

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 223

**Die Neuregelung
der Informationsübermittlung zwischen
börsennotierten Gesellschaften
und Aktionären**

**Eine Analyse der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
sowie ihrer Umsetzung unter Berücksichtigung
der Corporate-Governance-Funktion von Aktionären**

Von

Kilian L. Wentz



Duncker & Humblot · Berlin

KILIAN L. WENTZ

Die Neuregelung der Informationsübermittlung zwischen
börsennotierten Gesellschaften und Aktionären

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, Göttingen

Band 223

Die Neuregelung der Informationsübermittlung zwischen börsennotierten Gesellschaften und Aktionären

Eine Analyse der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
sowie ihrer Umsetzung unter Berücksichtigung
der Corporate-Governance-Funktion von Aktionären

Von

Kilian L. Wentz



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich 1 (Rechtswissenschaft) 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.

D30

Alle Rechte vorbehalten
© 2023 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, 97222 Rimpar
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18970-0 (Print)
ISBN 978-3-428-58970-8 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im März 2023 von der Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen. Ihr liegt ein Bearbeitungsstand aus Dezember 2022 zugrunde.

Zuvorderst gebührt mein herzlicher Dank meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Andreas Cahn, auf dessen Anregung ich mich mit diesem spannenden Thema auseinandergesetzt habe und der mir in vielfältiger Weise ein Mentor war.

Weiterer Dank gebührt Frau Prof. Dr. Katja Langenbucher für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens, den Herausgebern der Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ für die Aufnahme meiner Arbeit in diese Reihe sowie dem Institute for Law and Finance.

Zudem möchte ich mich bei Herrn Tobias Bürk bedanken. Ihm verdanke ich eine kurzweilige Lehrstuhlzeit in den Coronajahren. Zuletzt gilt mein Dank meiner Familie und meinen Freunden, die mich auf unterschiedliche Weise immer unterstützt haben.

Frankfurt, 08.05.2023

Kilian L. Wentz

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	25
I. Anlass der Untersuchung	25
II. Gang der Untersuchung	27
B. Verbesserung der Corporate Governance als Regelungsziel des europäischen Gesetzgebers	29
I. Corporate Governance als Leitmotiv für die ARRL II	29
II. Interne und externe Corporate Governance	33
1. Allgemeines	33
2. Rechtsstellung der Aktionäre und Intermediäre nach der ARRL II	34
3. Die Stellung des Aktionärs in der internen Corporate Governance	37
a) Allgemeines	37
b) Ökonomische Betrachtung der Stellung des Aktionärs in der Gesellschaft	39
aa) Der Aktionär als Inhaber residualer Ansprüche und letztendlicher Risikoträger	40
bb) Prinzipal-Agenten-Beziehung	41
cc) Stimmrecht als Vertragsanpassungsmechanismus	43
dd) Aktionariat als homogenste Stakeholder-Gruppe	45
c) Verfassungsrechtliche Einordnung der Stellung des Aktionärs in der Gesellschaft und der Bedeutung des Stimmrechts des Aktionärs	47
aa) Verfassungsrechtliche Herleitung der Stellung des Aktionärs in der Gesellschaft	47
bb) Verfassungsrechtlicher Ausgestaltungsspielraum der Stellung der Aktionäre in der börsennotierten Gesellschaft und des Aktionärsstimmrechts	48
(1) Art. 14 GG	48
(2) Art. 2 Abs. 1 GG	50
cc) Verfassungsrechtliche Zulässigkeit einer Selbstentmündigung des Aktionariats durch kollektiven Verzicht auf das Stimmrecht	50
dd) Zwischenergebnis	52
d) Berechtigung von gesetzgeberischen Anreizen für den Aktionär in seiner Rolle als interner Corporate-Governance-Akteur	52
aa) Allgemeines	52

bb) Nachteile externer Corporate-Governance-Mechanismen	53
(1) Allgemeine Nachteile externer Corporate-Governance-Mechanismen	53
(2) Insbesondere: Übergewichtung von Kurzfristinteressen	55
cc) Vorteile und Gefahren verbesserter interner Corporate-Governance-Mechanismen	56
dd) Zwischenergebnis	58
e) Rechtshistorische Perspektive: Demokratisierung der Aktiengesellschaft	58
aa) Allgemeines zum Beurteilungsmaßstab	58
bb) Entwicklung der Machtbalance in den frühen Aktiengesellschaften	59
(1) Die Entwicklung zwischen dem 17. und 19. Jahrhundert	59
(2) Die Entwicklung zu Beginn des 20. Jahrhunderts	61
(3) Das AktG von 1937	62
(4) Zwischenergebnis	62
cc) Entwicklung der Machtbalance in den modernen Aktiengesellschaften	63
(1) Das AktG von 1965 und die Entwicklung bis 1998	63
(2) Das KonTraG von 1998	64
(3) Das NaStraG und UMAG	64
(4) Die ARRL I und das ARUG	66
(5) Das VorstAG	67
(6) Die ARRL II und das ARUG II	67
(7) Zwischenergebnis	68
dd) Beurteilung der gegenwärtigen Machtbalance in Aktiengesellschaften	68
f) Die Aktivierung von Kleinaktionären und passiven Großaktionären als Gegengewicht zu an Bedeutung gewinnenden Hedge-Fonds	69
aa) Anreizlage für Klein- und diversifizierte Großaktionäre ihr Stimmrecht auszuüben	69
bb) Anreizlage für spezialisierte Hedge-Fonds ihr Stimmrecht auszuüben	71
cc) Sinn der Aktivierung von Klein- und diversifizierten Großaktionären	72
g) Zwischenergebnis	74
4. Nutzen guter Corporate Governance	74
5. Probleme des Aktionärsstimmrechts	75
a) Rationale Apathie	75
b) Trittbrettfahrerproblem	79
c) Umgekehrtes Allmendeproblem	80
d) Auswirkung indirekter Verwahrung auf die Stimmrechtsausübung	82

