (2001) 172, 188.

177 So MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 39.

178 MüKo-AktG / VOLHARD § 134 Rz. 39; von einer „Einzelvollmacht“ spricht BMJ, NZG 2004, 948, 953.

179 Siehe BMJ, NZG 2004, 948, 953.

Beharren auf der Weisungsgebundenheit des Stimmrechtsvertreters die Gefahr heraufbeschwöre, dass aufgrund der rationalen Apathie der Anleger de facto deren Stimmrechte verloren zu gehen drohen<sup>180</sup>. Da die Aktionäre häufig keine Weisungen erteilen würden, müssten ihre Stimmrechte bei einer strikten Obliegenheit zur Erteilung von Einzelweisungen verfallen<sup>181</sup>. Daher wird im Schrifttum auch dafür plädiert, eine generelle Weisung, im Sinne der Verwaltungsvorschläge abzustimmen, ausreichen zu lassen<sup>182</sup>, was aber mit der bereits zitierten Regierungsbegründung des ARUG, die auf eine „Vollmacht mit Einzelweisung“ abstellt<sup>183</sup>, nicht im Einklang steht.

#### 4. Evaluation

In diesem Punkt ist der vom BMJ im Jahre 2004 zu den Erfahrungen mit dem NaStraG vorgelegte Prüfbericht aufschlussreich<sup>184</sup>. Das BMJ führt darin zunächst aus, dass die Mehrheit der Gesellschaften die Möglichkeit, die Übertragung der Stimmrechte auf eigene Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft anzubieten, nutze<sup>185</sup>. Der Anteil der von den Stimmrechtsvertretern der Gesellschaft vertretenen Stimmen unterliege jedoch erheblichen Schwankungen:

„Zum Teil vertreten die Stimmrechtsvertreter weniger als ein Prozent des Kapitals, zum Teil aber bis zu zehn Prozent, wobei sich bei Namensaktiengesellschaften wohl eine größere Akzeptanz des Proxy-Voting abzeichnet. Insgesamt wird eine zunehmende Tendenz berichtet. Dem Umfrageergebnis zufolge nutzen insbesondere institutionelle Investoren die Stimmrechtsvertreter der Gesellschaften schon vermehrt, wenn ihre Depotbanken eine Stimmrechtsvertretung nicht mehr anbieten.“<sup>186</sup>

Im Prüfbericht wird sodann dargelegt, dass das Erfordernis der Einzelweisung zu erheblichen Problemen bei kurzfristigen Tagesordnungsänderungen geführt habe<sup>187</sup>. Da bei neuen Beschlussgegenständen keine Weisung des Aktionärs vorliege, habe dies „regelmäßig zur Folge, dass die Stimmrechte der über die Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft vertretenen Aktionäre insoweit nicht berücksichtigt werden können“<sup>188</sup>. Durch diese Entwicklungen werden die Zielsetzungen des Gesetzgebers infrage gestellt, ein am US-amerikanischen Vorbild orientiertes *proxy-voting* zu ermöglichen und ein funktio-

180 BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 639; WIEBE (Fn. 162), ZHR 166 (2002) 182, 191; diese Konsequenz explizit in Kauf nehmend HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b: „[O]hne Weisungen werden die Stimmrechte nicht vertreten“.

181 BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 639; WIEBE (Fn. 162), ZHR 166 (2002) 182, 191.

182 Spindler / Stilz / RIECKERS § 134 Rz. 57.

183 Vgl. BT-Drs. 16/11642, S. 32.

184 BMJ, NZG 2004, 948, 952 f.; aufschlussreich auch der Bericht aus der notariellen Praxis von TRÖDER (Fn. 138), RNotZ 2001, 439 ff.

185 BMJ, NZG 2004, 948, 952.

186 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

187 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

188 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

nales Äquivalent für das bisher dominierende Depotstimmrecht zu schaffen<sup>189</sup>. Im US-amerikanischen Recht ist es zulässig, dass dem Stimmrechtsvertreter die Vollmacht zur Stimmabgabe nach eigenem Ermessen für alle Tagesordnungspunkte erteilt wird, die in zulässiger Weise vor die Hauptversammlung gebracht werden<sup>190</sup>. Ein typisches Formulierungsbeispiel für eine ordnungsgemäße Proxy Card lautet:

„In their discretion, the Proxies are authorized to vote upon such other business as may properly come before the meeting.“<sup>191</sup>

Diese Stimmrechtsausübung nach Ermessen hat große praktische Bedeutung in all denjenigen Fällen, in denen auf der Hauptversammlung Anträge gestellt werden, die der Position der Unternehmensleitung widersprechen<sup>192</sup>. Unzulässig ist es allerdings, wenn eine Stimmrechtsvollmacht nach Ermessen eingeworben wird, obwohl bereits absehbar ist, dass ein bestimmter Gegenstand vor die Hauptversammlung gebracht werden wird<sup>193</sup>. Während also das US-amerikanische *proxy-voting* die Stimmrechte der Aktionäre auch bei neuen Beschlussgegenständen nicht verfallen lässt, führt die deutsche Praxis zu § 134 Abs. 3 S. 5 AktG zu ebendieser Konsequenz<sup>194</sup>. Mit dem noch bei der Schaffung des NaStraG ausdrücklich geäußerten Willen des Gesetzgebers, ein an dem anglo-amerikanischen *proxy-voting* orientiertes Verwaltungsstimmrecht zu schaffen, ist dieser Widerspruch nur schwer zu vereinbaren. Durch diese restriktive deutsche Rechtsanwendung wird ferner das seinerzeit verfolgte Ziel, mit der Stimmrechtsvertretung nach § 134 Abs. 3 S. 5 AktG ein funktionales Substitut für das in seiner Bedeutung schwindende Depotstimmrecht zu schaffen, unterlaufen, denn im Rahmen der herkömmlichen Depotstimmrechtspraxis ist eine Bank dazu befugt, auf der Hauptversammlung einer *anderen* Aktiengesellschaft auch zu neuen oder veränderten Tagesordnungspunkten abzustimmen (§ 135 Abs. 3 S. 1 AktG)<sup>195</sup>.

189 Zu den mit dem NaStraG verfolgten Zielen siehe JAN VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 248 ff.

190 SEC Rule 14a-4(c), hierzu näher BAINBRIDGE, Corporation Law (Fn. 123) 479; TUERKS, Depotstimmrechtspraxis (Fn. 123) 102 f.

191 Beispiel von BAINBRIDGE, Corporation Law (Fn. 123) 478.

192 BAINBRIDGE, Corporation Law (Fn. 123) 479; TUERKS, Depotstimmrechtspraxis (Fn. 123) 102 f.

193 BAINBRIDGE, Corporation Law (Fn. 123) 479; zu den einschlägigen Fristen eingehend TUERKS, Depotstimmrechtspraxis (Fn. 123) 102 f.

194 Explizit HÜFFER (Fn. 147) § 134 Rz. 26b: „Diese Praxis setzt nämlich Weisungen zu den einzelnen Tagesordnungspunkten voraus; ohne Weisungen werden die Stimmrechte nicht vertreten.“

195 Näher HÜFFER (Fn. 147) § 135 Rz. 28 f.; kritisch zu dem durch die Neuregelung entstandenen „Machtvakuum“ und für eine „Renaissance des Depotstimmrechts“ SUSANNE LENZ, Renaissance des Depotstimmrechts, AG 2006, 572, 574; monographisch DIES., Gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (Fn. 147).

## 5. Alternativen

Das Bundesjustizministerium hatte in seinem Prüfbericht von 2004 drei Lösungsvorschläge für diese missliche Situation erwogen: Erstens wurde die Zulassung weisungsloser Dauervollmachten für die von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreter ins Spiel gebracht<sup>196</sup>. Diese Idee stieß jedoch unter den Befragten überwiegend auf Ablehnung, weil die Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter von der Gesellschaft nicht gesichert sei<sup>197</sup>. Der in diesem Zusammenhang gemachte Alternativvorschlag, Mitarbeiter der Gesellschaft als Stimmrechtsvertreter auszuschließen und überdies eine Benennung der Stimmrechtsvertreter künftig analog den Regeln über die Auswahl der Abschlussprüfer vorzusehen<sup>198</sup>, würde indes das Modell des *proxy-voting* wieder an sich infrage stellen und bietet daher im Rahmen der für diesen Ansatz getroffenen Grundentscheidung keine Hilfe. Offen bliebe auch die wesentliche Frage, wer den unabhängigen Stimmrechtsvertreter für seine Dienste bezahlen soll<sup>199</sup>.

