

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2000-06

April 2000

*Die Harmonisierung des
Gesellschaftsrecht im
Zeitalter von Internet*

Eddy WYMEERSCH

The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.

For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:

<http://www.law.rug.ac.be/fli>

Die Harmonisierung des Gesellschaftsrecht im Zeitalter von Internet

Eddy WYMEERSCH

Abstract

With the new millennium, the harmonization of company law in Europe enters into a new era. The harmonization efforts launched in the precedent decades have been brought to an end. An impressive body of legislation has been created, laying the foundations for European-wide developments of company law. More importantly, the harmonization thus far achieved has demonstrated that company law is an area of regulation where common notions and techniques may be developed. In this paper, we give some considerations about the future developments in European company law. Should new initiatives for harmonization be made, or is it sufficient to modernize the existent framework, as has recently been done in the framework of the SLIM-project. One should take account of the changing environment in which companies operate: globalization and technological developments are likely to substantially modify different aspects of corporate life.

To be published in:

FESTSCHRIFT FÜR PROF. MARKUS LUTTER

Comments to the Author:

Eddy.Wymeersch@rug.ac.be

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2000

Die Harmonisierung des Gesellschaftsrecht im Zeitalter von Internet

Eddy Wymeersch
Financial Law Institute Universität Gent

Allgemeines

Die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts in Europa tritt mit dem neuem Jahrhundert in ein neues Zeitalter von Suchen und Neuorientierung ein. Die Harmonisierungstätigkeiten die in den vergangenen Jahrzehnten angefangen wurden, wurden zu einem guten Abschluß gebracht: dabei wurde ein eindrucksvoller Regelungswork zustande gebracht, daß eine feste Grundlage für die Entwicklungen innerhalb Europa verschafft hat. Auch, und psychologisch mindestens genau so wichtig, wurde das Bewußtsein geschaffen, daß auch im Gesellschaftsrecht eine gemeinsame Grundlage für Begriffe, Techniken und Denkart entwickelt wurde. Stützend auf diesem gemeinschaftlichem Sockel kann jetzt gedacht werden über den weiteren Ausbau des Apparats.

Dabei können unterschiedlichen Wegen gefolgt werden. Ein erster Weg, den die Kommission bereits beschreitet und der für weitere Verfolgung in Betracht kommt, besteht daraus die bestehenden Richtlinien auf ihren Aktualitätsgehalt zu untersuchen und wenn möglich zu vereinfachen. In diesem Zusammenhang kann an die SLIM-Tätigkeiten erinnert werden, die einige Bestimmungen der ersten und zweiten Richtlinie identifiziert haben, die für Vereinfachung in Betracht kommen¹. Man soll aber keine Illusionen hegen: jede Änderung einer bestehenden Richtlinie ist eine gewaltige Aufgabe, nicht nur weil das Einvernehmen der 15 Mitgliedstaaten- oder einer qualifizierten Mehrheit unter ihnen² bekommen werden muß, aber auch weil bestimmte Regeln in die nationalen Rechtsordnungen eingeführt wurden die mittlerweile als nützlich und verantwortl betrachtet werden, obwohl sie am Anfang eigenartig schienen³. Auf anderen Gebieten wird Übereinstimmung wohl durch externe Umstände aufgedrängt werden, so im Bereich der Jahresabschlüsse, der Gegenstand von einer internationalen, nicht nur europäischen Übereinstimmung sein sollte⁴.

Ein zweiter Weg ist der der fortgesetzten Harmonisierung in neuen Gebieten. Hier können zweifelsohne Teilbereiche betreten werden die für weitere Arbeiten in Betracht

¹ Siehe dazu die Vorschläge des SLIM-Arbeitsgruppes an die EU-Kommission, Oktober 1999, verfügbar über www.law.rug.ac.be/fli/WP/SLIM.pdf. Über die SLIM ("simpler legislation for the internal market")-Tätigkeiten im Gesellschaftsrecht, siehe C. De Vos, "L'exercice SLIM de la Commission Européenne: vers un droit européen des sociétés simplifié", erscheint demnächst in *Rivista delle società*, 2000.

² Siehe Art. 44 Amsterdamer Übereinkommen.

³ Ein Beispiel von einer derartigen "Einpflanzung" sind die Bestimmungen von Art. 23 2. Richtlinie (Vgl. § 71a AktG), ursprünglich auf Drängen des Vereinigten Königreichs eingefügt, das jetzt vorschlägt diese Bestimmung abzuschaffen, mindestens ihre Wirkung erheblich zu beschränken. Siehe dazu Wymeersch, *Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company*, in FS Drobnig, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998, 725; Vgl. der Standpunkt in *Company Law Reform, Modern Company Law, The Strategic Framework*, § 5.4.2 (Feb. 1999).