e)	Ansatzpunkt für die Neuregelungen der Informationskanäle	83
6.	Hohe Aktionärspartizipation als wünschenswertes Ziel der Gesetzgebung	84
a)	Verhinderung von Zufallsmehrheiten	84
b)	Das Condorcet'sche Jury Theorem – Das Potenzial hoher Aktionärs- partizipation für die Wahrscheinlichkeit das „richtige“ Abstimmungs- ergebnis zu erzielen	85
aa)	Allgemeines zum Condorcet'schen Jury Theorem und Annahmen im Zusammenhang mit Hauptversammlungsentscheidungen	85
bb)	Anwendung des Condorcet'schen Jury Theorems auf die Haupt- versammlung	87
cc)	Stimmrechtsarbitrage	89
dd)	Zulässigkeit der Stimmrechtsarbitrage <i>de lege lata</i>	92
(1)	Rechtstatsächlicher Befund	93
(2)	Spezielle Vorschriften für Fonds und Versicherungen	93
(a)	Spezielle Vorschriften für Fonds	93
(b)	Spezielle Vorschriften für Versicherungen	95
(c)	Zwischenergebnis und Bewertung	97
(3)	Kapitalmarktrechtliche Vorschriften	97
(a)	Mitteilungspflicht gem. § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG	97
(b)	Pflichtangebot gem. § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG	98
ee)	Zwischenergebnis	98
c)	Legitimation	99
7.	Zwischenergebnis	99
III.	Entwicklung der Hauptversammlungspräsenzen und Blick auf die Zusam- mensetzung des Aktionariats	100
1.	Zusammensetzung des Aktionariats	100
2.	Hauptversammlungspräsenzen	101
3.	Zwischenergebnis	102
C.	Die Verwahrung von Aktien börsennotierter Gesellschaften durch Intermediäre	103
I.	Allgemeine Unterscheidung zwischen direkten und indirekten Verwahrsys- temen	103
II.	Beschreibung der indirekten „Verwahrpyramide“	105
1.	Einschränkungen und Ergänzungen der Darstellung	105
2.	Darstellung des indirekten Verwahrsystems	106
3.	Unterscheidung indirekter Verwahrsysteme anhand der Transparenz für die Beteiligten	108
III.	Historischer Hintergrund des indirekten Verwahrsystems	110
IV.	Vor- und Nachteile indirekter Verwahrstrukturen	112
1.	Vorteile indirekter Verwahrung	112
a)	Internalisierung der Wertpapierabwicklung	112

b)	Erleichterung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften	113
aa)	Fremde Wertpapiere als Objekt einer Wertpapierleihe in den USA und England	114
bb)	Fremde Wertpapiere als Objekt einer Wertpapierleihe in Deutschland	116
(1)	Allgemeines	116
(2)	Sondervorschriften des WpHG	116
(3)	Sondervorschriften des DepotG	117
(4)	Vollrechtsübertragung	118
(5)	Zustimmung zur Verwendung von Kundenbeständen in AGB	119
(a)	Gesetzliche Voraussetzung einer individualvertraglichen Zustimmung	119
(b)	AGB-Kontrolle einer verklausulierten Zustimmung	121
(c)	Zwischenergebnis	122
(6)	Praktische Durchführung von Wertpapierleihen	122
(7)	Zwischenergebnis	122
cc)	Fremde Wertpapiere als Objekt einer Wertpapierleihe nach Europarecht	123
c)	Grenzüberschreitender Aktienhandel	123
d)	Risikominimierung durch Gewährleistung von Leistung Zug-um-Zug	124
e)	Anonymität	125
f)	Professionalisierung	125
2.	Vermeintliche Nachteile indirekter Verwahrung	125
a)	Systemisches Risiko	125
b)	Rechtsrisiko grenzüberschreitender Verwahrung	126
c)	Geldwäscherechtliche Aspekte indirekter Verwahrung	127
d)	Intermediärisrisiko	127
e)	Änderung des Inhalts der Mitgliedschaft	127
3.	Zwischenergebnis	128
V.	Auswirkung des indirekten Verwahrsystems auf die interne Corporate Governance des Emittenten	128
1.	Verlorene oder falsch ausgeübte Stimmen	129
2.	Manuelle Verarbeitung von Daten	131
3.	Depotstimmrecht	133
a)	Indirekte Verwahrung und Depotstimmrecht in den USA	133
b)	Indirekte Verwahrung und Depotstimmrecht in Deutschland	134
4.	Kommunikation mit den Stimmberechtigten in indirekten Verwahrsystemen aus Sicht der Gesellschaft	135
5.	Shadow Stocks und over-voting	137