Ferner wurde darüber nachgedacht, nach dem Regelungsvorbild des § 135 Abs. 3 S. 1 AktG dem von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreter die Möglichkeit zu eröffnen, in engen Grenzen abweichende Abstimmungen vorzunehmen<sup>200</sup>. Hierbei hatte man exakt die Konstellation vor Augen, die in den USA zu Zulassung des „*discretionary voting*“ geführt hat, nämlich dass „die Tagesordnung in der Praxis meist gerade bei Kritik an der Geschäftsführung kurzfristig geändert werden müsse“<sup>201</sup>. Jedoch wurde im Prüfbericht genau entgegengesetzt zur US-amerikanischen Lösung ein Ermessen des Stimmrechtsvertreters aus den folgenden Gründen verworfen:

„[Es] stehe zu befürchten, dass das ‚abweichende‘ Abstimmverhalten des Stimmrechtsvertreters zum Gegenstand von Anfechtungsklagen gemacht werde, um kontroverse Beschlüsse auf diese Weise anzugreifen. Zudem müsste der dem Proxy zustehende Spielraum detailliert geregelt werden, um einem Missbrauch vorzubeugen und das Vertrauen in das Instrument des Proxy nicht zu beschädigen. Dabei müsse festgeschrieben werden, dass das geänderte Abstimmungsverhalten unter Würdigung der Gesamtumstände ausschließlich im Interesse der vertretenen Aktionäre stattfinden dürfe. Zudem müsse dem Rechtsgedanken des § 181 BGB Rechnung getragen und ein gewisses Maß an Unabhängigkeit des Proxy sichergestellt werden, insbesondere dürfe ein von dem Geschäftsführungsvorschlag abweichendes Stimmverhalten ihm nicht zum Nachteil gereichen. Problematisch sei schließlich, nach welchem Maßstab die hypothetische Billigung der ‚abweichenden‘ Stimmabgabe zu beurteilen sei, ob nach

---

196 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

197 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

198 BMJ, NZG 2004, 948, 953; in diesem Sinne vor Verabschiedung des NaStraG noch GREGOR BACHMANN, Namensaktie und Stimmrechtsvertretung, WM 1999, 2100, 2106; *de lege lata* davon abrückend DERS. (Fn. 154), AG 2001, 635, 638.

199 Unbefriedigend hierzu BMJ, NZG 2004, 948, 953.

200 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

201 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

einem objektiven oder einem auf die konkrete Person des vertretenen Aktionärs bezogenen Maßstab.“<sup>202</sup>

Diese Erwägungen laufen auf eine Quadratur des Kreises hinaus. Der Interessenkonflikt zwischen Aktionär und *proxy* ist dem Verwaltungsstimmrecht systemimmanent und lässt sich nicht durch eine Ermessensbindung, Analogie zu § 181 BGB oder ähnliche Maßnahmen beseitigen. Man kann, dies lehrt das US-amerikanische Beispiel, im Rahmen des *proxy*-Systems nur dafür Sorge tragen, dass die Aktionäre vollständig, in transparenter Weise und rechtzeitig von allen Beschlussgegenständen in Kenntnis gesetzt werden. Das „*discretionary voting*“ hat lediglich die Funktion eines Auffangtatbestandes, der dafür Sorge tragen soll, dass die Stimmrechte der Kleinaktionäre nicht verfallen, wenn das amtierende Management in unvorhersehbarer Weise auf der Hauptversammlung von „Aufständischen“ herausgefordert wird. Hierbei wird es bewusst in Kauf genommen, dass die *proxies* in der Regel im Sinne des amtierenden Management abstimmen werden. Gegenüber dem gegenwärtigen deutschen Szenario, dass die Stimmrechte verfallen, erscheint diese „Prämie auf den legalen Machtbesitz“ der amtierenden Verwaltung als das kleinere Übel<sup>203</sup>. Jedenfalls ist es ein in sich schlüssiges und vor allem praktikables Modell, was man von dem gegenwärtigen deutschen Recht nicht sagen kann. Stimmrechte der Kleinanleger allein deshalb verfallen zu lassen, weil man im Falle der Stimmrechtsausübung durch von der Gesellschafter benannte Vertreter Interessenkonflikte befürchtet, ist auch nicht mit den bisher das Depotstimmrecht tragenden Wertungen vereinbar, denn auch diese Form der Stimmrechtsvertretung war und ist nicht frei von Interessenkonflikten, wie sich an den eingehenden Vorkehrungen des § 135 Abs. 2 AktG zeigt; dennoch hat der Gesetzgeber sie immer wieder als bessere Lösung gegenüber einer „Verödung“ der Hauptversammlung angesehen<sup>204</sup>.

Schließlich wurde in dem Prüfbericht auf einen dritten Lösungsansatz eingegangen, nämlich bei kurzfristigen Tagesordnungsänderungen erneute Einzelweisungen durch E-Mails einzuholen<sup>205</sup>. Dies dürfte schon vor dem ARUG zulässig gewesen sein<sup>206</sup>, ist aber praktisch kaum wirkungsvoll, da wohl kaum eine hinreichende Zahl an Kleinanlegern die Hauptversammlung im Internet verfolgt und bei kurzfristigen Tagesordnungsänderungen erreichbar ist<sup>207</sup>. Das Problem der „rationalen Apathie“ der Kleinanleger beruht eher auf fehlenden ökonomischen Anreizen als auf mangelnden technologischen Möglichkeiten<sup>208</sup>. Überdies bietet § 118 Abs. 1 2 AktG i.d.F. des ARUG den an einer Online-Teilnahme interessierten Aktionären die Möglichkeit, ihre Rechte in der Haupt-

---

202 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

203 Zum Begriff der „Prämie“ im Staatsrecht (Art. 68 GG) näher BVerfG 16.2.1983, BVerfGE 62, 1, 48.

204 In diesem Sinne LENZ (Fn. 195), AG 2006, 572.

205 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

206 Näher HELLGARDT/HOGER (Fn. 8), ZGR 2011, 38, 71, m. w. Nachw. zum Schrifttum vor dem ARUG.

207 BMJ, NZG 2004, 948, 953.

208 Zutreffend BACHMANN (Fn. 154), AG 2001, 635, 637.

versammlung auch direkt, d.h. ohne einen Bevollmächtigten, im Wege der elektronischen Kommunikation auszuüben, sofern die Satzung der AG dies vorsieht.

Der Gesetzgeber des ARUG hat im Jahre 2009 davon abgesehen, das deutsche Modell des *proxy-voting* im Wege einer weiteren Annäherung an das US-amerikanische Regelungsvorbild auszubauen (siehe oben III 1). Dies ist prima facie erstaunlich, da auch in der Begründung des ARUG-Regierungsentwurfs erneut festgehalten wird, dass sich „insbesondere die öffentlichen Banken massiv aus dem Depotstimmrecht zurückgezogen“ haben<sup>209</sup>, sodass das Verwaltungsstimmrecht als Auffangregelung seit der Evaluation des NaStraG im Jahre 2004 eine eher zunehmende praktische Bedeutung gewonnen haben dürfte. Ferner hat sich das deutsche Aktienrecht durch die Einführung der Online-Teilnahme an der Hauptversammlung (§ 118 Abs. 1 S. 2 AktG) erheblich von dem herkömmlich das deutsche Recht prägenden Leitbild der Präsenzversammlung entfernt<sup>210</sup>, sodass auch insoweit eine komplementäre Annäherung an das US-amerikanische Regelungsmodell der *proxy regulation* zu erwarten gewesen wäre<sup>211</sup>. Statt dessen setzt das ARUG aber auf eine Modernisierung und Deregulierung des herkömmlichen Depotstimmrechts in § 135 AktG n.F.<sup>212</sup>. Dies wirft die Frage auf, ob im Falle einer „Renaissance“ des Depotstimmrechts in Deutschland erneut eine Divergenz zum US-amerikanischen Recht auftreten würde. Insoweit ist zwar zu berücksichtigen, dass die Abstimmungsergebnisse, zu denen die Depotstimmrechtspraxis führt, häufig nicht von denjenigen abweichen werden, die bei einem *proxy-voting* zu erwarten wären. In der Begründung des ARUG wird es als eine „Tatsache“ bezeichnet, „dass die Banken, die eine Stimmrechtsvertretung anbieten, schon derzeit fast durchweg mit den Verwaltungsvorschlägen übereinstimmende Abstimmungsvorschläge unterbreiten“<sup>213</sup>. Jedoch sieht der deutsche Gesetzgeber in der Bevollmächtigung der Kreditinstitute einen wesentlichen Vorteil gegenüber der Benennung von Stimmrechtsvertretern durch die Gesellschaft selbst. Das Depotstimmrecht entfalte nämlich – ganz im Sinne guter Corporate Governance – eine „Kontrollwirkung“ gegenüber der Verwaltung<sup>214</sup>:

