

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 231

Kritik des Record-Date-Systems im deutschen Aktienrecht

Zur Notwendigkeit einer effektiven Rückbindung
des Legitimationsaktionärs an die Interessen
des materiell-rechtlichen Aktieninhabers

Von

Stefan Jobst



Duncker & Humblot · Berlin

STEFAN JOBST

Kritik des Record-Date-Systems im deutschen Aktienrecht

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 231

Kritik des Record-Date-Systems im deutschen Aktienrecht

Zur Notwendigkeit einer effektiven Rückbindung
des Legitimationsaktionärs an die Interessen
des materiell-rechtlichen Aktieninhabers

Von

Stefan Jobst



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich 1 (Rechtswissenschaften)
der Goethe-Universität Frankfurt am Main
hat diese Arbeit im Jahr 2023 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2024 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19038-6 (Print)
ISBN 978-3-428-59038-4 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit hat dem Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Frankfurt am Main im Sommersemester 2019 als Dissertationsschrift vorgelegen. Die Disputation erfolgte im Januar 2023. Entstanden ist die Arbeit im Wesentlichen während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter und Ansprechpartner des Universitätsrepetitoriums des Fachbereichs Rechtswissenschaften der Universität Frankfurt von 2011 bis 2017.

Für die Veröffentlichung ist die Arbeit im Originalzustand belassen und damit auf dem Rechts- und Literaturstand vom Juni 2019. Entsprechend sind neuere Entwicklungen, insbesondere das Gesetz über Maßnahmen im Gesellschafts-, Genossenschafts-, Vereins-, Stiftungs- und Wohnungseigentumsrecht zur Bekämpfung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie (COVMOG), aufgrund dessen der Record Date vorübergehend vom Beginn des 21. auf den Beginn des zwölften Tages vor dem Tag der Hauptversammlung verlegt wurde, im Rahmen der rechtsvergleichenden Umschau die geänderte Rechtslage in Großbritannien seit dem „Brexit“ und im Rahmen der empirischen Auswertung der Hauptversammlungspräsenzen die Präsenzzahlen nach der Hauptversammlungssaison 2018 nicht berücksichtigt.

Meinem Doktorvater Prof. Dr. Dres. h.c. Theodor Baums danke ich für die hilfreichen Ratschläge in der Frühphase dieser Arbeit und für das anschließende hohe Maß an wissenschaftlicher Freiheit bei der Erstellung der Arbeit. Der Zweitgutachterin Prof. Dr. Katja Langenbucher danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Bei meinen Eltern, Annemarie und Fritz, möchte ich mich bedanken, die mich seit meiner Jugend und in jeder Lebenslage in umfassender Weise unterstützt haben.

Mein besonderer Dank gilt meiner Frau, Ramona, die mir nicht nur während der Erstellung dieser Arbeit den notwendigen Rückhalt gab, sondern auch die mühevollen Arbeit der Durchsicht des Manuskripts auf sich nahm. Ohne ihre Unterstützung wäre mir die Fertigstellung dieser Arbeit sicherlich nicht in dieser Form geglückt.

Widmen möchte ich diese Arbeit meinen Eltern, meiner Frau sowie meinen Kindern, Fabian Louis und Anni Josephine. Danke – für Alles!

Inhaltsübersicht

1. Teil

	Einleitung	27
§ 1	Einführung in die Problematik	27
	I. Fragestellung und Anliegen der Untersuchung	27
	II. Relevanz der Fragestellung	31
	III. Geringe Hauptversammlungspräsenz bei deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften	37
	IV. Gang der Untersuchung	41

2. Teil

	Das record-date-System in Deutschland und rechtsvergleichende Umschau	42
§ 2	Gesetzgebungsgeschichte in Deutschland	42
	I. Gescheiterte Gesetzesinitiativen – das TransPuG und der Frankfurter Arbeitskreis	43
	II. Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)	44
	III. Aktionärsrechterichtlinie und das Gesetz zu deren Umsetzung	50
	IV. Aktienrechtsnovelle 2011 bis 2016	53
	V. Zusammenfassung	54
§ 3	Status quo des record-date-Systems in Deutschland	55
	I. Tatbestandliche Voraussetzungen	55
	II. Rechtsfolgen	78
	III. Zusammenfassung	86
§ 4	Rechtsvergleichende Umschau	87
	I. Vereinigte Staaten von Amerika	87
	II. Vereinigtes Königreich	98
	III. Zusammenfassung	112

3. Teil

	Kritische Würdigung des Auseinanderfallens von materieller Rechtsinhaberschaft und formeller Legitimation	114
§ 5	Ökonomische Implikationen des Auseinanderfallens von Stimmberechtigung und Totalverlustrisiko	114
	I. Property-Rights-Theorie	116
	II. Zusammenfassung	125
§ 6	Grundsatz der Verbandssouveränität	126
	I. Grundsatz der Verbandssouveränität und Record-Date-System	127
	II. Inhaltliche Anforderungen an der Grundsatz der Verbandssouveränität	128
	III. Verbandssouveränität als Grenze zwischen zulässiger Selbstbestimmung und unzulässiger Fremdbestimmung	159
	IV. Zusammenfassung	164

4. Teil

	Schutzmechanismen des materiell-rechtlichen Inhabers gegenüber dem Legitimationsaktionär	166
§ 7	Rückbindungsmechanismen aus dem Erwerbsgeschäft zwischen Veräußerer und Erwerber	168
	I. Aktienkauf, Wertpapierpensionsgeschäfte und Wertpapierdarlehen	170
	II. Weisungsrecht	181
	III. Pflicht zur Rückerstattung von Wertpapieren bei Wertpapierdarlehen (§ 201 Abs. 1 Nr. 2 KAGB)	184
	IV. Nebenpflichten aus Erwerbsgeschäft (§ 241 Abs. 2 BGB)	196
	V. Geschäftsführung ohne Auftrag (§§ 677 ff. BGB)	222
	VI. Zusammenfassung	223
§ 8	Rückbindungsmechanismen kraft Verbandsinnenverhältnisses	225
	I. Die gesellschaftliche Treupflicht	225
	II. Deliktischer Schutz der Mitgliedschaft gemäß § 823 Abs. 1 BGB	257
	III. § 117 Abs. 1 AktG	267
	IV. Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung im Sinne des § 826 BGB	276
	V. Ordnungswidrig nach § 405 AktG	280
	VI. Zusammenfassung	284