- 6. Kosten der Kommunikation entlang der Intermediärskette als Faktor bei der Stimmrechtsausübung 139
 - a) Allgemeines 139
 - b) Genauere Bestimmung des Nutzens und der Kosten 139
 - c) Informationsübermittlungskosten im Fokus der ARRL II 140
 - aa) Verteilung der Informationsübermittlungskosten nach nationalem Recht 140
 - bb) Verteilung der Informationsübermittlungskosten nach alter und neuer Rechtslage 141
 - (1) Verordnung zur Bestimmung der ersatzfähigen Kosten 141
 - (a) Verordnungsermächtigung zur Bestimmung der ersatzfähigen Kosten und sinngemäße Anwendung der KredAufwErsVO 141
 - (b) Vor- und Nachteile einer sinngemäßen Anwendung der KredAufwErsVO 141
 - (c) Kritik an einer sinngemäßen Anwendung der KredAufwErsVO 142
 - (d) Auswirkung der sinngemäßen Anwendung der KredAufwErsVO auf die Höhe der erstattungsfähigen Kosten 142
 - (2) Einfluss des extraterritorialen Anwendungsbereichs der neuen Regeln auf die Informationsübermittlungskosten 143
 - (a) Auswirkung einer Schlechterstellung ausländischer Aktionäre in Bezug auf Informationsübermittlungskosten 143
 - (b) Informationsübermittlungskosten bei grenzüberschreitenden Intermediärsketten 143
 - (c) Reaktion der ARRL II auf Preisdiskriminierung bei grenzüberschreitenden Intermediärsketten 144
 - d) Zwischenergebnis 144
 - e) Beispiel: Erweiterung der erstattungsfähigen Kosten 145
- 7. Zwischenergebnis 147
- VI. Zukünftige Entwicklung der Verwahrstruktur – Auswirkung der DLT auf die Verwahrung von Aktien 147
 - 1. Distributed Ledger Technology als Zukunft der Wertpapierverwahrung 147
 - 2. Was ist die Blockchaintechologie? 148
 - a) Technische Grundlagen einer Blockchain 149
 - aa) Hash-Funktionen und Hash-Wert 149
 - bb) Merkle-Bäume 150
 - cc) Digitale Signatur – asymmetrische Kryptografie 151
 - b) Grundkonzepte der Blockchain 152
 - aa) Unveränderlichkeit bestätigter Eingabedaten 152

bb) Verifizierungsverfahren/Konsensmechanismen	153
(1) Proof of Work (PoW)	153
(2) Proof of Stake (PoS)	155
(3) Delegated Proof of Stake (DPoS)	155
(4) Practical Byzantine Fault Tolerance (PBFT)	155
cc) Sicherheit	155
c) Differenzierung nach der Zugangsmöglichkeit	156
d) Vorteile der Blockchain bei der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen	158
3. Die veränderte Verwahrstruktur	159
VII. Zwischenergebnis	161

D. Europarechtliche Grundlagen für die Regelung des Informationskanals zwischen den Aktionären und ihrer Gesellschaft

I. Gesetzgebungskompetenz der Europäischen Union	162
1. Allgemeines zur Kompetenzfrage	164
a) Uneinheitlicher Rekurs des Gesetzgebers auf Ermächtigungsgrundlagen	164
b) Rechtsfolge bei mangelnder oder überschrittener Kompetenzgrundlage	165
c) Zwischenergebnis	166
2. Wahrung des Prinzips der begrenzten Einzelermächtigung	166
a) Zuständigkeit der Europäischen Union für Fragen der Corporate Governance in Ansehung der Regelung der Informationskanäle in der ARRL II	167
aa) Art. 50 AEUV	168
(1) Genaue Bezeichnung der Kompetenznorm	168
(2) Tatbestandsvoraussetzungen von Art. 50 Abs. 1, Abs. 2 lit. g) AEUV	170
(a) Niederlassungsrelevanz	170
(b) „Eine bestimmte Tätigkeit“	171
(c) „Schutzbestimmungen“	172
(d) Interesse „der Gesellschafter sowie Dritter“	172
(e) „Soweit erforderlich“	173
(f) Normadressat: „Gesellschaften im Sinne des Art. 54 Abs. 2 AEUV“	173
(g) Koordinierung bestehender oder Schaffung neuer Vorschriften	175
(h) Zwischenergebnis	175
(3) Tatbestandsvoraussetzungen von Art. 50 Abs. 1, Abs. 2 lit. g) AEUV am Beispiel von Art. 3b ARRL II	176
bb) Art. 114 AEUV	178
(1) Tatbestandsvoraussetzungen im Einzelnen	178
(a) Angleichungsmaßnahmen	178

- (b) Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Binnenmarktes durch Sicherung der Grundfreiheiten und Beseitigung spürbarer Wettbewerbsverzerrungen 179
 - (c) Ausschluss für Bestimmungen über die Freizügigkeit, Abs. 2 180
 - (d) Zwischenergebnis 180
 - (2) Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 114 AEUV am Beispiel von Art. 3b ARRL II 181
 - (3) Zwischenergebnis 182
 - cc) Abgrenzung der Kompetenzvorschriften 183
 - (1) Berufung auf mehrere Ermächtigungsgrundlagen 183
 - (2) Abgrenzung der Kompetenzgrundlagen mit Blick auf Art. 3b ARRL II 185
 - (a) Erste Stufe: Spezialitäts- bzw. Subsidiaritätsverhältnis von Art. 50 Abs. 1, Abs. 2 lit. g) AEUV zu Art. 114 Abs. 1 AEUV 185
 - (aa) Darstellung des Meinungsstreits 185
 - (bb) Stellungnahme 186
 - (b) Zweite Stufe: Sachliche Nähe von Art. 3b ARRL II zu den Kompetenzvorschriften 187
 - (c) Zwischenergebnis 191
 - (3) Notwendigkeit des Rekurses auf Art. 114 AEUV aufgrund anderer Regelungen der ARRL II 191
 - b) Richtlinie als von den Kompetenztiteln umfasste Regulierungsart 193
 - c) Zwischenergebnis 193
- 3. Wahrung des Subsidiaritätsprinzips (Art. 5 Abs. 1 S. 2, Abs. 3 UAbs. 1 EUV) 193
 - a) Ausschließliche Zuständigkeit der Europäischen Union 194
 - b) Wahrung des Subsidiaritätsprinzips in Ansehung von Art. 3b ARRL II 195
- 4. Ergebnis 196