„Wenn Vorstand und Aufsichtsrat wissen, dass ihre Beschlussvorschläge von den Banken vor Erstellung der Abstimmungsvorschläge [gemäß § 135 Abs. 1 S. 4 Nr. 1 AktG i.d.F. des ARUG] kritisch im Aktionärsinteresse evaluiert werden, dürfte sie das dazu anhalten, von vornherein keine dem Aktionärsinteresse zuwiderlaufenden Vorschläge zu machen und auf die Gesetzmäßigkeit dieser Vorschläge besonders zu achten.“<sup>215</sup>

---

209 BT-Drs. 16/11642, S. 33.

210 Näher HELLGARDT/HOGER (Fn. 8), ZGR 2011, 38, 69 ff.

211 Vgl. noch die Überlegungen bei HOFSTETTER (Fn. 120), ZGR 2008, 560, 589 f.

212 Siehe oben bei Fn. 121.

213 BT-Drs. 16/11642, S. 33.

214 BT-Drs. 16/11642, S. 33.

215 BT-Drs. 16/11642, S. 33.

Vereinfacht kann man sagen: Das deutsche Recht setzt statt auf eine aufsichtsrechtliche Kontrolle der *proxy solicitation* auf ein funktionales Substitut, nämlich die Kontrolle der Verwaltungsvorschläge durch die zur Stimmrechtsvertretung bevollmächtigten Banken. Ein solches Schutzkonzept weist jedoch erhebliche Lücken auf. Zum einen kann es bereits dann nicht eingreifen, wenn ein Aktionär sich dafür entscheidet, keine Bank mit der Stimmrechtsvertretung zu beauftragen, sondern nach § 134 Abs. 3 S. 5 AktG einen Gesellschaftsvertreter zu bevollmächtigen. Zum anderen kann es aufgrund des auch in der Begründung des ARUG erneut hervorgehobenen Rückzugs der Kreditinstitute aus der Depotstimmrechtspraxis geschehen, dass etwa der Kunde einer öffentlichen Bank auf diese Dienstleistung gar nicht zurückgreifen kann, wenn er nicht die Bank wechseln will. Schließlich ist auch innerhalb der Depotstimmrechtspraxis kein zwingender Schutz des Aktionärs verwirklicht: Nach § 135 Abs. 1 S. 4 Nr. 2 AktG kann der Aktionär nämlich von Einzelweisungen absehen und das Kreditinstitut dazu bevollmächtigen, generell entsprechend den Verwaltungsvorschlägen abzustimmen. In diesem Fall findet weder eine Kontrolle im Wege einer *proxy regulation* noch eine kritische Evaluation der Verwaltungsvorschläge durch die bevollmächtigte Bank statt. Schließlich bleibt abzuwarten, ob die Deregulierung und Modernisierung des Depotstimmrechts durch das ARUG den deutschen Banken einen hinreichenden Anreiz bietet, diesen Service ihren Kunden weiterhin (oder gar erneut) anzubieten, oder ob sich der seit der Verabschiedung des NaStraG zu beobachtende Rückzug der Kreditinstitute aus der Stimmrechtsvertretung weiter fortsetzt.

#### 6. Ergebnis zu III

Das deutsche Experiment eines *proxy-voting* ohne *proxy regulation* veranschaulicht die Probleme, die entstehen, wenn der Gesetzgeber ein materiellrechtliches Institut aus den USA rezipiert, ohne der für die Funktionsfähigkeit dieser Rechtsfigur in den USA essenziellen aufsichtsrechtlichen Flankierung Rechnung zu tragen. Die als Reaktion auf dieses Defizit im deutschen Aktienrecht bislang entwickelte dogmatische Lösung (Erforderlichkeit von Einzelweisungen) kann wegen der bei mangelnder Weisung eintretenden Effektivitätseinbußen (Verfallen der Stimmrechte) auf Dauer als vollwertige Kompensation nicht überzeugen. Es ist daher bedauerlich, dass der Gesetzgeber bei der Ausarbeitung des ARUG die sich bietende Gelegenheit zu einer schlüssigen Gesamtlösung für die Stimmrechtsvertretung nicht ergriffen hat.

## IV. UNTERNEHMERISCHES ERMESSEN UND „BUSINESS JUDGMENT RULE“

## 1. Die „Business Judgment Rule“ in den USA

Ein weiteres viel zitiertes Beispiel für eine Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland bildet die „Business Judgment Rule“ (im Folgenden: BJR)<sup>216</sup>. Die

216 Wertvolle Überblicksdarstellungen der „Business Judgment Rule“ in den USA geben aus amerikanischer Sicht STEPHEN M. BAINBRIDGE, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, *Vand. L. Rev.* 57 (2004) 83–130; DOUGLAS M. BRANSON, *The Rule That Isn't A Rule – The Business Judgment Rule*, *Val. U. L. Rev.* 36 (2002) 631–654; MELVIN ARON EISENBERG, *Die Sorgfaltspflicht im amerikanischen Gesellschaftsrecht*, *Konzern* 2004, 386–405 (in deutscher Sprache); ferner KENNETH B. DAVIS JR., *Once More, the Business Judgment Rule*, *Wis. L. Rev.* 2000, 573 ff.; FRANKLIN A. GEVURTZ, *The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion?*, *S. Cal. L. Rev.* 67 (1994) 287 ff.; KENT E. GREENFIELD/JOHN E. NILSSON, *Gradgrind's Education: Using Dickens and Aristotle to Understand (and Replace?) the Business Judgment Rule*, *Brook. L. Rev.* 63 (1997) 799 ff.; LYMAN P.Q. JOHNSON, *The Modest Business Judgment Rule*, *Bus. Law.* 55 (2000) 625 ff.; alle m.w.N.; rechtsvergleichend aus deutscher Sicht jüngst monographisch ANDREA LOHSE, *Unternehmerisches Ermessen* (Mohr Siebeck, Tübingen 2005); WALTER G. PAEFGEN, *Unternehmerische Entscheidung und Rechtsbindung der Organe der AG* (Otto Schmidt, Köln 2002); MARKUS ROTH, *Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands* (C.H. Beck, München 2001); aus der neueren Aufsatzliteratur CHRISTOPH BRÖMMELMEYER, *Neue Regeln für die Binnenhaftung des Vorstands – Ein Beitrag zur Konkretisierung der Business Judgment Rule*, *WM* 2005, 2065–2070; HOLGER FLEISCHER, *Die „Business Judgment Rule“: Vom Richterrecht zur Kodifizierung*, *ZIP* 2004, 685–692; DERS., *Die „Business Judgment Rule“ im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie*, in: Rolf Wank / Heribert Hirte / Kaspar Frey / Holger Fleischer / Gregor Thüsing (Hrsg.), *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag* (C.H. Beck, München 2002) 827–849; JÜRGEN GEHB/MARTIN HECKELMANN, *Haftungsfreistellung von Vorständen*, *ZRP* 2005, 145–149; CHRISTOPH E. HAUSCHKA, *Grundsätze pflichtgemäßer Unternehmensführung – Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, *ZRP* 2004, 65–67; HANS-CHRISTOPH IHRIG, *Reformbedarf beim Haftungstatbestand des § 93 AktG*, *WM* 2004, 2098–2107; MARTIN KOCK/RENATE DINKEL, *Die zivilrechtliche Haftung von Vorständen für unternehmerische Entscheidungen – Die geplante Kodifizierung der Business Judgment Rule im Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, *NZG* 2004, 441, 444–448; WALTER G. PAEFGEN, *Dogmatische Grundlagen, Anwendungsbereich und Formulierung einer Business Judgment Rule im künftigen UMAG*, *AG* 2004, 245–261; MARKUS ROTH, *Das unternehmerische Ermessen des Vorstands*, *BB* 2004, 1066–1069; DERS., *Haftung des Aufsichtsrats*, *GesRZ-SH* 2005, 12, 18 f.; CARSTEN SCHÄFER, *Die Binnenhaftung von Vorstand und Aufsichtsrat nach der Renovierung durch das UMAG*, *ZIP* 2005, 1253–1259; SVEN H. SCHNEIDER, *„Unternehmerische Entscheidungen“ als Anwendungsvoraussetzung für die Business Judgment Rule*, *DB* 2005, 707–712; RODERICH C. THÜMMEL, *Organhaftung nach dem Referentenentwurf des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) – Neue Risiken für Manager?*, *DB* 2004, 471–474; PETER ULMER, *Haftungsfreistellung bis zur Grenze grober Fahrlässigkeit bei unternehmerischen Fehlentscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat?*, *DB* 2004, 859–863; auf das deutsche Recht beschränkt PHILIPP GÖZ/TIMO HOLZBORN, *Die Aktienrechtsreform durch das Gesetz für Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts – UMAG*, *WM* 2006, 157 f.; ANDREAS KOLB, *Unternehmensintegrität, Minderheitenrechte und Corporate Governance*, *DZWir* 2006, 50, 52 f.; schließlich aus ökonomischer Perspektive JENS GRUNDEI/AXEL