⁴ Siehe dazu u.a. Horn, Stern und Baur (Ed), *40 Jahre Römische Verträge- Von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft zur Europäischen Union*, de Gruyter 1998, vor allem der Beitrag von Biener, *Internationale Perspektiven der Unternehmenspublizität*, S.205 ff.

kommen. Zu denken ist dabei an den Minderheitenschutz, wo weniger als inhaltliche Normen, eher verfahrensmäßige Techniken nützlich eingeführt werden können. Eine ähnliche Vorgehensweise käme in Betracht für Bereiche die sich bis auf Heute, mangels Konsens über die wesentlichen Ausgangspunkte, als ungeeignet für weitere Harmonisierung ergeben haben. Zu denken ist an den ganzen Bereich der internen Gleichgewichte in der Gesellschaft, wie die Mitbestimmungsrechte, inklusive der Mitentscheidungsrechte der Aktionäre, oder die Regeln über corporate governance im breitesten Sinne, die offensichtlich nicht für weitere Harmonisierung durch staatlichen Akt in Betracht kommen. Eine andere Vorgehensweise ist hier wohl notwendig, gekennzeichnet durch stärkere Informationserschließung oder *disclosure*, und das Anordnen von bestimmten minimalen Verfahrensregeln. In diesen Bereichen könnte man auch mehr mit Soft Law arbeiten⁵. Angesichts corporate governance-Angelegenheiten, wurde in den meisten Mitgliedstaaten die letztere Vorgehensweise bevorzugt, um die Flexibilität zu behalten und den Gesellschaften die Möglichkeit zu bieten selbst neue, verfeinerte oder besser angepaßte Regeln zu entwickeln⁶.

Die Frage soll gestellt werden, ob nur Harmonisierung durch staatlichen Akt einen weiteren nützlichen Beitrag leisten kann zur faktischen Harmonisierung des Gesellschaftsgeschehen. Denn es kommt nicht nur darauf an, daß Rechtsregeln vergleichbar sind, doch vor allem ob die Gesellschaften in der Praxis mehr oder wenig vergleichbaren Regeln einhalten. Wenn die behördliche Harmonisierung vor allem nützlich ist für die Basisregeln, die für alle Gesellschaften gelten, große wie kleine, so verdient die faktische Harmonisierung von Vorschriften mehr Aufmerksamkeit für Gesellschaften deren Wertpapiere auf den Märkten gehandelt werden. Die Vergleichbarkeit der angewandten Regeln, z.B. über Jahresabschluß und finanzielle Information ist wesentlich um die Vergleichbarkeit der Preisbildung ihrer Aktien zu ermöglichen. Es gibt aber mehr: börsennotierte Gesellschaften sollen dieselben Instrumente zur Verfügung haben auf den Gebieten von etwa interner Organisation oder Finanzierung ihrer Aktivitäten., so dass diese Faktoren den gegenseitigen Wettbewerb nicht verzerren können, und der Wettbewerb sich deutlicher im Bereich des Managements oder der Produktmärkte abspielen kann. Unter Einfluß der Globalisierung der Märkten entsteht auf dieser Weise starken Druck auf die spezifischen Merkmale international tätiger Gesellschaften. Institutionen- wie die Mitbestimmung, aber auch Abwehrmöglichkeiten gegen Übernahmen- die als wesentlich betrachtet wurden, kommen unter Druck, und werden freiwillig aufgegeben oder sind Anlaß zu juristischen Spitzfindigkeiten die es der Gesellschaft ermöglichen zu ihren internationalen Wettbewerbern Schritt zu halten. Der Einfluß der Gesetzgeber, und folglich der harmonisierenden Regelgeber nimmt dadurch erheblich ab.

Mittlerweile kommen neue Entwicklungen auf uns zu die das Harmonisierungsbestreben gleichermaßen durchqueren werden. Gemeint ist der Einfluß neuer Kommunikationstechnologien, die wichtige Aspekte des Gesellschaftslebens beeinflussen werden. Bei der Harmonisierung wird man diesem neuen Faktor nicht nur Rechnung tragen müssen, sondern man soll sich anstrengen diese Chancen zu greifen als Träger einer weiteren Integration des Gesellschaftswesens, und folglich vom Binnenmarkt. Eine pro-aktive Einstellung gegenüber den vorhersehbaren Folgen dieser Entwicklung kann die Harmonisierung neue Impulse geben, und faszinierende neue Perspektive öffnen.

Es ist Ziel dieses Beitrags zum Festschrift für Marcus Lutter einige Denklinien zu skizzieren über die Frage zu welchen möglichen Entwicklungen die Verwendung von neuen Kommunikationstechnologien im Gesellschaftsleben führen könnte. Notwendigerweise wird

⁵ So neulich Lutter, Das europäische Unternehmensrecht im 21. Jahrhundert, ZGR 2000, 1.