- II. Beschränkung der europäischen Gesetzgebung auf börsennotierte Aktiengesellschaften 197
- III. Lamfalussy-Verfahren im europäischen Gesellschaftsrecht 198
- 1. Allgemeines 198
- 2. Konzept des Lamfalussy-Verfahrens 199
- 3. Aufbau des Lamfalussy-Verfahrens 200
 - a) Level 1: Basisrechtsakt 200
 - b) Level 2: Durchführungsrechtsakte und delegierte Rechtsakte 200
 - aa) Zusammenhang zwischen Level 1 und Level 2 200
 - bb) Unterschied zwischen Durchführungsrechtsakten und delegierte Rechtsakten 201
 - cc) Genauere Analyse von Durchführungsrechtsakte 202

4. ARRL II und Lamfalussy-Verfahren	202
5. ARRL-DVO als Level II Rechtsakt zur ARRL II	203
6. Zwischenergebnis	204
IV. Art. 3b ARRL II und das Informationsmodell des europäischen Gesellschaftsrechts	204
V. Zusammenfassung	206
E. Analyse der europäischen Vorschriften zur Informationsübermittlung	207
I. Die Beteiligten des Übermittlungsprozesses	207
1. Push- und Pull-Übermittlungssysteme im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	207
a) Allgemeines	207
b) Gesetzliche Ausgestaltung der Informationsübermittlung im Kapitalmarktrecht am Beispiel von Art. 17 MAR	208
c) Gesetzliche Ausgestaltung der Informationsübermittlung im Gesellschaftsrecht	211
2. Aktionär als Empfänger	213
a) Allgemeines	213
b) Großbritannien	214
c) Spanien	216
d) Deutschland	217
aa) Namensaktien	218
(1) Das Aktienregister und seine Wirkung auf die Aktionärsstellung	218
(2) Maßgeblichkeit des Eigentums an der Aktienurkunde für die Aktionärsstellung	219
(3) Übertragung der Aktionärsstellung	220
(4) Korrekte Abbildung der materiellen Aktionärsstellung im Aktienregisters bei Inlandsübertragung von Aktien im Effekten giroverkehr	221
(5) Übertragung der Mitgliedschaft außerhalb des Effekten giroverkehrs ohne Abbildung in Depotkonten	221
(6) Zwischenergebnis	223
bb) Inhaberaktien	223
(1) Aktionärsstellung bei Inhaberaktien	223
(2) Übertragung der Aktionärsstellung bei Inhaberaktien	225
cc) Zwischenergebnis	226
e) Ein europäisch einheitlicher Aktionärsbegriff im Sinne der ARRL II	227
aa) Differenzierung zwischen Aktionär und ultimate investor in den Konsultationspapieren zur ARRL I und dem Winter-Report	227
bb) Der Aktionärsbegriff nach dem Kommissionsentwurfs zur ARRL I	232
cc) Der Aktionärsbegriff nach dem Konsultationsverfahren zur Harmonisierung des Wertpapierrechts	232

dd)	Der intermediärsbezogene Aktionärsbegriff	235
ee)	Eigener Ansatz	237
(1)	Notwendigkeit eines unionsautonomen Aktionärsbegriffs	237
(2)	Methodische Bedenken	238
(3)	Teleologische Argumente	240
(4)	Rechtshistorische Argumente	243
(5)	Kein Widerspruch zu Erwägungsgrund (13) der ARRL II	243
(6)	Stellungnahmen aus der Praxis	243
(7)	Verallgemeinerungsfähiger Ansatz	244
(8)	Blick auf die spanische Umsetzung	247
(9)	Zwischenergebnis	248
f)	Ein vom Aktionär benannter Dritter (Art. 3b Abs. 1 UAbs. 1 ARRL II)	248
g)	Inhaber von ADR und anderen Zweitverbriefungen	249
3.	Intermediäre	250
a)	Allgemeines	250
b)	Art. 13 ARRL I	251
c)	Intermediärsdefinition nach Art. 2 lit. d) ARRL II und Unterschied zu Art. 13 ARRL I	251
d)	Eingrenzung der Intermediäreigenschaft durch Art. 1 Abs. 5 ARRL II	252
e)	Mindestprofessionalität der vom Intermediär erbrachten Dienstleistung	253
f)	Die vom Intermediär erbrachte Dienstleistung	255
g)	Unerheblichkeit des Sitzungssitzes	257
h)	Intermediäreigenschaft und Aktionärsstellung	257
4.	Gesellschaften	258
5.	Zwischenergebnis	258
II.	Art der Übermittlung	259
1.	Bevorzugung direkter Kommunikationskanäle	259
a)	Art. 3b Abs. 3 ARRL II	259
b)	Abkürzung der Intermediärskette beim Übermittlungsprozess nach Art. 3b ARRL II	261
c)	Abkürzung der Intermediärskette bei der Aktionärsidentifikation nach Art. 3a ARRL II	262
d)	Abkürzung der Intermediärskette bei der Übermittlung der Stimmbe- stätigung nach Art. 3c ARRL II	264
2.	Zwischenergebnis	264
III.	Format der Übermittlung	265
1.	Allgemeines	265
2.	Formatvorgaben für die Kommunikation zwischen Gesellschaft und In- termediären sowie in der Intermediärskette	266