BJR ist im Gesellschaftsrecht der amerikanischen Gliedstaaten nicht kodifiziert, sondern beruht auf Richterrecht<sup>217</sup>. Einigkeit besteht darin, dass es sich bei der Regel nicht um eine „rule“ im tatsächlichen Sinne, d.h. um eine ein bestimmtes Verhalten ge- oder verbotende Rechtsnorm handelt<sup>218</sup>. Umstritten ist indes die genaue dogmatische Natur der BJR. Nach der wohl herrschenden Ansicht ist zwischen Verhaltensanforderungen an die Direktoren bzw. Manager<sup>219</sup> (*standard of conduct*) und judiziellen Prüfungsmaßstäben für ein solches Verhalten (*standards of review*) zu unterscheiden<sup>220</sup>. Die BJR bezeichnet aus dieser Sicht eine Vorgabe für den Umfang der gerichtlichen Überprüfung eines mutmaßlichen Fehlverhaltens der Geschäftsleiter oder der Direktoren, liefert jedoch nicht selbst die Beurteilungskriterien für das in Rede stehende Verhalten oder gar eine Anspruchsgrundlage für die Haftung der Betroffenen.

Der Zweck der BJR besteht darin, unternehmerische Entscheidungen gegenüber einer zu engmaschigen gerichtlichen Kontrolle abzuschirmen. Diese Kontrollbeschränkung wird oft auf den Gedanken gestützt, dass Richter gegenüber Geschäftsleitern und Direktoren nur über geringeren geschäftlichen Sachverstand verfügen<sup>221</sup>. Dieses Argument wird in der neueren Literatur jedoch mit Recht als nicht überzeugend zurückgewiesen, da Richter in anderen Lebensbereichen ebenfalls den jeweils ausgewiesenen Sachverständigen unterlegen sein dürften (z.B. Arzthaftung, Entschädigung für den Verlust eines Kunstwerks, Patentschutz), was sie aber bekanntlich nicht davon abhält, das Ver-

---

VON WERDER, Die Angemessenheit der Informationsgrundlage als Anwendungsvoraussetzung der Business Judgment Rule, AG 2005, 825–834.

217 Siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 799 ff.

218 Plastisch der Aufsatztitel von BRANSON (Fn. 216), *The Rule That Isn't A Rule – The Business Judgment Rule*, Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631; deutlich auch *In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 746 f. (Del. Ch. 2005): „The business judgment rule is not actually a substantive rule of law [...]“; inhaltlich ebenso EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390; im Ausgangspunkt auch BAINBRIDGE (Fn. 216), Vand. L. Rev. 57 (2004) 83, 88 f.

219 Ob solche Vertreter des Managements, die nicht zugleich Mitglieder des Board sind (Officers), mangels einer organschaftlichen Stellung nicht in den Genuss der Business Judgment Rule kommen, ist umstritten; einen Schutz verneinend LYMAN P.Q. JOHNSON, *Corporate Officers and the Business Judgment Rule*, Bus. Law. 60 (2005) 439–469; einen Schutz bejahend aber LAWRENCE A. HAMERMESH/GILCHRIST SPARKS, *Corporate Officers and the Business Judgment Rule: A Reply to Professor Johnson*, Bus. Law. 60 (2005) 865–876, m.w.N.

220 Eingehend EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386–390.

221 Prägnant (statt vieler) *In re J.P. Stevens & Co. Shareholders Litigation*, 542 A.2d 770, 780 (Del. Ch. 1988): „Because businessmen and -women are correctly perceived as possessing skills, information and judgment not possessed by reviewing courts and because there is great social utility in encouraging the allocation of assets and the evaluation and assumption of economic risks by those with such skill and information, courts have long been reluctant to second-guess such decisions when they appear to have been made in good faith“; *In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 746 (Del. Ch. 2005): „[C]ourts are ill equipped to engage in POST HOC substantive review of business decisions [...]“.

halten der Beklagten einer eingehenden Prüfung zu unterziehen<sup>222</sup>. Nach überwiegender Ansicht wird die BJR auf das normativ anzuerkennende Interesse der Aktionäre an einer Steigerung des Kurswertes zurückgeführt: Da die Anleger sich vor unsystematischen Risiken durch Diversifikation ihrer Investments mit einfachen Mitteln selbst schützen können, haben sie typischerweise kein Interesse daran, dass sich Manager und Direktoren aus Angst vor einer persönlichen Inanspruchnahme davon abhalten lassen, potenziell gewinnbringende Entscheidungen zu treffen<sup>223</sup>. Eine solche Aversion wäre indes die natürliche Folge einer detaillierten gerichtlichen Überprüfung des Inhalts unternehmerischer Entscheidungen. Da diese Entscheidungen stets einen ausgeprägten Prognosecharakter haben, stünde zu befürchten, dass Gerichte vom negativen Ausgang einer Investitionsentscheidung darauf schließen würden, bereits der Entschluss als solcher sei inhaltlich mangelhaft gewesen<sup>224</sup>. Behavioristische Untersuchungen haben eingehend belegt, dass Menschen anfällig für eine derartige Ex-Post-Verzerrung in der Beurteilung von Entscheidungen sind (sog. hindsight bias)<sup>225</sup>. Die BJR soll folglich im Interesse der Aktionäre einer übermäßigen Risikoaversion der Unternehmensverantwortlichen entgegenwirken, um deren Entschlussfreude zu erhalten<sup>226</sup>.

Nach einer Minderheitsmeinung dient die BJR hingegen gerade entgegengesetzt dem Zweck, die Geschäftsleiter und Direktoren gegenüber einer Inanspruchnahme durch die Aktionäre in Schutz zu nehmen, wenn die Verantwortlichen bei einer Abwägung der unterschiedlichen mit dem Unternehmen verbundenen Interessen diverser Stakeholder (Arbeitnehmer, Gläubiger, lokale Gemeinde usw.) zu einer Entscheidung kommen, die nicht allein oder primär dem Ziel der Gewinnmaximierung folgt<sup>227</sup>. Diese Minderheitsmeinung ist aber mit der normativen Ausrichtung des unternehmerischen Handelns auf die Steigerung des „Shareholder Value“ nicht zu vereinbaren. Der Delaware Chancery Court hat die enge funktionale Verknüpfung der BJR mit dem Konzept des Shareholder Value und einer externen Unternehmenskontrolle durch effiziente Kapitalmärkte wie folgt hervorgehoben:

---

222 DAVIS (Fn. 216), Wis. L. Rev. 2000, 573, 581.

223 BAINBRIDGE (Fn. 216), Vand. L. Rev. 57 (2004) 83, 110–113; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 389.

224 DAVIS (Fn. 216), Wis. L. Rev. 2000, 573, 574.

225 BAINBRIDGE (Fn. 216), Vand. L. Rev. 57 (2004) 83, 114; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 393.

226 Siehe *Gagliardi v. TriFoods Int'l Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996): „Obviously, it is in the shareholders' economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet minimalist proceduralist standards of attention, they can face liability as a result of a business loss“ (Hervorhebungen hinzugefügt).