§ 9 Sonstige Schutzmechanismen	286
I. Kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten (§§ 33 f. WpHG n.F.)	286
II. Verbot von Insiderhandel (Art. 14 lit. a] i. V. m. Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR)	299
III. Mitteilungspflicht von Inhabern wesentlicher Beteiligungen (§ 43 WpHG n.F.)	317
IV. Verbot der Marktmanipulation (Art. 15, 12 MAR)	322

5. Teil

Reformvorschläge de lege ferenda 368

§ 10 Reformvorschläge de lege ferenda	368
I. Steigerung der Effektivität bestehender Rückbindungsmechanismen	368
II. Pflicht zur Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht zugunsten des Aktien- erwerbers im börslichen Wertpapierhandel	372
III. Annäherung des Nachweisstichtags an den Tag der Hauptversammlung	374

6. Teil

Zusammenfassung 376

§ 11 Zusammenfassung	376
I. Vor- und Nachteile des Record-Date-Systems	376
II. Notwendigkeit eines Mechanismus zur Rückbindung des Legitimations- aktionärs an die Interessen des Totalverlustträgers	378
III. Ineffektivität der in Betracht kommenden Rückbindungsmechanismen	381
IV. Reformvorschläge de lege ferenda	385

Anlage I	387
-----------------------	-----

Literaturverzeichnis	397
-----------------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	445
-----------------------------------	-----

Inhaltsverzeichnis

1. Teil

	Einleitung	27
§ 1	Einführung in die Problematik	27
I.	Fragestellung und Anliegen der Untersuchung	27
II.	Relevanz der Fragestellung	31
1.	Fälle in der Praxis	31
2.	ESMA-Untersuchung zum Empty Voting	32
3.	Empirische Untersuchung	34
a)	Untersuchung von Christoffersen, Geczy, Musto und Reed	34
b)	Untersuchung von Moser, B. van Ness und R. van Ness	35
c)	Untersuchung von Aggarwal, Saffi und Sturgess	36
III.	Geringe Hauptversammlungspräsenz bei deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften	37
1.	Datensammlung für die Auswertung	37
2.	Durchführung der Auswertung	38
3.	Ergebnis der Auswertung	39
4.	Folgen der Auswertung	39
IV.	Gang der Untersuchung	41

2. Teil

	Das record-date-System in Deutschland und rechtsvergleichende Umschau	42
§ 2	Gesetzgebungsgeschichte in Deutschland	42
I.	Gescheiterte Gesetzesinitiativen – das TransPuG und der Frankfurter Arbeitskreis	43
II.	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)	44
1.	Anpassung der gesetzlichen Regelung an die geltende Praxis	45
a)	Wertpapierrechtlicher Grundsatz des Aktienrechts	45
aa)	Individuelle Ausgestaltung	46
bb)	Ablauf und Wirkung der Hinterlegung	46
b)	Erosion des wertpapierrechtlichen Grundsatzes durch die Entwicklungen des Kapitalmarktes	47

2. Vermeidung des Anscheins der Veräußerungssperre während des Hinterlegungszeitraums	49
III. Aktionärsrechterichtlinie und das Gesetz zu deren Umsetzung	50
1. Die Aktionärsrechterichtlinie	51
a) Ziel und Anwendungsbereich	51
b) Vorgaben	51
2. ARUG	52
IV. Aktienrechtsnovelle 2011 bis 2016	53
V. Zusammenfassung	54
§ 3 Status quo des record-date-Systems in Deutschland	55
I. Tatbestandliche Voraussetzungen	55
1. Disponibilität über das Legitimationsverfahren	55
a) Börsennotierte Aktiengesellschaften	55
b) Nicht börsennotierte Gesellschaften	58
2. Sachlicher Anwendungsbereich	60
a) Namensaktien	60
b) Teilweise ausgegebene Namensaktien	62
c) Teilweise Sammelverwahrung von Inhaberaktien	63
3. Anforderungen an den Berechtigungsnachweis (§ 123 Abs. 4 S. 1 AktG) ...	64
a) Inhalt des Berechtigungsnachweises	64
b) Ersteller des Berechtigungsnachweises	65
4. Nachweisstichtag	65
5. Zugang des Berechtigungsnachweises bei der Aktiengesellschaft (§ 123 Abs. 4 S. 2 bis 4 AktG)	68
6. Verlängerung der Frist zur Einberufung	70
a) Börsennotierte versus nicht börsennotierte Aktiengesellschaften	70
b) Verlängerung der Einberufungsfrist um die tatsächliche Anzahl der Tage der Nachweisfrist	71
7. Sonderfall des § 7 Abs. 1 S. 2 FMStBG	72
a) Nachweisstichtag	72
b) Zugangszeitpunkt des Berechtigungsnachweises	74
8. Übergangsregelung	78
II. Rechtsfolgen	78
1. Inhaltliche Reichweite der Legitimationswirkung	78
a) Anfechtungsrecht	79
b) Dividendenanspruch	79
2. Persönliche Reichweite der Legitimationswirkung	81
3. Legitimationswirkung des § 123 Abs. 4 S. 5 AktG	82

a) Das vertikale Verhältnis	82
b) Das horizontale Verhältnis	84
4. Folgen für die Rechtsposition des materiell-rechtlichen Aktieninhabers	84
III. Zusammenfassung	86
§ 4 Rechtsvergleichende Umschau	87
I. Vereinigte Staaten von Amerika	87
1. Sec. 213 DGCL	88
2. Das Record-Date-System in der Diskussion	90
a) Rechtssache Giant vs. Portland Cement Co.	90
aa) Entscheidungsgründe	91
bb) Würdigung der Entscheidung	92
cc) Aktuelle Rechtsansicht	94
b) Rechtssache Bunker vs. Gruntal	95
3. Record Date Capture als Sonderfall des Empty Voting	96
a) Keine Antizipation des Auseinanderfallens durch den Kapitalmarkt	96
b) Keine Wiederverknüpfung von Totalverlustrisiko und Stimmberechtigung	97
c) Kein Eingreifen des Verbotes der isolierten Übertragung von Gesellschafterrechten	97
II. Vereinigtes Königreich	98
1. Uncertificated Securities Regulations 2001 (USR [2001])	99
a) Anwendungsbereich USR (2001)	99
b) Sec. 41 (1) USR (2001)	101
2. Sec. 360B (2) CA UK (2006)	102
a) Sec. 360B (2) CA UK (2006)	102
b) Anwendungsbereich der Sec. 360B (2) CA UK (2006)	103
3. Das Record-Date-System in der Diskussion	103
a) Rechtssache Musselwhite vs. C. H. Musselwhite and Son Ltd.	104
aa) Übertragung von Gesellschaftsanteilen	104
bb) Sachverhalt	105
cc) Entscheidungsgründe	107
dd) Würdigung der Entscheidung	107
b) Übertragbarkeit auf das Record-Date-System	108
aa) Auseinanderfallen von Legal und Beneficiary Ownership	108
bb) Rechte des Beneficiary Owner gegenüber dem Legal Owner	109
(1) Aktienkauf	109
(2) Wertpapierdarlehen	110
III. Zusammenfassung	112