3.	Formatvorgaben für die Kommunikation zwischen letztem Intermediär und Aktionär sowie für die Direktkommunikation zwischen Gesellschaft und Aktionär	268
a)	Formatvorgaben für die Kommunikation zwischen letztem Intermediär und Aktionär	268
aa)	Allgemeines	268
bb)	Vereinbarung über das für die Kommunikation verwendete Format	269
cc)	Anforderungen an die vom letzten Intermediär zu verwendenden Instrumente und Fazilitäten	271
dd)	Unterscheidung zwischen bottom-up und top-down Informationsübermittlung	272
(1)	Bottom-up Informationsübermittlung	272
(2)	Top-down Informationsübermittlung	274
b)	Formatvorgabe für die Kommunikation zwischen Gesellschaft und Aktionär	275
IV.	Inhalt der Übermittlung	275
1.	Konkretisierungskompetenz der Europäischen Kommission bezüglich des Inhalts der Informationsübermittlung in der ARRL-DVO	276
a)	Allgemeines	276
b)	Entstehungsgeschichtliche Rückschlüsse	277
c)	Inhaltliche Konkretisierungskompetenz für Informationen im Zusammenhang mit der Aktionärsidentifizierung	279
d)	Zwischenergebnis	281
2.	Einfluss des mitgliedstaatlichen Gesellschaftsrechts auf den Informationsinhalt	281
3.	Inhalt der Information nach der ARRL-DVO	282
a)	Potenzielle Beeinflussung der Aktie	282
b)	Exemplarische Darstellung des Inhalts anhand Tabelle 8 ARRL-DVO	283
4.	Übermittlung gekürzter Informationen	285
V.	Fristen für die Informationsübermittlung	287
1.	Allgemeines	287
2.	Fristen für die bottom-up Kommunikation	288
3.	„Unverzügliche“ Informationsübermittlung	289
4.	Einzelprobleme im Zusammenhang mit der fristenkonformen Informationsübermittlung bottom-up	291
5.	Fristen für die top-down Kommunikation	293
6.	Zwischenergebnis	294
VI.	Sprache der an den Aktionär gerichteten Informationen	295
1.	Allgemeines	295
2.	Vorgaben aufgrund der Transparenz-RL	295
3.	Vorgaben aufgrund der ARRL-DVO	296
4.	Eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“	297

- 5. Besondere Aktionärsstruktur als Ausnahme zur grundsätzlichen Veröffentlichungspflicht auf Englisch 297
- VII. Technische Umsetzung durch Standardsetzung: ISO 20022 299
 - 1. Allgemeines zur angestrebten durchgehenden Datenverarbeitung 299
 - 2. Kommunikationswege ohne standardisierte Informationskanäle 302
 - 3. Syntax von ISO 20022 303
 - 4. Semantik 304
 - 5. Interoperabilität 304
 - 6. Beispiele 305
- VIII. Rechtsfolgen 308
- IX. DS-GVO und Informationsübermittlung nach der ARRL II 311
 - 1. Entstehungsgeschichte 311
 - 2. Anwendungsbereich 312
 - 3. Informationspflicht nach DS-GVO 312
 - a) Personenbezogene Daten 313
 - b) Erheben von Daten 313
 - c) Verantwortlicher 315
 - d) Datenerhebung (nicht) bei der betroffenen Person 315

F. Die deutsche Umsetzung der europäischen Regelungen zur Informationsübermittlung nach der ARRL II 317

- I. Mindestharmonisierung Art. 3 ARRL I 317
- II. Analyse der deutschen Umsetzungsvorschriften 318
 - 1. Allgemeines 318
 - 2. Beschränkung auf börsennotierte Gesellschaften 320
 - a) Keine überschießende Umsetzung 320
 - b) Definition börsennotierte Gesellschaft § 3 Abs. 2 AktG 320
 - c) Gesellschaften mit an in Drittstaaten gelegenen Märkten zugelassenen Aktien 321
 - aa) Problemstellung und Meinungsstand 321
 - bb) Historische Argumente 322
 - cc) Teleologische Argumente 323
 - dd) Folgen einer parallelen Auslegung von § 3 Abs. 2 AktG und § 2 Abs. 11 WpHG 324
 - ee) Zwischenergebnis 324
 - 3. Bestimmung der Beteiligten des Übermittlungsprozesses 326
 - a) Aktionär i. S. d. §§ 67a ff. AktG 326
 - b) Intermediär, Intermediär in der Kette und Letztintermediär 328
 - aa) Allgemeines 328
 - bb) Satzungssitz des Intermediärs und der Gesellschaft 329
 - cc) Tätigkeits- und ortsbezogene Eingrenzung des Intermediärsbegriffs 330