227 In diesem Sinne GREENFIELD/NILSSON (Fn. 216), Brook. L. Rev. 63 (1997) 799 ff.

„The decision-makers entrusted by shareholders must act out of loyalty to those shareholders. They must in good faith act to make informed decisions on behalf of the shareholders, untainted by self-interest. [...] The redress for failures that arise from faithful management must come from the markets, through the action of shareholders and the free flow of capital, and not from this Court. Should the Court apportion liability based on the ultimate outcome of decisions taken in good faith by faithful directors or officers, those decision-makers would necessarily take decisions that minimize risk, not maximize value. [...] That is why [...] corporate decision-makers [...] are free to act as their judgment and abilities dictate, free of *post hoc* penalties from a reviewing court using perfect hindsight. Corporate decisions are made, risks are taken, the results become apparent, capital flows accordingly, and shareholder value is increased.“<sup>228</sup>

Die BJR beruht auf vier Elementen: Erstens muss eine unternehmerische Entscheidung (*business judgment* bzw. *decision*) vorliegen<sup>229</sup>. Bloße Untätigkeit fällt daher nicht unter den Schutz der BJR, während ein bewusstes Unterlassen angesichts eines erkannten Handlungsbedarfs einem aktiven Tun gleichstehen kann<sup>230</sup>. Zweitens muss sich der Director oder Manager angemessen informiert haben<sup>231</sup>. Die Angemessenheit der Informationsbeschaffung und -auswertung wird dabei stark einzelfallbezogen und aus der ex-ante-Perspektive des Handelnden beurteilt: Dieser muss sich „über die unternehmerische Entscheidung so gründlich informiert haben, wie er es unter den gegebenen Umständen vernünftigerweise für angemessen hält“<sup>232</sup>. Drittens muss der Director oder Manager im guten Glauben handeln, mit seiner Entscheidung das Wohl der Gesellschaft und ihrer Aktionäre zu fördern<sup>233</sup>. Viertens dürfen keine Interessenkonflikte, insbesondere solcher finanzieller Natur, vorliegen, welche die Integrität der getroffenen Entscheidung in Zweifel ziehen könnten<sup>234</sup>.

---

228 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 698 (Del. Ch. 2005).

229 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 813 (Del. 1984); BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 639 f.; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390.

230 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 813 (Del. 1984); BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 639; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390.

231 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 747 (Del. Ch. 2005); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984); BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 640; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390.

232 EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390; siehe auch BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 640, der betont, dass das Element „vernünftigerweise“ eine residuale objektivierte Kontrolle ermöglicht.

233 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 747 (Del. Ch. 2005); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) („honest belief that the action taken was in the best interests of the company [and its shareholders]“); BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 644 f.; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390 („redlich[e]“ Entscheidung).

234 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 747 (Del. Ch. 2005) m.w.N. zur st. Rspr.; BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 641–643; EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 390.

Nach ständiger Rechtsprechung der Gerichte in Delaware stellt die BJR eine widerlegliche Vermutung zugunsten der Direktoren dar<sup>235</sup>. Es wird vermutet, dass die Direktoren bei einer unternehmerischen Entscheidung auf der Grundlage angemessener Information und in dem ehrlichen Glauben gehandelt haben, dass die von ihnen getroffene Wahl den Interessen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre dient<sup>236</sup>. Diese Vermutung wird erschüttert, wenn von dem Kläger Beweise vorgelegt werden, die auf Betrug, Bösgläubigkeit oder Interessenkonflikte schließen lassen<sup>237</sup>. Können derartige Beweise nicht beigebracht werden, wird die Entscheidung grundsätzlich aufrechterhalten, es sei denn, die getroffene Maßnahme lässt sich mit keinerlei rationalem Geschäftszweck in Einklang bringen<sup>238</sup>.

Genügen die Directors den prozeduralen Anforderungen der BJR, besteht für sie folglich praktisch kein Haftungsrisiko. Selbst wenn den Direktoren eine Sorgfaltspflichtverletzung nachgewiesen werden kann, profitieren sie zudem in der Regel von dem in der Satzung verankerten Haftungsausschluss nach Sect. 102(b)(7) Del. Gen. Corp. L., sofern sie in gutem Glauben gehandelt haben<sup>239</sup>. Anders als bei der Prüfung des guten Glaubens im Rahmen der BJR trifft die Direktoren aber die Beweislast, wenn sie sich auf eine derartige Satzungsregelung berufen<sup>240</sup>.

## 2. Die Kodifikation der „Business Judgment Rule“ in Deutschland

### a) Kodifikation statt Richterrecht

Die BJR ist in Deutschland durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG<sup>241</sup>) in der folgenden Form kodifiziert worden (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG):

„Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“

Da § 116 AktG für Aufsichtsratsmitglieder auf den § 93 AktG einschließlich dessen Abs. 1 S. 2 verweist, gilt die Neuregelung nicht nur für die Geschäftsleiter, sondern auch für die Mitglieder des Überwachungsorgans<sup>242</sup>.

235 Zusammenfassung der st. Rspr.: In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 747 (Del. Ch. 2005) m.w.FN.; siehe auch PAEFGEN (Fn. 216), AG 2004, 245, 256 f.

236 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 747 (Del. Ch. 2005) m.w.N.

237 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 747 (Del. Ch. 2005) m.w.N.

238 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 748 (Del. Ch. 2005) m.w.N.

239 Hierzu siehe JAN VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 526 ff.; eingehend jüngst In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 751–753 (Del. Ch. 2005).

240 In re The Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693, 752 f. (Del. Ch. 2005); HOLGER FLEISCHER, Haftungsfreistellung, Prozesskostenersatz und Versicherung für Vorstandsmitglieder, WM 2005, 909, 910.

241 BGBl. 2005 I 2802; siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 270 ff.

242 Unstreitig, siehe statt aller IHRIG (Fn. 216), WM 2004, 2098, 2101 f.

Trotz der erkennbaren Orientierung der Neuregelung am US-amerikanischen Vorbild bestehen mehrere Unterschiede zum dortigen Recht. Die auffälligste Differenz besteht zunächst darin, dass es in Deutschland überhaupt eine Kodifikation der BJR gibt, während die Regel in den USA allenfalls in Modellgesetzen niedergelegt wurde, in der Praxis aber überwiegend reines Richterrecht darstellt<sup>243</sup>. Auch in Deutschland war die BJR zunächst vom BGH in der ARAG/Garmenbeck-Rechtsprechung rezipiert worden<sup>244</sup>. Ob angesichts dessen überhaupt eine Kodifikation erforderlich oder sinnvoll war, ist aus heutiger Sicht eine müßige Frage<sup>245</sup>. Hierin mag man trotz aller Annäherung des Civil Law an das Common Law ein Beharren auf dem Primat des gesetzten Rechts gegenüber richterlicher Rechtsfortbildung und insoweit eine rechtskulturelle Prägung entdecken<sup>246</sup>. Praktisch wichtiger dürfte der Aspekt gewesen sein, der Wirtschaft mit Blick auf die Verschärfung des Verfolgungsrechts der Aktionärsminorität (§ 148 AktG n.F.) deutlich vor Augen zu führen, dass dieser Erhöhung des prozessualen Risikos eine sichtbare Anhebung der Haftbarkeitsschwelle gegenübersteht<sup>247</sup>. Die praktische Bedeutung dieses Unterschieds sollte man indes nicht überschätzen, da die BJR im Recht von Delaware eine gefestigte Ausformung erfahren hat, die eine weitgehende Vorhersehbarkeit der Entscheidungsfindung ermöglicht. Umgekehrt ist trotz der Kodifikation im deutschen Recht der Tatbestand sehr offen und ausfüllungsbedürftig gefasst.

b) *Tatbestandsausschluss statt Beweislastregel*

Eine weitere Differenz besteht in der dogmatischen Struktur. Während das Recht von Delaware die BJR als eine lediglich im Prozess beachtliche Beweislastregel ausgestaltet hat, setzt das deutsche Recht unmittelbar auf der Tatbestandsebene an, indem bestimmt wird, dass eine Pflichtverletzung unter den genannten Voraussetzungen nicht vorliegt<sup>248</sup>. Dieser Unterschied ist zwar im Rahmen eines Schadensersatzprozesses nicht gravierend,

243 Siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*) 799 ff.; die internationale Unüblichkeit einer Kodifikation in diesem Punkt betonen auch FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 687 f.; M. ROTH (Fn. 216), BB 2004, 1066; SCHÄFER (Fn. 216), ZIP 2005, 1253, 1254.

244 BGH 21.4.1997, BGHZ 135, 244, 253 f.

245 Eingehende Abwägung des pro und contra noch bei FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 687 f.; kritisch BRUNO KROPPF, Schlusswort, in: 40 Jahre Aktiengesetz – Festsymposium zu Ehren von Bruno Kropff aus Anlass seines 80. Geburtstags (Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Bonn 2005) 69, 75 f.

246 Einen Zuwachs an „Legitimation“ sieht FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 687.

247 Von einem „durchsichtigen Kompensationsgeschäft“ spricht IHRIG (Fn. 216), WM 2004, 2098, 2101, der dies (a.a.O. 2102) aber sachlich billigt; von einer „rechtspolitische[n] Gleichgewichtslehre“ spricht FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 687.