3. Teil

Kritische Würdigung des Auseinanderfallens von materieller Rechtsinhaberschaft und formeller Legitimation		114
§ 5	Ökonomische Implikationen des Auseinanderfallens von Stimmberechtigung und Totalverlustrisiko	114
	I. Property-Rights-Theorie	116
	1. Stimmrecht und Totalverlustrisiko als Verfügungsrechte	117
	2. Korrelation von Herrschaft und Verantwortung	118
	3. Durchbrechung der Korrelation von Stimmrecht und Totalverlustrisiko durch das Record-Date-System	120
	4. Notwendigkeit der Internalisierung von Externalitäten	121
	a) Internalisierung von Externalitäten durch Eigentumssurrogate	122
	b) Internalisierung von Externalitäten durch Schutzmechanismen	123
	c) Notwendigkeit eines effektiven Schutzmechanismus	124
	II. Zusammenfassung	125
§ 6	Grundsatz der Verbandssouveränität	126
	I. Grundsatz der Verbandssouveränität und Record-Date-System	127
	II. Inhaltliche Anforderungen an den Grundsatz der Verbandssouveränität	128
	1. Kein grundsätzliches Verbot der Delegation von Entscheidungsbefugnissen	128
	2. Zulässigkeit völliger Preisgabe der Selbstbestimmung	130
	a) Völlige Preisgabe im Lichte dogmatischer und ökonomischer Grundüberlegungen	132
	b) Völlige Preisgabe im Lichte verfassungsrechtlich geschützter Rechtspositionen	134
	aa) Anwendbarkeit des Art. 9 Abs. 1 GG auf die Aktiengesellschaft	134
	bb) Ausgestaltungsauftrag des Gesetzgebers	135
	c) Völlige Preisgabe im Lichte des Abspaltungsverbots	137
	aa) Inhalt des Abspaltungsverbot	137
	bb) Rechtstechnisches Verständnis	138
	cc) Materielles Verständnis	139
	(1) Abspaltungsverbot als Ausfluss des Grundsatzes der Verbandssouveränität	139
	(2) Bewertung schuldrechtlicher Maßnahmen in Rechtsprechung und Literatur	142
	(3) Rechtsfolgen des Verstoßes gegen das Abspaltungsverbot	145
	dd) Zwischenfazit	146
	d) Völlige Preisgabe im Lichte tatsächlicher und rechtlicher Besonderheiten des Aktienrechts	146

aa) Prinzip der Fremdorganschaft	147
bb) Stimmrechtslose Vorzugsaktien	150
cc) Ausübung des Stimmrechts durch Nichtgesellschafter	153
(1) Legitimationsübertragung (§ 129 Abs. 3 AktG)	154
(2) Stimmrechtsvollmacht (§ 134 Abs. 3 AktG)	155
(3) Depotstimmrecht (§ 135 AktG)	155
dd) Publikumsgesellschaft und rationale Apathie der Aktionäre	156
(1) Rationale Apathie und Record-Date-System	156
(2) Rationale Apathie und Relativierung des Grundsatzes der Verbandssouveränität	158
III. Verbandssouveränität als Grenze zwischen zulässiger Selbstbestimmung und unzulässiger Fremdbestimmung	159
1. Umfang der Organkompetenzen	160
2. Alleinzuständigkeit der Nichtgesellschafter	161
3. Zeitliche Begrenzung des Fremdeinflusses	162
4. Rückbindung des Nichtgesellschafters an die Interessen des materiell-rechtlichen Aktieninhabers	163
IV. Zusammenfassung	164

4. Teil

Schutzmechanismen des materiell-rechtlichen Inhabers gegenüber dem Legitimationsaktionär

166

§ 7 Rückbindungsmechanismen aus dem Erwerbsgeschäft zwischen Veräußerer und Erwerber	168
I. Aktienkauf, Wertpapierpensionsgeschäfte und Wertpapierdarlehen	170
a) Rechtskauf (§§ 453 Abs. 1, 433 ff. BGB)	170
b) Sachdarlehen (§§ 607 ff. BGB)	172
2. Folgen eines Pflichtverstoßes als Schutzmechanismus	173
a) Nacherfüllung	174
b) Schadensersatz	174
c) Rücktrittsrecht	175
3. Record-Date-System als Pflichtverletzung	175
a) Rechtsverschaffungspflicht	175
b) Verschaffung des Rechts frei von Rechtsmängeln (§§ 453 Abs. 1, 433 Abs. 1 S. 2, 435 BGB)	176
aa) Nutzungsbeschränkung durch gesetzliche Regelung	177
bb) Rechtsmangelbegriff	178