dd) Definition des Intermediärs in der Kette und des Letztintermediärs	331
4. Informationsübermittlung <i>bottom-up</i>	332
a) Übermittlung von Informationen über Unternehmensereignisse nach §§ 67a, 67b AktG	332
aa) Informationsübermittlung von der Gesellschaft an den ersten Intermediär sowie innerhalb der Intermediärskette – § 67a AktG	332
(1) Allgemeines	332
(2) Richtlinienkonforme Auslegung	333
(3) Erfüllung der Übermittlungspflicht	334
(4) Form und Sprache der Informationsübermittlung	335
(5) Übermittlung gekürzter Informationen	336
(6) Frist für die Informationsübermittlung	337
(7) Vorrang des direkten Informationskanals	337
(8) Dispens von der Weiterleitungspflicht	338
bb) Übermittlung von Informationen über Unternehmensereignisse durch den Letztintermediär nach § 67b AktG	338
(1) Abbedingung der Informationsübermittlungspflicht durch AGB und einseitigen Verzicht	338
(2) Form der Informationsübermittlung	339
(3) Frist der Informationsübermittlung	340
(4) Einschaltung Dritter, Inhaltsreduktionsrecht	341
b) Übermittlung des Anteilsbesitznachweises durch den Letztintermediär nach § 67c Abs. 3 I. Alt AktG	341
c) Übermittlung der Stimmzugangsbestätigung nach § 118 Abs. 1 S. 3 bis S. 5 AktG (ggf. i. V. m. § 118a Abs. 1 S. 4 AktG)	342
d) Übermittlung der Stimmzählungsbestätigung nach § 129 Abs. 5 AktG	343
e) Übermittlung des Identifikationsantrags der Gesellschaft nach § 67d Abs. 3 AktG	344
5. Informationsübermittlung <i>top-down</i>	346
a) Übermittlung von Informationen über die Rechteaübung des Aktionärs an die Gesellschaft nach § 67c Abs. 1 und Abs. 2 AktG	346
aa) Allgemeines	346
bb) Vorrang direkter Informationsübermittlung an die Gesellschaft oder Wahlrecht des Intermediärs bezüglich des Übermittlungswegs	346
c) Inhalt der Informationsübermittlung	348
(1) Allgemeines	348
(2) Übermittlung einer Stimmrechtsvollmacht über die neuen Informationskanäle	348
(a) Wahrung der von § 134 Abs. 3 S. 3 AktG geforderten Textform	348
(b) Rückschluss auf den Bevollmächtigungswillen	349
(aa) Rückschluss auf eine Außenvollmacht	350

(bb) Rückschluss auf eine Innenvollmacht	351
(cc) Zurechnung unter Rechtscheinsgesichtspunkten	352
dd) Format der Informationsübermittlung zwischen Letztintermediär und Aktionär top-down	352
ee) Übermittlung von Weisungen des Aktionärs an den im Aktienre- gister Eingetragenen § 67c Abs. 1 S. 3 AktG	352
ff) Anweisungen des Aktionärs zur Informationsübermittlung	353
gg) Inhalt und Frist der Informationsübermittlung zwischen Letztinter- mediär und Aktionär top-down	354
b) Übermittlung des Anteilsbesitznachweises gem. § 67c Abs. 3 AktG ..	354
c) Übermittlung der Aktionärsinformationen gem. § 67d Abs. 4 AktG ...	355
aa) Allgemeines	355
bb) Prinzip des Vorrangs direkter Informationskanäle bei der Über- mittlung der Aktionärsinformationen	355
6. Kosten der Informationsübermittlung § 67f AktG	355
a) Allgemeines	355
b) Kosten durch Übermittlung der Stimmbestätigung nach § 129 Abs. 5 AktG	356
c) Keine Umsetzung des Entgelterhebungsverbots aus Art. 3d Abs. 3 ARRL II	357
d) Notwendigkeit der Aufwendungen	357
e) Kostenerstattung für die Kommunikation des Letztintermediärs mit dem Aktionär	358
f) Kostenerstattung bei Ausgabe von Namensaktien	359
g) Diskriminierungsfreie Entgeltgestaltung	360
h) Offenlegungspflichten	360
i) Verordnungsermächtigung und sinngemäße Anwendung der KredAufwErsVO	361
7. Rechtsfolgen	361
a) Allgemeines	361
b) Verbandsrechtliche Sanktionen	362
aa) Anfechtung bei einem Verstoß gegen die Übermittlungspflichten aus § 67a AktG und § 67b AktG	362
bb) Anfechtung bei einem Verstoß gegen die in § 67c AktG genannten Übermittlungspflichten	363
(1) Verstoß gegen Weiterleitungspflicht der Stimmrechtsweisung gem. § 67c Abs. 1 S. 3 AktG	363
(2) Verstoß gegen die Pflicht zur Übermittlung von Informationen über die Ausübung von Aktionärsrechten gem. § 67c Abs. 1 S. 1, S. 2 AktG	363

cc) Anfechtung bei einem Verstoß gegen die Übermittlungspflichten aus § 118 Abs. 1 S. 3 bis S. 5 AktG (ggf. i. V. m. § 118a Abs. 1 S. 4 AktG) (Stimmzugangsbestätigung) und § 129 Abs. 5 AktG (Stimmzählbestätigung)	364
dd) Verbandsrechtliche Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen § 67d AktG	365
ee) Zwischenergebnis	365
c) Maßnahmen des Ordnungswidrigkeitenrechts	365
aa) Geldbußen bei Pflichtverletzungen von Intermediären in der Kette	366
bb) Geldbußen bei Pflichtverletzungen von Letztintermediären	368
cc) Geldbußen bei Pflichtverletzungen von Gesellschaften	369
dd) Bemessung der Geldbuße	370
d) Maßnahmen des öffentlichen Aufsichtsrechts	370
e) Zusammenarbeit der BaFin mit dem Bundesamt der Justiz	372
f) Schadensersatz	374
aa) Schadensersatzanspruch der Aktionäre gegen die Gesellschaft	374
(1) Allgemeines	374
(2) Schadensersatzanspruch gem. § 280 Abs. 1 BGB i. V. m. § 67a Abs. 1 S. 1 AktG wegen Verletzung der Mitgliedschaft	374
(3) Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 67a Abs. 1 S. 1 AktG wegen Verletzung eines Schutzgesetzes	375
(a) Allgemeines	375
(b) Schutz des <i>ultimate accountholder</i> als Normzweck	376
(c) Kein Ausschluss der Schutzgesetzzeigenschaft wegen Bußgeldsanktion	376
(d) Keine Vergleichbarkeit mit fehlendem Schutzgesetzcharakter von Art. 17 MAR	376
(e) Modifikation der nationalen Schutzgesetzzeigenschaft durch europarechtliche Erwägungen	377
(f) § 67a Abs. 1 S. 1 AktG als Schutzgesetz	377
(g) Zwischenergebnis	381
(4) Schadensersatzanspruch wegen Verletzung von § 67c AktG sowie § 118 Abs. 1 S. 3, S. 4 AktG und § 125 Abs. 5 S. 1 AktG	381
bb) Schadensersatzanspruch der Aktionäre gegen Intermediäre	381
(1) Schadensersatzanspruch der Aktionäre gegen Intermediäre in der Kette	381
(a) Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 67a Abs. 3 AktG wegen Verletzung eines Schutzgesetzes	381
(b) Schadensersatzanspruch wegen Verletzung der Pflicht aus § 67c AktG	382