248 Näher BRÖMMELMEYER (Fn. 216), WM 2005, 2065, 2069; GÖZ/HOLZBORN (Fn. 216), WM 2006, 157; IHRIG (Fn. 216), WM 2004, 2098, 2102 (zum UMAG-RefE); KOLB (Fn. 216), DZWir 2006, 50, 53; SCHÄFER (Fn. 216), ZIP 2005, 1253, 1255; die Annahme, der deutsche Gesetzgeber habe die oben (siehe IV.1.) genannte Trennung von *standard of conduct* und *standard of review* übernehmen wollen (so zum UMAG-RefE M. ROTH (Fn. 216), BB 2004, 1066, 1069; dies als Alternative erwägend auch FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 689 f.), ist mit dem Wortlaut des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG nicht zu vereinbaren.

weil bei Vorliegen der Voraussetzungen der BJR die Klage in beiden Rechtsordnungen abgewiesen wird: im Recht von Delaware, weil die Kläger die Vermutung pflichtgemäßen Handelns nicht widerlegen können, im deutschen Recht, weil der Beklagte sich auf pflichtgemäßes Handeln berufen kann. Eine bedeutsame Abweichung ergibt sich jedoch daraus, dass, wie überwiegend angenommen wird, mit dem Ausschluss des objektiven Tatbestands einer Pflichtverletzung gem. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG auch eine Abberufung eines Vorstandsmitglieds oder des Vorstandssprechers durch den Aufsichtsrat nach § 84 Abs. 3 S. 2 AktG ausscheidet, der als Beispiel für einen die Entlassung rechtfertigenden wichtigen Grund u.a. die „grobe Pflichtverletzung“ nennt<sup>249</sup>. Richtiger Ansicht nach ist jedoch eine teleologische Reduktion dahingehend vorzunehmen, dass § 93 Abs. 1 S. 2 AktG nur die gerichtliche Kontrolldichte betrifft und nicht das Abberufungsrecht des Aufsichtsrates beschneidet<sup>250</sup>.

c) *Entgegengesetzte Beweislastverteilung*

Eine weitere erhebliche und viel diskutierte Abweichung der deutschen BJR von ihrem amerikanischen Vorbild besteht in der Verteilung der Darlegungs- und Beweislast<sup>251</sup>. Während das Recht von Delaware die Darlegungs- und Beweislast für die Nicht-Erfüllung der Anforderungen der BJR im Hauptsacheverfahren den Klägern auferlegt<sup>252</sup>, bürdet das deutsche Recht bewusst den Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern die Darlegungs- und Beweislast dafür auf, dass ihr Verhalten den in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG normierten Voraussetzungen entsprochen habe<sup>253</sup>. Die Gesetzesbegründung beschränkt

249 Auf diese Konsequenz weisen FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 688; IHRIG (Fn. 216), WM 2004, 2098, 2102 und SCHÄFER (Fn. 216), ZIP 2005, 1253, 1255 hin; ebenso TOBIAS BÜRGERS / ALEXANDER ISRAEL, in: Tobias Bürgers / Torsten Körber (Hrsg.), AktG (C.F. Müller, Heidelberg 2008) § 93 Rz. 10; HÜFFER (Fn. 147) § 93 Rz. 4c; GERD KRIEGER / VIOLA SAILER-COCEANI, in: Karsten Schmidt / Marcus Lutter (Hrsg.), AktG, Band I (Otto Schmidt, Köln, 2. Aufl. 2010) § 93 Rz. 11; HANS-JOACHIM MERTENS / ANDREAS CAHN, in: Wolfgang Zöllner / Ulrich Noack (Hrsg.), Kölner Kommentar zum AktG, Band 2/1 (Carl Heymanns Köln, 3. Aufl. 2010), § 93 Rz. 15; JULIAN REDEKE, Zur gerichtlichen Kontrolle der Angemessenheit der Informationsgrundlage im Rahmen der Business Judgment Rule nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG, ZIP 2011, 59, 60.

250 Ebenso KLAUS J. HOPT / MARKUS ROTH, in: Klaus J. Hopt / Herbert Wiedemann (Hrsg.), Großkommentar AktG, Band 5 (De Gruyter, Berlin, 4. Aufl. 2008) (Bearbeitungsstand 2006) § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rz. 61 f.; GERALD SPINDLER, in: Wulf Goette / Mathias Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, Band 2 (C.H. Beck, München, 3. Aufl. 2008) § 84 Rz. 119. Näher VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 952 ff.

251 Hierzu insbesondere M. ROTH (Fn. 216), BB 2004, 1066–1069 (zum UMAG-RefE); ferner BRÖMMELMEYER (Fn. 216), WM 2005, 2065 f.; FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 688; GÖZ / HOLZBORN (Fn. 216), WM 2006, 157, 158 in Fn. 23; ULMER (Fn. 216), DB 2004, 859, 860.

252 Siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 914 ff.; zum davon abweichenden Maßstab im Verfahren des summary judgment (z.B. Disney II) siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 526 ff.

253 Eindeutig die Begründung des Regierungsentwurfs (BT-Drs. 15/5092, S. 12): „Da der Haftungsfreiraum des Satzes 2 als Ausnahme und Einschränkung gegenüber Satz 1 formuliert ist,

sich in diesem Punkt auf eine formal-systematische Argumentation zum Verhältnis der Sätze 1 und 2 des § 93 Abs. 1 AktG, ohne einen inhaltlichen Grund für diese Abweichung vom amerikanischen Muster zu geben<sup>254</sup>. In der Reformdiskussion wurde diese Divergenz zwar vielfach erkannt, aber unterschiedlich beurteilt. Nach einer Ansicht lag in der unterschiedlichen Ausgestaltung der Darlegungs- und Beweislast bei der BJR lediglich eine gewöhnliche Assimilation der rezipierten Rechtsfigur an die dogmatische Struktur der aufnehmenden Rechtsordnung<sup>255</sup>. Andere Autoren betonten hingegen die Wichtigkeit der Beweislastverteilung für die Funktionsweise der amerikanischen BJR und die sich aus der deutschen Regelung ergebende Verschärfung im Vergleich zum amerikanischen Recht<sup>256</sup>. Manche forderten eine entsprechende Anpassung des UMAG-Entwurfs an die amerikanische Rechtslage, hatten damit aber keinen Erfolg<sup>257</sup>. Es bleibt daher die Frage, ob der Gesetzgeber mit der abweichenden Beweislastverteilung im Rahmen der deutschen BJR selbst den Keim für einen Misserfolg der Rezeption dieser Rechtsfigur geschaffen hat: Da es nicht zu bestreiten ist, dass die deutsche Beweislastverteilung im Vergleich zum amerikanischen Vorbild eine erhebliche Haftungsverschärfung bedeutet, ist zweifelhaft, ob der ökonomische Normzweck der BJR, einer übertriebenen Risikoaversion der Geschäftsleiter entgegenzuwirken, erreicht werden kann. Hinzu kommt, dass das geltende Aktienrecht aufgrund des § 23 Abs. 5 AktG eine satzungsmäßige Haftungsfreistellung nach dem Vorbild der Sect. 102(b)(7) Del. Gen. Corp. L. unstreitig nicht zulässt<sup>258</sup>. Umstritten ist, welche inhaltlichen Gründe den Gesetzgeber zu der mit dem UMAG getroffenen Darlegungs- und Beweislastverteilung bestimmt haben und ob diese Lösung de lege lata im Wege der Auslegung korrigiert werden kann<sup>259</sup>.

---

liegt die Darlegungs- und Beweislast für das Vorliegen der Tatbestandsmerkmale beim betroffenen Organ“; ferner ULRICH SEIBERT / CARSTEN SCHÜTZ, Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts, ZIP 2004, 252, 254. Davon zu unterscheiden ist die Frage, ob das unternehmerische Ermessen sich auch auf die Angemessenheit der Informationsgrundlage bezieht, hierzu jüngst eingehend REDEKE (Fn. 249), ZIP 2011, 59 ff., m.w.N.

254 Siehe die vorige Fn.

255 So FLEISCHER (Fn. 216), ZIP 2004, 685, 688; ähnlich GERD HOOR, Die Präzisierung der Sorgfaltsanforderungen nach § 93 Abs. 1 AktG durch den Entwurf des UMAG, DStR 2004, 2104, 2106.