(1) Verstoß gegen § 434 Abs. 1 S. 1 BGB oder § 434 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 BGB	178
(2) Verstoß gegen § 434 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 BGB	179
c) Zwischenergebnis	181
II. Weisungsrecht	181
1. Weisungsrecht kraft Gesetzes	181
2. Vertraglich vereinbartes Weisungsrecht	182
a) Ziff. 6.6. GMSLA	182
b) Aktienkauf und Wertpapierdarlehen auf Grundlage des RV-BdB	182
III. Pflicht zur Rückerstattung von Wertpapieren bei Wertpapierdarlehen (§ 201 Abs. 1 Nr. 2 KAGB)	184
1. Pflicht zur Rückerstattung oder Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht als Schutzmechanismus	185
2. Praktische Bedeutung und Effektivität des Schutzmechanismus	186
a) Praktische Bedeutung	186
b) Effektivität	187
aa) Rückerstattung der Wertpapiere und Erteilung der Stimmrechtsvollmacht nicht zwingend (§ 202 KAGB)	187
bb) Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht nach § 201 Abs. 1 Nr. 2 Halbs. 3 KAGB	188
cc) Rückerstattungspflicht gemäß § 201 Abs. 1 Nr. 2 Halbs. 1 KAGB ..	188
dd) Ansprüche bei nicht rechtzeitiger Rückerstattung der Wertpapiere gemäß § 201 Abs. 1 Nr. 2 Halbs. 1 KAGB	189
(1) Allgemeine Anspruchsgrundlagen	189
(2) Vertragliche Modifikationen	190
(3) Kritische Würdigung	190
(a) Eindeckung (Ziff. 5 S. 2 KAGB-Anh. i. V. m. Ziff. 8 Abs. 1 S. 2 bis 4 RV-BdB)	191
(b) Verzugszinsen (Ziff. 5 S. 1 KAGB-Anh. i. V. m. Ziff. 8 Abs. 1 S. 1 RV-BdB)	191
(c) Geltendmachung weitergehender Schäden (Ziff. 8 Abs. 3 RV-BdB)	193
c) Effektivität	194
aa) Verfügungsanspruch und Verfügungsgrund	194
bb) Verstoß gegen Vorwegnahme- und Befriedigungsverbot	194
IV. Nebenpflichten aus Erwerbsgeschäft (§ 241 Abs. 2 BGB)	196
1. Vorvertragliche Informationspflicht	197
a) Haftungsfolgen bei Verletzung einer vorvertraglichen Aufklärungspflicht	197
b) Record-Date-System als offenzulegende Information	198

aa) Aufklärungspflicht gemäß § 63 WpHG n.F. (§ 31 WpHG a.F.)	199
bb) Offenlegungspflicht gemäß § 43 Abs. 1 WpHG n.F. (§ 27a Abs. 1 WpHG a.F.)	200
cc) Aufklärungspflicht gemäß § 444 BGB	200
dd) Aufklärungspflicht kraft Vertragsauslegung	201
(1) Aktienkauf	201
(2) Wertpapierdarlehen	204
2. Nachwirkende Schutzpflicht	204
a) Haftungsfolgen bei Verletzung einer nachwirkenden Schutzpflicht	205
aa) Reichweite der Unterlassungspflicht	205
bb) Schadensersatzpflicht wegen Verstoßes gegen die Unterlassungspflicht	206
b) Record-Date-System als ein die Unterlassungspflicht auslösendes Moment	206
aa) Aktienkauf	207
bb) Wertpapierdarlehen	208
(1) Vertragswidrigkeit der Stimmrechtsverschaffung durch Wertpapierdarlehen	208
(a) Squeeze-out-Entscheidung des Bundesgerichtshofs	208
(b) Übertragung der Entscheidungsgründe auf das Record-Date-System	209
(2) Ausschluss des Unterlassungsanspruchs wegen Kündigungsrecht des Darlehensgebers	210
(3) Ziff. 6.6. GMSLA	211
c) Effektivität	211
aa) Beweisschwierigkeiten	211
(1) Beweislast hinsichtlich des Vorliegens eines Unterlassungsanspruchs als Haftungsgrund	212
(2) Beweislast hinsichtlich eines ersatzfähigen Schadens im Sinne der §§ 249 ff. BGB	212
(a) Wert des Stimmrechts als Schaden	213
(b) Nachteilige Wertentwicklung der Aktie als Schaden	214
(3) Prozessuale Unsicherheiten in Darlegung und Beweis von Kausalitäten	214
(a) Haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität beim Unterlassungsanspruch	214
(b) Schlüssiger Vortrag von Anknüpfungstatsachen im Falle des Record-Date-Systems	215
(c) Kritische Würdigung	216
bb) Prozessuale Geltendmachung	217

(1) Autonomie der Willensbildung	217
(2) Verfügungsgrund und Befriedigungsverbot	218
(a) Verlust der Mitgliedschaft	218
(b) Grundsatz der Erforderlichkeit	219
cc) Gefahr von Zufallsmehrheiten	221
V. Geschäftsführung ohne Auftrag (§§ 677 ff. BGB)	222
1. Stillschweigend geschlossener Vertrag und Legitimationswirkung des § 123 Abs. 4 S. 5 AktG	222
2. Nachwirkende Schutzpflicht	222
VI. Zusammenfassung	223
§ 8 Rückbindungsmechanismen kraft Verbandsinnenverhältnisses	225
I. Die gesellschaftliche Treuepflicht	225
1. Gesellschaftliche Treuepflicht als Schutzmechanismus	226
2. Ausschluss des Anwendungsbereichs der gesellschaftlichen Treuepflicht für Stimmrechtsausübung	229
3. Legitimationsaktionär als Adressat der gesellschaftlichen Treuepflicht	231
a) Treuepflicht von Nichtgesellschaftern	231
b) Eigene Treuepflicht des Legitimationsaktionärs aufgrund des § 123 Abs. 4 S. 5 AktG	232
aa) Wortlaut des § 123 Abs. 4 S. 5 AktG	233
bb) Aktienrechtliches Gleichbehandlungsgebot gemäß § 53a AktG	233
cc) Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht bei Legitimationszession	233
dd) Verknüpfung von Mitgliedschaft und Treuepflicht	235
ee) Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung	236
c) Nachwirkende Treuepflicht des Legitimationsaktionärs	237
aa) Ausdehnung der gesellschaftlichen Treuepflicht in der bisherigen Diskussion	237
bb) Sonderfall des § 123 Abs. 3 und 4 AktG	238
4. Effektivität der gesellschaftlichen Treuepflicht	239
a) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich des Vorliegens einer Treue- pflichtverletzung	240
aa) Einzelfallabwägung	240
bb) Unbestimmtheit des Maßes der gebotenen Rücksichtnahme bei Stimmrechtsausübung	241
cc) Stimmrechtsausübung als unternehmerische Ermessens- entscheidung	242
dd) Ungenügende Abhilfe durch Beweiserleichterungen	242
b) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich des Vertretenmüssens einer Treuepflichtverletzung	243