- (c) Schadensersatzanspruch wegen Verletzung der Übermittlungspflicht aus § 118 Abs. 1 S. 5 i. V. m. § 67a Abs. 3 AktG sowie aus § 129 Abs. 5 S. 4 i. V. m. § 67 Abs. 3 AktG 383
- (2) Schadensersatzanspruch der Aktionäre gegen Letztintermediäre 383
 - (a) Schadensersatzanspruch gem. § 280 Abs. 1 BGB i. V. m. dem Depotvertrag 383
 - (b) Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 67b AktG wegen Verletzung eines Schutzgesetzes 385
 - (c) Zwischenergebnis 386

G. Zusammenfassung und Bewertung der Vorschriften zur Informationsübermittlung 387

Literaturverzeichnis 393

Sachwortverzeichnis 428

A. Einleitung

I. Anlass der Untersuchung

„Kontrolle durch starke und aktive Beteiligung der Aktionäre auf Hauptversammlungen ist wesentlich für eine wirksame Corporate Governance. Diese effektive Kontrolle ist wegen einer geringen Beteiligung an Hauptversammlungen gefährdet. Einer der Hauptgründe [...] [für geringe Beteiligungsquoten] ist [...] die Tatsache, dass immer mehr Beteiligungen von ausländischen Anlegern gehalten werden, die mehrere Hemmnisse überwinden müssen, um an einer Hauptversammlung teilzunehmen. Zunächst halten Aktionäre ihre Wertpapiere in der Regel durch eine Kette von Intermediären in verschiedenen Ländern. Deshalb ist es schwierig und kostspielig, rechtzeitig Zugang zu Informationen zu erhalten [...]“¹ Dies stellte der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des europäischen Parlaments bereits im Rahmen der Beratungen zur ersten Aktionärsrechterichtlinie 2007 (im Folgenden ARRL I)² fest. Die angesprochenen Probleme bestanden in der Folgezeit fort und veranlassten den europäischen Gesetzgeber 2017, mit der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (im Folgenden ARRL II)³ gegenzusteuern.

Die Feststellung des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, dass der Aktionär seine Verwaltungsrechte und damit wesentliche Teile seiner Überwachungsfunktion über die Hauptversammlung ausübt, ist ebenso ein Allgemeinplatz wie die Tatsache, dass eine funktionierende Wahrnehmung der dem Aktionär zugeordneten Rolle nur dann gewährleistet werden kann, wenn ihm die für die Ausübung seiner Verwaltungsrechte notwendigen Informationen zugehen. Ein Grund für den schlechten Informationsfluss zwischen Gesellschaften und ihren Aktionären ist die Verwahrung von Aktien börsennotierter Gesellschaften durch Intermediäre. Die Informationen, die notwendig sind, damit der Aktionär die mit der Aktie verbundenen Rechte ausüben kann, müssen in vielen Fällen durch das komplexe Verwahrsystem für

¹ Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung für den Rechtsausschuss zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Ausübung der Stimmrechte durch Aktionäre von Gesellschaften, die ihren eingetragenen Sitz in einem Mitgliedstaat haben und deren Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG (KOM(2005)0685 – C6–0003/2006–2005/0265(COD)), A6–0024/2007, S. 37.

² Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften.

³ Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.

börsennotierte Aktien übermittelt werden, was gerade bei grenzüberschreitenden Beteiligungen zu Problemen führt.⁴

Den in die Kommunikation zwischengeschalteten Intermediären kommt im Rahmen des Wertpapierhandels eine entscheidende Rolle zu. Sie vereinfachen und professionalisieren ihn und ermöglichen dadurch immer mehr Investoren den Zugang zum Kapitalmarkt. Damit sichern sie das gesamtgesellschaftliche Interesse an einer funktionierenden (Eigenkapital-)Finanzierung von börsennotierten Gesellschaften. Ein hoher Wettbewerbsdruck im Bereich des Wertpapierhandels und dessen zunehmende Digitalisierung ließen die Kosten für Wertpapiertransaktionen in den vergangenen Jahren kontinuierlich sinken. Zahlreiche Intermediäre bieten mittlerweile kostenlose Aktienorder an (sog. „zero-commission-broker“). Der erleichterte Verkauf von Aktien hat jedoch das Problem verschärft, dass es für Aktionäre günstiger sein kann, ihre Aktien bei Unzufriedenheit mit der Unternehmensführung zu verkaufen („exit“), als ihre Aktionärsrechte auszuüben, um auf das Leitungsorgan einzuwirken („voice“).⁵ Zudem hat sich der (europäische) Gesetzgeber in den vergangenen Jahren auf die Gewährleistung einer reibungslos funktionierenden dinglichen Wertpapierabwicklung konzentriert. Hierfür hat er zahlreiche Gesetzgebungsakte erlassen.⁶ Bemühungen um eine Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten wurden darüber allerdings vernachlässigt.