256 KOCK/DINKEL (Fn. 216), NZG 2004, 441, 448; PAEFGEN (Fn. 216), AG 2004, 245, 256-259; M. ROTH (Fn. 216), BB 2004, 1066, 1067; zur endgültigen Fassung auch KATJA LANGENBUCHER, Vorstandshandeln und Kontrolle – Zu einigen Neuerungen durch das UMAG, DStR 2005, 2083, 2084.

257 So PAEFGEN (Fn. 216), AG 2004, 245, 258 f.; M. ROTH (Fn. 216), BB 2004, 1066, 1069.

258 Näher FLEISCHER (Fn. 240), WM 2005, 909, 914.

259 Dafür namentlich WALTER G. PAEFGEN, Die Darlegungs- und Beweislast bei der Business Judgment Rule, NZG 2009, 891 ff.; anders REDEKE (Fn. 249), ZIP 2011, 59, 61.

### 3. *Auslegung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG*

Als mögliche Ursache dafür, dass der Gesetzgeber sich trotz der bewussten Orientierung am US-amerikanischen Vorbild gerade in der zentralen Frage der Darlegungs- und Beweislastverteilung anders entschieden hat, kommt theoretisch ein schlichtes Missverständnis des US-amerikanischen Rechts in Betracht. Die Referenten des BMJ zitieren in einem Begleitaufsatz als Beispiel für die angestrebte Formulierung der BJR § 4.01 der ALI Principles<sup>260</sup>. Diesem Prinzip wird zum Teil im US-amerikanischen und im deutschen Schrifttum eine Beweislastverteilung zugunsten der Directors entnommen<sup>261</sup>. Diese Auffassung ist jedoch fragwürdig, weil die ALI Principles sich, ihrer Rechtsnatur als Corporate-Governance-Prinzipien entsprechend, allein an Direktoren und Manager und nicht an die Gerichte wenden. Sie enthalten folgerichtig allein Verhaltensanforderungen (*standards of conduct*), aber keine judiziellen Prüfungsmaßstäbe (*standards of review*)<sup>262</sup>. Selbst wenn man der Annahme folgte, aus den ALI Principles ergäbe sich eine Beweislastverteilung zuungunsten der Direktoren oder Manager, würde dies angesichts der Unverbindlichkeit dieser Privatkodifikation nichts daran ändern, dass die Beweislastverteilung in der Rechtsprechung von Delaware, also im tatsächlich geltenden Recht, dezidiert entgegengesetzt ausgestaltet ist. Angesichts der Fülle an rechtsvergleichenden Veröffentlichungen zur BJR und der unbestrittenen Sachkunde der beteiligten Referenten kann man sich schlechterdings nicht vorstellen, dass die Abweichung der vorgeschlagenen deutschen BJR von ihrem amerikanischen Pendant im Bundesjustizministerium während des Gesetzgebungsverfahrens unbemerkt geblieben ist<sup>263</sup>. Es muss sich daher in diesem Punkt um eine bewusste Entscheidung gegen eine Rezeption des Rechts von Delaware handeln.

Ein anderer Erklärungsansatz könnte an die oben erwähnte „Gleichgewichtstheorie“ anknüpfen, der zufolge die Kodifikation der BJR eine notwendige Kompensation für die Verschärfung des Verfolgungsrechts der Aktionärsminorität darstellt (§ 148 AktG n.F.). Obwohl die Anspruchsverfolgung mit dieser Reform gegenüber dem vorherigen deutschen Rechtszustand erleichtert worden ist und hierin eine Annäherung an die amerikanische *derivative suit* gesehen wird<sup>264</sup>, bleibt die Gefahr einer gerichtlichen Inanspruchnahme der Geschäftsleiter im deutschen Recht aufgrund der andersartigen prozessualen

260 SEIBERT/SCHÜTZ (Fn. 253), ZIP 2004, 252, 252; den Vorbildcharakter der ALI Principles für die deutsche Kodifikation betont auch PAEFGEN (Fn. 216), AG 2004, 245, 245, 247; ebenso BRÖMMELMEYER (Fn. 216), WM 2005, 2065 in Fn. 12.

261 So BRANSON (Fn. 216), Val. U. L. Rev. 36 (2002) 631, 636; ihm folgend KOCK/DINKEL (Fn. 216), NZG 2004, 441, 445; ferner BRÖMMELMEYER (Fn. 216), WM 2005, 2065 in Fn. 13.

262 Differenzierend zwischen den ALI Principles und dem MBCA EISENBERG (Fn. 216), Konzern 2004, 386, 388.

263 In der Bundestagsdebatte wurde die vorgesehene Beweislastverteilung zudem von den Abgeordneten MERZ (CDU) und FUNKE (FDP) angegriffen, siehe MERZ, BT-Plenarprotokoll 15/167 v. 18.3.2005, S. 15696; FUNKE, ebd., S. 15697 („eine Praline mit Senffüllung“).

264 Siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 270 ff.

Rahmenbedingungen hinter den USA zurück<sup>265</sup>. Da somit das prozessuale Risiko nach § 148 AktG n.F. nicht das amerikanische Niveau erreicht, kann man im Sinne der von den Gesetzesverfassern zugrunde gelegten „Gleichgewichtstheorie“ argumentieren, dass auch im Rahmen des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG kein ebenso großer Haftungsfreiraum wie im amerikanischen Recht geschaffen werden müsse.

Die vom amerikanischen Recht abweichende Darlegungs- und Beweislastverteilung könnte darüber hinaus auf Unterschiede im allgemeinen Zivilprozessrecht zurückzuführen sein<sup>266</sup>. Während das US-amerikanische Zivilprozessrecht mit der *pre-trial discovery* dem Kläger ein höchst effektives Mittel bietet, um den Beklagten oder die Gesellschaft zur Herausgabe belastender Dokumente oder sonstiger Beweismittel zu zwingen<sup>267</sup>, steht das deutsche Zivilprozessrecht einem solchen „Ausforschungsbeweis“ herkömmlich ablehnend gegenüber, was sich u.a. in einem entsprechenden Vorbehalt bei der Ratifikation des Haager Beweisaufnahmeübereinkommens niedergeschlagen hat<sup>268</sup>. Auch § 142 ZPO (Anordnung der Urkundenvorlegung) kann wegen des fortbestehenden Verbots des Ausforschungsbeweises und der höheren Spezifizierungserfordernisse hinsichtlich der angeforderten Beweismittel nach einhelliger Ansicht nicht als funktionales Äquivalent zur *discovery* amerikanischen Typs eingestuft werden<sup>269</sup>. Die prozessuale Problematik klingt auch in den Stellungnahmen zum UMAG-Entwurf an<sup>270</sup>.

265 Siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 821 ff.

266 Vgl. zu den Informationsrechten des besonderen Vertreters nach § 147 Abs. 2 AktG STEPHAN BALTHASAR / UWE HAMELMANN, Finanzkrise und Vorstandshaftung nach § 93 Abs. 2 AktG: Grenzen der Justiziabilität unternehmerischer Entscheidungen, WM 2010, 589, 593 f.

267 Näher PETER HAY, US-Amerikanisches Recht (C.H. Beck, München, 4. Aufl. 2008) Rz. 184–193; MALTE RICHTER, Bessere Aussichten für das Haager Beweisübereinkommen?, RIW 2005, 815–826; ROLF TRITTMANN / MARIO LEITZEN, Haager Beweisübereinkommen und pre-trial discovery: Die zivilprozessuale Sachverhaltsermittlung unter Berücksichtigung der jeweiligen Zivilprozessreformen im Verhältnis zwischen den USA und Deutschland, IPRax 2003, 7–12; JOACHIM ZEKOLL/JAN BOLT, Die Pflicht zur Vorlage von Urkunden im Zivilprozess – Amerikanische Verhältnisse in Deutschland?, NJW 2002, 3129, 3133 f.; alle m.w.N.

268 Bekanntmachung über das In-Kraft-Treten des Haager Übereinkommens über die Beweisaufnahme im Ausland in Zivil- und Handelssachen v. 21.6.1979 (BGBl. 1979 II 780) unter B.5; hierzu aus jüngster Zeit näher RICHTER (vorige Fn.), RIW 2005, 815–826; ROLF A. SCHÜTZE, Zum Stand des deutsch-amerikanischen Justizkonflikts, RIW 2004, 162, 163 f.; TRITTMANN/LEITZEN (vorige Fn.), IPRax 2003, 7–12, alle m.w.N.