aa) Haftungsbeschränkung auf Vorsatz	244
bb) Unwägbarkeiten bei Vorsatznachweis bezüglich Treuepflichtverletzung	245
(1) Umfassende Würdigung der Umstände des Einzelfalls	245
(2) Unwägbarkeiten im Girmes-Fall	245
(3) Zwischenergebnis	247
c) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich des Schadensumfangs	248
aa) Prozessuale Erleichterungen bei Darlegung und Beweis der Schadenshöhe	248
bb) Realer Unternehmenswert versus Börsenwert der Aktien	249
cc) Mitverschulden nach § 254 BGB	251
(1) Zumutbarkeit wegen freier Übertragbarkeit der Anteile	251
(a) Kein Bestehen einer Verwertungspflicht	252
(b) Bestehen einer Verwertungspflicht	252
(2) Zwischenergebnis	253
d) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich der haftungsausfüllenden Kaufsalität	254
e) Prozessuale Geltendmachung	255
f) Darlegung und Beweis einer unzulässigen Verfolgung von Sondervorteilen (§ 243 Abs. 2 AktG)	256
II. Deliktischer Schutz der Mitgliedschaft gemäß § 823 Abs. 1 BGB	257
1. Deliktischer Schutz der Mitgliedschaft als Schutzmechanismus	257
2. Ausschluss des Deliktsrechtsschutzes im Hinblick auf das Verbandsinnenverhältnis	258
a) Meinungsspektrum	258
b) Stellungnahme	259
3. Effektivität des deliktischen Schutzes der Mitgliedschaft	260
a) Darlegung und Beweis des Vorliegens eines Eingriffs in den Zuweisungsgehalt der Mitgliedschaft	260
aa) Unberechtigte Stimmrechtsausübung	261
bb) Schädigende Stimmrechtsausübung als Eingriff	261
cc) Ausschluss des Deliktsrechts durch Vorrang der §§ 243 ff. AktG	262
(1) Anfechtungsbefugnis gemäß § 245 AktG	263
(2) Zurechnung der Tatbestandsvoraussetzungen	264
(3) Verfassungskonforme Auslegung des § 245 Nr. 1 und 3 AktG	264
dd) Zusammenfassende Würdigung	265
b) Erfordernis der positiven Feststellung einer rechtswidrigen Verletzungshandlung	266
c) Haftungsbeschränkung auf Vorsatz	267
d) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich eines ersatzfähigen Schadens	267

III. § 117 Abs. 1 AktG	267
1. Anwendungsbereich des § 117 AktG im Falle der Stimmrechtsausübung ..	268
2. Effektivität des § 117 Abs. 1 AktG als Schutzmechanismus	270
a) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich der Benutzung des Einflusses auf die Gesellschaft	270
b) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich des Verleitens zum Verwaltungshandeln	271
c) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich der Rechtswidrigkeit der Einflussnahme	272
d) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich subjektiver Tatbestandsvoraussetzung	274
e) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich ersatzfähigen Schadens und Mitverschuldens	275
IV. Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung im Sinne des § 826 BGB	276
1. Anwendbarkeit des § 826 BGB auf das Verbandsinnenverhältnis	277
2. Effektivität der Folgen einer vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung als Schutzmechanismus	277
a) Stimmrechtsausübung als vorsätzliche sittenwidrige Schädigung	278
b) Wertmaßstäbe eines Durchschnittsaktionärs	278
c) Verhältnismäßigkeitsprüfung	279
V. Ordnungswidrig nach § 405 AktG	280
1. § 405 AktG als Blankettnorm	281
2. § 405 Abs. 2 AktG	281
3. § 405 Abs. 3 Nr. 1 AktG	281
4. § 405 Abs. 3 Nr. 2 AktG	283
VI. Zusammenfassung	284
§ 9 Sonstige Schutzmechanismen	286
I. Kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten (§§ 33 f. WpHG n.F.)	286
1. Mitteilungspflicht als Schutzmechanismus	288
2. Meldepflicht des Legitimationsaktionärs	289
a) Meldepflicht des Legitimationsaktionärs gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG n.F.	289
aa) Rechtslage vor Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes	290
bb) Rechtslage nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes	291
b) Ausnahme von der Meldepflicht gemäß § 34 Abs. 1 WpHG n.F.	291
aa) Zurechnung der Stimmrechte gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG n.F.	292
(1) Weisungsfreie Stimmrechtsausübung im eigenen Interesse	292
(2) Bevollmächtigung zur Stimmrechtsausübung oder Anvertrautsein der Stimmrechte	293

(a) Bevollmächtigung (§ 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 Alt. 2 WpHG n. F.)	293
(b) Anvertrautsein (§ 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 Alt. 1 WpHG n. F.)	294
bb) Zurechnung der Stimmrechte gemäß § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 WpHG n. F.	295
c) Zwischenergebnis	295
3. Effektivität der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz	296
a) Schutzgesetzcharakter der §§ 33 ff. WpHG	296
b) Starre Schwellenwerte	296
c) Bloß mittelbare Information des Kapitalmarkts über die Schaffung risikoentleerter Stimmrechte	297
d) Gefahr von Zufallsmehrheiten	297
4. Zwischenfazit	298
II. Verbot von Insiderhandel (Art. 14 lit. a) i. V. m. Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR)	299
1. Insiderhandelsverbot als Schutzmechanismus	299
a) Privatrechtliche Sanktionen	300
b) Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	302
aa) Straftatbestand	302
bb) Ordnungswidrigkeitentatbestand	303
cc) Berufsverbot	303
dd) Einziehung	304
2. Verhalten des Legitimationsaktionärs als Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot	304
a) Record Date Capture als gestreckter Geschehensablauf	305
b) Präzise und kurserhebliche Insiderinformation gemäß § 7 Abs. 1	
lit. a) MAR	305
aa) Innere Absichten und Pläne als Insiderinformation	306
bb) Absicht zur Schaffung risikoentleerter Stimmrechte	306
(1) Erhebliches Kursbeeinflussungspotential	307
(2) Probability-Magnitude-Test	310
cc) Absicht zur Herbeiführung oder Vereitelung eines Hauptversammlungsbeschlusses	311
(1) Realistische Wahrscheinlichkeit	311
(2) Realistische Wahrscheinlichkeit der Herbeiführung oder Vereitelung eines Hauptversammlungsbeschlusses	313
dd) Zusammenfassung	313
c) Erwerb oder Veräußerung unter Nutzung der Insiderinformation (Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR)	314
aa) Umsetzen einer unternehmerischen Entscheidung	315
bb) Keine teleologische Reduktion des Insiderhandelsverbots	316
cc) Verstoß gegen Insiderhandelsverbot bei Verstoß gegen kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten	316