Weil Intermediäre in die Wertpapierverwahrung eingebunden sind, ist das ursprünglich als dichotom konzipierte gesellschaftsrechtliche Verhältnis zwischen Gesellschaft und Aktionär aufgebrochen. Einen direkten Kommunikationskanal zwischen Gesellschaft und Aktionär gibt es in vielen Fällen nicht mehr. Häufig kennt die Gesellschaft nicht einmal die Identität des Aktionärs. Intermediäre spielen mittlerweile im Verhältnis von Gesellschaft und Aktionär eine wichtige Rolle. Regelmäßig übermitteln sie alle gesellschaftsrechtlich relevanten Informationen vom Aktionär an die Gesellschaft und in die andere Richtung von der Gesellschaft an den Aktionär.

Da das Gesellschaftsrecht die Informationsübermittlung hauptsächlich nationalstaatlich regelte, verwundert es nicht, dass der Informationsfluss in grenzüberschreitenden Sachverhalten besonders häufig ins Stocken geriet. Unterschiedliche

⁴ Vgl. bereits in der Begründung des Kommissionsvorschlags für die erste Aktionärsrechterichtlinie S. 2 („Heute halten Anleger ihre Aktien üblicherweise mittels Konten bei Wertpapierunternehmen (Intermediären), die ihrerseits über Konten bei anderen Wertpapierunternehmen und Zentralverwahrern in anderen Ländern verfügen. Die Rechte der Aktionäre in den Mitgliedstaaten beruhen auf Rechtskonstruktionen, die dieser modernen Art des indirekten Aktienbesitzes nicht immer ganz gerecht werden. Grenzübergreifende Ketten von Intermediären erschweren daher nicht nur die Kommunikation zwischen Emittenten und Aktionären, sondern auch die Ausübung der Stimmrechte.“, KOM(2005) 685 endgültig).

⁵ Zu dem Problem, dass der Kapitalmarkt den „exit“ gegenüber der „voice“ bevorzugt Commission Staff Working Document, SWD (2014) 127 final, S. 18.

⁶ Vgl. *Donald*, Der Einfluss der Wertpapierabwicklung auf die Ausübung von Aktionärsrechten, S. 10.

nationalstaatliche Regelungen darüber, wer welche Informationen in welchem Format zu welchem Zeitpunkt an wen übermitteln muss, führten dazu, dass die Übermittlung von Informationen im grenzüberschreitenden Kontext ein kaum automatisierter Prozess war. Dabei birgt ein manueller Übermittlungsprozess die Gefahr, dass die Informationen inhaltlich verfälscht oder gar nicht erst bzw. verspätet übermittelt werden. Bei solchen Übermittlungsfehlern können Aktionäre die ihnen zugeordnete Rolle nicht wahrnehmen.

Mit der ARRL II möchte der europäische Gesetzgeber den Aktionär dazu bewegen, seine Aktionärsrechte auszuüben, um die Corporate Governance in börsennotierten Gesellschaften zu verbessern. Dies soll unter anderem dadurch gelingen, dass die Kommunikation zwischen Gesellschaft und ihren Aktionären über dazwischenstehende Intermediäre verbessert wird.

II. Gang der Untersuchung

Obwohl die ARRL II eine Änderungsrichtlinie zur ARRL I ist, wird in dieser Arbeit zwischen ARRL I und der ARRL II begrifflich unterschieden, denn es gibt keine konsolidierte Fassung der für die Auslegung der Richtlinienvorschriften besonders wichtigen Erwägungsgründe von ARRL I und ARRL II.⁷

Kapitel B geht auf die Stellung des Aktionärs im Corporate-Governance-Gefüge einer Aktiengesellschaft ein. Weil der europäische Gesetzgeber in der ARRL II häufig die wichtige Stellung des Aktionärs in der Corporate Governance hervorhebt, wird die Rolle des Aktionärs eingehend erörtert, um anschließend den Ansatzpunkt der neuen Vorschriften betreffend die Informationsübermittlung herauszuarbeiten.

Kapitel C untersucht die Verwahrstruktur börsennotierter Aktien. Diese wird vom Gesetzgeber für die mit der Informationsübermittlung zusammenhängenden Probleme verantwortlich gemacht. Die mit der Verwahrstruktur verbundenen Vorteile sollen gegen die aus ihr resultierenden Nachteile für die Corporate Governance abgewogen werden, um zu hinterfragen, ob es überzeugt, dass der Gesetzgeber am Aktienrecht angesetzt hat, um negative Auswirkungen der komplizierten Verwahrstruktur zu beheben, anstatt das Verwahrsystem selbst umzugestalten. Abgerundet wird das Kapitel mit einem Blick darauf, welche Auswirkungen technische Neuerungen auf die Art und Weise der Wertpapierverwahrung haben werden.

In den Kapiteln D–F werden die neuen Vorschriften betreffend die gesellschaftsrechtliche Informationsübermittlung untersucht. Dabei wird zunächst die Frage gestellt, ob sich der europäische Gesetzgeber in Bezug auf die Informationsübermittlungsvorschriften innerhalb seiner Gesetzgebungskompetenz bewegt, um anschließend zunächst die europäischen Regelungen und dann die darauf basierenden nationalen Umsetzungsvorschriften zu beleuchten. Dabei sollen sowohl

⁷ Vgl. *Veil*, ZGR 2014, 544, 580.