269 Siehe nur TRITTMANN/LEITZEN (Fn. 267), IPRax 2003, 7, 12; ZEKOLL/BOLT (Fn. 267), NJW 2002, 3129, 3133 f.

270 Siehe einerseits die Gemeinsame Stellungnahme von BDI/BDA/DIHK/GDV/BdB v. 2.4.2004, S. 2: „Zwar kennt unser Recht – im Gegensatz zum amerikanischen – keinen Ausforschungsbeweis. Jedoch kann der Kläger auch ohne Ausforschungsbeweis den Beweis dafür führen, dass das Organmitglied sein Ermessen überschritten hat“; andererseits die Stellungnahme der DSW zum UMAG-RefE (2004) 2 f.: „In jedem Fall wird die Tatsache, dass die Darlegungs- und Beweislast für das Vorliegen der tatbestandlichen Voraussetzungen der Haftungsprivilegierung beim Management liegt, dazu führen, dass sich der Dokumentationsaufwand in den Unternehmen deutlich erhöhen dürfte. Dieser Nachteil ist jedoch hinzunehmen, da es bei einer anderen Darlegungs- und Beweislastverteilung im Ergebnis

Die unterschiedliche materielle Beweislastverteilung lässt sich daher als Assimilation der BJR an die andersartigen prozessualen Rahmenbedingungen deuten<sup>271</sup>.

Ferner ist es denkbar, dass die vom Gesetzgeber gewählte Beweislastverteilung darauf zurückzuführen ist, dass die Zusammensetzung des Aufsichtsrates einer deutschen Aktiengesellschaft und die normative Ausrichtung des Vorstandshandelns eine höhere Risikoaversion der Manager begünstigen, als dies in den USA der Fall ist. Zu beachten ist, dass der Aufsichtsrat in Deutschland der paritätischen Mitbestimmung unterliegt und die normative Richtschnur des Vorstandshandelns, das sog. Unternehmensinteresse, im Sinne einer „Stakeholder“-Philosophie von der h.M. pluralistisch definiert wird<sup>272</sup>. Bezieht man in dieses Unternehmensinteresse auch die Interessen der Arbeitnehmer ein, ergibt sich eine geringere Risikotoleranz als bei einer Ausrichtung auf den Shareholder Value, weil die Arbeitnehmer im Gegensatz zu den Aktionären ihr firmenspezifisches Risiko nicht diversifizieren können. Die strengere Haftung des Managements nach der deutschen BJR und die dadurch zulasten der Aktionäre möglicherweise höhere Risikoaversion der Geschäftsleiter spiegelt insoweit die abweichende normative Grundhaltung des deutschen Aktienrechts in der Ausrichtung des Vorstandshandelns wider. Gerade die pluralistische, „Stakeholder“-orientierte Ausprägung des deutschen Unternehmensinteresses verstärkt überdies die Gefahr, dass die Vorstandsmitglieder ihren Ermessensspielraum in einer Weise ausnutzen, die zu einer Benachteiligung der Aktionärsinteressen führt; dies ist das bekannte „Too-many-masters“-Argument aus der amerikanischen Diskussion<sup>273</sup>. Eine Intensivierung der gerichtlichen Kontrolldichte stellt aus dieser Perspektive einen Ausgleich dafür dar, dass der Vorstand einer deutschen AG einen weiteren Ermessensspielraum genießt als ein director im US-amerikanischen Recht, das prinzipiell die Aktionärsinteressen in den Vordergrund stellt. Dagegen wird wiederum eingewandt, gerade angesichts des „diffusen“ Gehalts des „Unternehmensinteresses“ könne sich ein beklagtes Vorstandsmitglied leicht aus seiner Darlegungslast „herausreden“<sup>274</sup>. Dies ist aber zu bezweifeln, denn der weitere Zuschnitt des pluralistisch verstandenen Unternehmensinteresses legt eher eine größere als eine geringere Sorgfalt bei der Sammlung der für eine ausgewogene Entscheidungsfindung relevanten Informationen nahe.

Schließlich lässt sich an die oben (bei Fn. 228) zitierte Passage aus der *Feder Chandlers* anknüpfen, welche die funktionale Komplementarität zwischen der niedrigen

---

auch in gravierenden Fällen nicht zu einer Inanspruchnahme von Organmitgliedern kommen könnte“.

271 Anders aber PAEFGEN (Fn. 259), NZG 2009, 891, 894 f.

272 Z.B. BGH 21.12.2005, ZIP 2006, 72, 73 („Mannesmann“); ferner HÜFFER (Fn. 147) § 76 Rz. 12; siehe VON HEIN, Die Rezeption (Fn.\*\*\*) 229 ff.

273 Siehe etwa STEPHEN M. BAINBRIDGE, In Defense of the Shareholder Wealth Maximation Norm: A Reply to Professor Green, Wash. & Lee L. Rev. 50 (1993) 1423, 1434; JONATHAN R. MACEY, An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties, Stetson L. Rev. 21 (1991) 23 f.

274 So PAEFGEN (Fn. 259), NZG 2009, 891, 895.

gerichtlichen Kontrolldichte im Recht von Delaware und der externen Kontrolle durch effiziente Kapitalmärkte thematisiert. Insoweit ließe sich bei der Übertragung der BJR auf das deutsche Recht argumentieren, dass der deutsche Kapitalmarkt trotz der in den vergangenen Jahren erzielten Fortschritte noch nicht in demselben Maße ein effektives Kontrollinstrument darstellt, wie dies in den USA der Fall ist. Eine im Vergleich zu den USA höhere gerichtliche Kontrolldichte ließe sich aus dieser Sicht als Kompensation für die im Bereich der externen Corporate Governance noch bestehenden Defizite legitimieren. Diesem Argument wird zwar entgegengehalten, dass es die nicht börsennotierte AG ausklammere und den bereits erzielten Fortschritten bei der Schaffung eines liquiden und streng reglementierten deutschen Kapitalmarkts nicht hinreichend Rechnung trage<sup>275</sup>. Ohne diese positiven Entwicklungen negieren zu wollen, wird man aber doch, wie auch die obige Evaluation des KapMuG gezeigt hat (siehe oben II), feststellen müssen, dass die externe, über Kapitalmärkte und Anlegerklagen vermittelte Corporate Governance in Deutschland noch nicht den Stellenwert hat, den sie in den USA einnimmt. Es ist daher bei einer Gesamtabwägung durchaus eine vertretbare gesetzgeberische Wertung, den Haftungsstandard bei Sorgfaltspflichtverletzungen der Geschäftsleiter strenger zu fassen als im US-amerikanischen Recht.

#### 4. Ergebnis zu IV

Die abweichende Darlegungs- und Beweislastverteilung im Rahmen des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG muss nach der obigen Analyse als bewusste legislative Assimilation der BJR an die andersartigen prozessualen, aktienrechtlichen, wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen in Deutschland betrachtet werden. Sie lässt sich folglich nicht im Wege einer rechtsvergleichenden Auslegung unter Berufung auf das US-amerikanische Regelungsvorbild beiseiteschieben.

### V. ZUSAMMENFASSUNG

Wie die oben dargestellten Beispiele aus dem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht belegen, übernimmt der deutsche Gesetzgeber Institutionen aus dem US-amerikanischen Recht in der Regel nicht 1:1, sondern geht hierbei selektiv vor. Die Spannbreite reicht hierbei von der Schaffung eines funktionalen Äquivalents zum amerikanischen Recht (Kapitalanleger-Musterverfahren) über dessen partielle Rezeption (*proxy-voting* ohne *proxy regulation*) bis zu einer annähernd vollständigen Übernahme, die aber wiederum durch inhaltliche Modifikationen an das andersartige deutsche Regelungsumfeld assimiliert wird („Business Judgment Rule“). Hieran zeigt sich erneut, dass die Rezeption fremden Rechts keinen blinden, passiven Kopiervorgang darstellt, sondern einen schöpferischen Prozess der Um- und Neuformung in der aufnehmenden Rechtsordnung bildet.

---

275 PAEFGEN (Fn. 259), NZG 2009, 891, 895 f.

Obwohl man in der Grundtendenz eine Annäherung des deutschen Rechts an US-amerikanische Vorbilder feststellen kann, bleiben wichtige Unterschiede in Einzelfragen bestehen. Ob es gelingen wird, aus der selektiven und partiellen Übernahme US-amerikanischer Institutionen erneut ein inhaltlich und funktional geschlossenes System zu bilden, bleibt eine Aufgabe für Rechtsprechung und Wissenschaft. Hierbei können Erfahrungen mit der Rezeption fremden Rechts in anderen Rechtsordnungen, wie sie Japan seit mehr als 100 Jahren gesammelt hat, eine außerordentlich wichtige Hilfe darstellen.