3. Zwischenergebnis	317
III. Mitteilungspflicht von Inhabern wesentlicher Beteiligungen (§ 43 WpHG n.F.)	317
1. Mitteilungspflicht als Schutzmechanismus	317
a) Schutzgesetzcharakter des § 43 WpHG n.F.	318
b) Verstoß gegen Mitteilungspflicht als vorsätzliche sittenwidrige Schädigung	319
c) Verstoß gegen Mitteilungspflicht als Fall des Insiderhandelsverbots ...	319
d) Verstoß gegen Mitteilungspflicht als Verstoß gegen Verbot der Marktmanipulation	320
2. Zwischenergebnis	321
IV. Verbot der Marktmanipulation (Art. 15, 12 MAR)	322
1. Verbot der Marktmanipulation als Schutzmechanismus	323
a) Privatrechtliche Sanktionen	323
b) Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	325
aa) Straftatbestand	325
bb) Ordnungswidrigkeitstatbestand	326
cc) Berufsverbot	326
dd) Einziehung (§ 73 StGB)	327
2. Verhalten des Legitimationsaktionärs als Marktmanipulation im Sinne der Art. 12, 15 MAR	328
a) Beabsichtigte Einflussnahme als informationsgestützte Marktmanipulation im Sinne der Art. 12 Abs. 1 lit. c), 15 MAR	329
aa) Absicht als Information	329
bb) Verschweigen als Verbreitung von Informationen	330
cc) Bestehen einer Offenlegungspflicht bezüglich der Absicht, auf die Unternehmensführung Einfluss zu nehmen	331
(1) Mitteilungspflichten gemäß §§ 33 f. WpHG n.F.	332
(2) Mitteilungspflicht gemäß § 43 Abs. 1 WpHG n.F.	332
(a) § 43 Abs. 1 WpHG als Pflicht zur Offenlegung im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	332
(b) Vorliegen der Voraussetzungen der Mitteilungspflicht	333
(3) Zwischenergebnis	334
b) Schaffung risikoentleerter Stimmrechte mithilfe eines Record Date Capture	334
aa) Schaffung risikoentleerter Stimmrechte als informationsgestützte Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	335
(1) Kurserheblichkeit einer Information und Eignung zur Preisbeeinflussung	335
(2) Pflichtwidriges Verschweigen einer Information entgegen einer gesetzlichen Pflicht zur Offenlegung	336

(a) Mitteilungspflicht gemäß §§ 33 f. WpHG n.F.	336
(b) Mitteilungspflicht gemäß § 43 Abs. 1 WpHG n.F.	337
bb) Schaffung risikoeutleerter Stimmrechte als handelsgestützte Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR	339
(1) Geschäft, Handelsauftrag oder andere Handlung	340
(2) Geben falscher oder irreführender Signale oder Sicherung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus	341
(a) Indikator A (a) in Anhang I der MAR	341
(b) Indikator A (d) in Anhang I der MAR	342
(aa) Positionsumkehrung	342
(bb) Positionsumkehrung innerhalb eines kurzen Zeitraums	343
(c) Indikator A (c) in Anlage I der MAR	344
(aa) Der Begriff des wirtschaftlichen Eigentums	345
(bb) Änderung des wirtschaftlichen Eigentums beim Record Date Capture?	345
cc) Schaffung risikoeutleerter Stimmrechte als Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	346
(1) Vorspiegeln einer Tatsache durch Unterlassen	347
(2) Verstoß gegen Offenlegungspflichten	347
c) Zwischenergebnis	348
3. Effektivität des Schutzmechanismus	349
a) Darlegung und Beweis eines Verstoßes gegen das Verbot der Marktmanipulation gemäß Art. 12, 15 MAR	349
aa) Unklare Tatbestandsvoraussetzungen	349
bb) Umfassende Würdigung der Umstände des Einzelfalls	350
cc) Umgehungsmöglichkeiten des Legitimationsaktionärs	351
dd) Lückenhafte Mitteilungspflichten	351
(1) Mitteilungspflichten gemäß §§ 33 f. WpHG n.F.	351
(2) Mitteilungspflicht gemäß § 43 Abs. 1 WpHG n.F.	352
(a) Disponibilität über Meldeschwelle	352
(b) Hohe Schwellenwerte	353
(c) Meldefrist von 20 Handelstagen	353
(d) Inhalt der Mitteilung	354
ee) Darlegungs- und Beweiserleichterungen im Verwaltungs- und Strafverfahren	355
b) Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich haftungsbegründender Kausalität	357
c) Darlegungs- und Beweislast bezüglich des Vorliegens eines ersatzfähigen Schadens	358
aa) (Kurs-)Differenzschaden	359

(1) Haftungsausfüllende Kausalität	359
(2) Höhe des Differenzschadens	360
bb) Vertragsabschlussschaden	361
cc) Mitverschulden (§ 254 BGB)	362
d) Darlegungs- und Beweislast in Bezug auf Vorsatz	362
aa) Vorsätzlicher oder leichtfertiger Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation	363
bb) Vorsatz in Bezug auf den Schadenseintritt	364
cc) Keine Beweiserleichterung aufgrund der Entscheidung Spector Photo Group	364
4. Zwischenergebnis	364

5. Teil

Reformvorschläge de lege ferenda	368
§ 10 Reformvorschläge de lege ferenda	368
I. Steigerung der Effektivität bestehender Rückbindungsmechanismen	368
1. Erweiterung des Katalogs bußgeldbelasteter Handlungen in § 405 AktG ...	368
2. Implementierung eines allgemeingültigen Sonderkündigungsrechts	369
3. Aufklärungspflicht und Schutzpflichtverletzung	370
4. Marktmanipulationsverbot	371
5. Beteiligungstransparenz	371
II. Pflicht zur Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht zugunsten des Aktien- erwerbers im börslichen Wertpapierhandel	372
1. Wertpapierhandel unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei	372
2. Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht	373
III. Annäherung des Nachweisstichtags an den Tag der Hauptversammlung	374

6. Teil

Zusammenfassung	376
§ 11 Zusammenfassung	376
I. Vor- und Nachteile des Record-Date-Systems	376
II. Notwendigkeit eines Mechanismus zur Rückbindung des Legitimations- aktionärs an die Interessen des Totalverlustträgers	378
1. Rechtsvergleichende Umschau	378
2. Ökonomische Überlegungen	379
3. Grundsatz der Verbandssouveränität	380

III. Ineffektivität der in Betracht kommenden Rückbindungsmechanismen	381
1. Rückbindung kraft Wertpapiererwerbsgeschäfts	381
2. Rückbindung kraft Verbandsinnenverhältnisses	383
3. Sonstige Rückbindungsmechanismen	384
IV. Reformvorschläge de lege ferenda	385
Anlage I	387
Literaturverzeichnis	397
Stichwortverzeichnis	445

1. Teil

Einleitung

§ 1 Einführung in die Problematik

I. Fragestellung und Anliegen der Untersuchung

Gemäß § 123 Abs. 3 S. 1 AktG kann eine Aktiengesellschaft ein statutarisches Nachweiserfordernis zur Teilnahme an der Hauptversammlung und Stimmrechtsausübung vereinbaren. Gemäß § 123 Abs. 4 S. 2 AktG hat sich der Nachweis bei börsennotierten Aktiengesellschaften zwingend auf den Beginn des 21. Tags vor der Versammlung zu beziehen (*Record Date* oder Nachweisstichtag¹). Der Nachweis muss der Aktiengesellschaft mindestens sechs Tage vor der Hauptversammlung zugehen. Derjenige, der den Nachweis ordnungsgemäß erbracht hat, gilt nach § 123 Abs. 4 S. 5 AktG gegenüber der Aktiengesellschaft zur Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Stimmrechtsausübung als Aktionär.

Das Record-Date-System wurde mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) im Jahr 2005 in das Aktiengesetz eingefügt. Es ersetzte das bis dahin geltende Hinterlegungserfordernis, das den Gesetzesmaterialien zufolge auf einer „völlig veralteten Vorstellung effektiver Aktienstücke“² beruhte. Der Gesetzgeber beabsichtigte mit der Einführung des Nachweiserfordernisses, die aktienrechtlichen Normen an die „tatsächlichen Gegebenheiten moderner elektronischer Verfahren“³ anzupassen und die „geltende Praxis in Deutschland nachzuzeichnen“.⁴ Deutschland sollte den Ruf eines *Blocked-Share*-Landes verlieren. Auch sollte der deutsche Kapitalmarkt für ausländische Investoren attraktiver gemacht werden.⁵ Der Wegfall des Hinterlegungserfordernisses sollte schließlich eine Steigerung der Hauptversammlungspräsenz ausländischer Aktionäre bezwecken.⁶

¹ Der Begriff „Nachweisstichtag“ und der im US-amerikanischen und britischen Gesellschaftsrecht verwendete Begriff „Record Date“ werden in der folgenden Ausarbeitung synonym verwendet.

² RegE z. UMAG v. 14. 03. 2005, BT-Drucks. 15/5092, S. 1.

³ RegE z. UMAG v. 14. 03. 2005, BT-Drucks. 15/5092, S. 2.

⁴ RegE z. UMAG v. 14. 03. 2005, BT-Drucks. 15/5092, S. 13.

⁵ BMJ, NZG 2004, 948 f. So bereits RefE z. TransPuG v. 26. 11. 2001, S. 41; *Christians*, AG 1990, 47 f.

⁶ RegE z. UMAG v. 14. 3. 2005, BT-Drucks. 15/5092, S. 1.

Das Record-Date-System scheint somit auf den ersten Blick eine Erfolgsgeschichte zu sein. Der Gesetzgeber hat erstmals in der Aktienrechtsnovelle 2014 vorgeschlagen, das Record-Date-System auf börsennotierte Aktiengesellschaften mit Namensaktien auszuweiten.⁷ Zwar hat der Bundestag die Einführung des Record-Date-Systems für Namensaktien auf Empfehlung seines Rechtsausschusses kurzerhand verworfen.⁸ Die geäußerten Bedenken richteten sich nicht gegen den Nachweisstichtag für Namensaktien als solchen. Die zum Teil deutliche Kritik richtete sich vielmehr gegen das Konzept eines einheitlichen Nachweisstichtages für Inhaber- und Namensaktien.⁹ Der Umstand, dass das Vorhaben künftig auf europäischer Ebene vorangetrieben werden soll, verdeutlicht aber, dass der Gesetzgeber einen Nachweisstichtag für Namensaktien weiterhin als notwendig erachtet.¹⁰

Das Record-Date-System wird aber auch als solches kritisiert. Die Kritik bezieht sich in erster Linie auf die in § 123 Abs. 4 S. 5 AktG geregelten Rechtsfolgen. Gemäß § 123 Abs. 4 S. 5 AktG sind diejenigen, die ihre Aktien zwischen dem Nachweisstichtag und dem Tag der Hauptversammlung erwerben, nicht zur Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Stimmrechtsausübung berechtigt.¹¹ Das Record-Date-System führt somit dazu, dass der Erwerber der Aktie nach Vollzug des Geschäfts das Totalverlustrisiko zu tragen hat, der Veräußerer der Aktie aber weiterhin zur Teilnahme an der Hauptversammlung und Stimmrechtsausübung berechtigt bleibt.¹²

Das vorliegend beschriebene Problem des Auseinanderfallens von Stimmrechtslegitimation und Totalverlustrisiko ist der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Diskussion nicht fremd. In der Vergangenheit wurden vor allem Fallkonstellationen kritisch gesehen, in denen versucht wurde, das Stimmrecht ohne die

⁷ RefE z. Aktienrechtsnovelle 2014, v. 18. 3. 2015, BT-Drucks. 18/4349, S. 22 ff.

⁸ Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz zur Aktienrechtsnovelle 2014 v. 11. 11. 2015, BT-Drucks. 18/6681, S. 11.

⁹ Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz zur Aktienrechtsnovelle 2014 v. 11. 11. 2015, BT-Drucks. 18/6681, S. 11 f.; *Götze/Nartowska*, NZG 2015, 298, 302; *Müller-Eising*, GWR 2015, 50, 52; *Götze*, NZG 2016, 48, 49; *Ihrig/Wandt*, BB 2016, 6, 9.

¹⁰ Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz zur Aktienrechtsnovelle 2014 v. 11. 11. 2015, BT-Drucks. 18/6681, S. 12; vgl. auch *Ihrig/Wandt*, BB 2016, 6, 9; *Söhner*, ZIP 2016, 151, 156 f.

¹¹ OLG Frankfurt, Urt. v. 21. 7. 2009 – 5 U 139/08, NZG 2009, 1068, 1069; OLG Stuttgart, Urt. v. 15. 10. 2008 – 20 U 19/07, AG 2009, 124, 127; *Diekmann/Leuering*, NZG 2004, 249, 257; *Wilsing*, ZIP 2004, 1082, 1086; *Seibert*, WM 2005, 157 f.; *Priester*, DNotZ 2006, 403, 409; *S. Simon/Zetzsche*, NZG 2005, 369, 370 f.; *Gantenberg*, DB 2005, 207, 208; *Marsch-Barner*, in: *Marsch-Barner/Schäfer* (Hrsg.), Hdb.-börs. AG, § 32 Rdn. 37; *Pluta*, in: *Heidel* (Hrsg.), AktR, § 123 Rdn. 28; *Drinhausen*, in: *Hölters* (Hrsg.), AktG, § 123 Rdn. 13; *Noack/Zetzsche*, in: *Kölner Komm. z. AktG*, § 123 Rdn. 254.

¹² *Mülbart*, in: *FS f. Nobbe*, 2009, S. 691, 704–707; *Seibt*, ZGR 2010, 795, 798, 814 f.; siehe auch *Ziemons*, der zufolge das Abspaltungsverbot durch § 123 Abs. 3 AktG a.F. eine „gewisse Durchbrechung“ erfährt (in: *K. Schmidt/Lutter* (Hrsg.), AktG, § 12 Rdn. 7); zur Bedeutung des Stimmrechts ausf. *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 26–54.

Mitgliedschaft zu übertragen. Die Kritik an einer solch isolierten Übertragung von Stimmrechten wurde vor allem mit Verweis auf gesellschaftsrechtliche Strukturprinzipien geübt, etwa den Grundsatz der Verbandssouveränität und das Abspaltungsverbot.¹³ Ein Auseinanderfallen von Stimmrecht und Totalverlustrisiko wurde auch mit Verweis auf den gesellschaftsrechtlichen Proportionalitätsgrundsatz (*one Share, one Vote*), der vornehmlich bei der Schaffung von Höchst- und Mehrstimmrechten sowie stimmrechtslosen Vorzugsaktien diskutiert wird, kritisch gesehen.¹⁴ Das Auseinanderfallen, genauer die Inkongruenz von Totalverlustrisiko und Stimmrecht, liegt in den vorgenannten Konstellationen im Verbandsinnenverhältnis begründet.¹⁵

Seit geraumer Zeit wird das Problem ferner unter dem Schlagwort *Empty Voting* in einer Vielzahl von Zeitschriftenbeiträgen¹⁶ und Monografien¹⁷ diskutiert. *Empty Voting* bildet den Sammelbegriff für Fallgestaltungen, in denen das wirtschaftliche Risiko vom Stimmrecht „abgespalten“ wird.¹⁸ Das Stimmrecht ist mit anderen Worten seines ökonomischen Risikos „entleert“.¹⁹ Die rechtstechnischen Möglichkeiten, risikoentleerte Stimmrechte zu schaffen, sind vielfältig. Insbesondere kann dieses Ziel durch den Abschluss von Wertpapierdarlehen erreicht werden. Hierbei werden dem Darlehensnehmer Wertpapiere für eine begrenzte Zeit gegen Entgelt überlassen. Das (langfristige) Totalverlustrisiko verbleibt indes bei dem Darlehensgeber, der die Wertpapiere am Ende der Laufzeit des Darlehensvertrages zurückerhält. Wertpapierpensionsgeschäfte (*Repurchase Agreement*) sind ähnlich gelagert. Der Darlehensnehmer kann sich mithilfe eines Wertpapierdarlehens mit vergleichsweise geringem finanziellem Einsatz und ohne Kursrisiko gezielt Aktien zum Zwecke der Stimmrechtsausübung verschaffen. Risikoentleerte Stimmrechte entstehen auch, wenn ein Aktionär seine Risikoposition durch *Hedging*-Transaktionen auf einen Dritten überträgt.²⁰ Das Auseinanderfallen von Totalverlustrisiko und Stimmrecht resultiert hierbei stets aus vertraglichen Rechtsgeschäften.²¹

¹³ *Wiedemann*, Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten in Handelsgesellschaften, S. 265–314; *Teichmann*, Gestaltungsfreiheit in Gesellschaftsverträgen, S. 217–225; *C. Weber*, Außeneinfluss, S. 202–276; eine entwicklungsgeschichtliche Darstellung bei *Schubel*, Verbandssouveränität, S. 363–390.

¹⁴ *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117; *Heider*, in: MünchKomm-AktG, § 12 Rdn. 9–12.

¹⁵ *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 2; *European Corporate Governance Forum*, Paper on Proportionality, June 2007, S. 10.

¹⁶ Grundlegend *Hu/Black*, S. Cal. L. Rev. 79 (2006), 811; *dies.*, U. Pa. L. Rev. 156 (2008), 625; *Kumpfan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596; *Seibt*, ZGR 2010, 795; *Theusinger/Mörütz*, NZG 2010, 607; *Merker/Sustmann*, NZG 2010, 1170; *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35.

¹⁷ Aus dem deutschen Schrifttum *Ostler*, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse, 2008; *Mittermeier*, *Empty Voting*, 2014; *Tautges*, *Empty Voting*, 2015.

¹⁸ *Theusinger/Mörütz*, NZG 2010, 607; *Tautges*, *Empty Voting*, S. 42 f.

¹⁹ *Hu/Black*, J. Corp. Finan. 13 (2007), 343, 344, 348; *dies.*, Bus. Law. 61 (2006), 1011, 1014, 1024–1029; *dies.*, EFM 14 (2008), 663, 664; *dies.*, U. PA L. Rev. 156 (2008), 625, 629.

²⁰ Vgl. *Seibt*, ZGR 2010, 795, 799–801; *Merker/Sustmann*, NZG 2010, 1170; *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35, 38.

²¹ *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2108; *Mittermeier*, *Empty Voting*, S. 2.