⁶ Einen Überblick der damals geltenden Verhaltensgrundsätze findet man in Hopt und Wymeersch (ed) Comparative Corporate Governance, 1997, de Gruyter; Für die aktuellere Information auf diesem Gebiet kann verwiesen werden auf: European Corporate Governance Network, www/ecgn.ulb.ac.be

dabei die heutige Gesetzgebung, die auf vielen Punkten der Anpassung bedarf, verlassen. Dieser Blick in die weitere Zukunft ist auch gemeint als Ehrung der nicht nachlassenden grundlegenden Anstrengungen die Marcus Lutter geleistet hat um durch ein integriertes Gesellschaftsrecht zu kommen zu besseren wirtschaftlichen Verhältnissen im Hinblick auf mehr Zusammenhang und Wohlstand innerhalb eines Vereinten Europas.

Doch auch schon kurzfristig werden die nachfolgenden Überlegungen Bedeutung erlangen. Die Europäische Kommission beabsichtigt im Jahr zweitausend ein Aktionsprogramm vorzustellen. Bei der Entwicklung dieses Programms wäre es sinnvoll den neuen Perspektiven Aufmerksamkeit zu schenken die die verallgemeinerte Verwendung von heutigen Kommunikationstechnike bieten könnte.

1. Die Gesellschaftspublizität-und information

Es liegt auf der Hand, dass die Angelegenheit der Gesellschaftsinformation am besten geeignet ist um neue Erkenntnisse über die Verwendung von Informations- und Kommunikationstechnike zu entwickeln. Mehrere Schemen wurden in diesem Bereich bereits entfaltet⁷. Im europäischen Kontext lässt dieser Ansatz zu, zusätzliche Perspektive zu öffnen für den grenzüberschreitenden Zugang zu Gesellschaftspublizität⁸. Auch die Kommunikationsbeschränkungen die sich aus unterschiedlichem Sprachgebrauch ergeben, könnten auf dieser Weise gelöst werden.

Heutzutage wird die gesellschaftsrechtliche Pflichtpublizität über unterschiedliche Kanäle verbreitet. Die Basisinformation findet man im Handelsregister für Gesellschaften⁹. In Ausführung der ersten Richtlinie sollen wichtige Daten, darunter vor allem die Jahresabschlüsse, sowohl die einfachen¹⁰ als die konsolidierten¹¹, dort konsultierbar sein. In manchen Staaten wird die Konsultation auch an anderen Stellen organisiert¹² obwohl in einigen Staaten zentrale Datenbanken organisiert wurden. Die Verbindung von den bestehenden "Handelsregistern" wird erwogen im Rahmen eines von der europäischen Kommission unterstützten Projekts, das als European Business Register bekannt ist. Die Angaben die jetzt bereits verfügbar sind können beitragen zu einer grösseren Transparenz im Unternehmenswesen.

Vor allem börsennotierten Gesellschaften könnten ein integriertes Informations- und Kommunikationssystem nützlich verwenden im Hinblick auf eine effizientere, schnellere und besser zugängliche Verbreitung der finanziellen Information die sie, kraft Gesetzes, verbreiten sollen.

⁷ Noack, U. "The application of the modern method of communication in Company Law", in: Acts of the Conference on Company Law and the SingleMarket, 15 en 16 december 1997, Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg, 1998, 97-109, und Noack, Moderne Kommunikationsformen vor den Toren des Unternehmensrechts, ZGR 1999, 592; E. Boros, The on-line corporation: electronic corporate communications, University of Melbourne, CCLSR discussion paper, Dezember 1999. Siehe auch die vorbereitende Tätigkeiten des Company law review Steering Group, Modern company law, the strategic framework, § 5.7, Februar 1999.

⁸ Siehe SLIM-Vorschläge (Fn. 1), insbesondere die Vorschläge 1 bis 3.

⁹ Vorschläge um das heutige System von Gesellschaftsinformation zu verbessern finden sich im Bericht der SLIM-Arbeitsgruppe (Fn. 1).

¹⁰ siehe art. 2 (1) (f), 1. Richtlinie

¹¹ Art. 38, 7. Richtlinie über den konsolidierten Jahresabschluss.

¹² So sind die Jahresabschlüsse von allen belgischen Gesellschaften auf CD-Rom verfügbar. Dieser ist auf den Gerichtskanzleien aller kaufmännischen Gerichtsbarkeiten anwesend und wird auch zur Verfügung von Dritten gestellt.

In den meisten Staaten werden die Emissions- und Börsenzulassungsprospekte als Broschüre zur Verfügung gestellt, in anderen in Pflichtblätter veröffentlicht. Während die erstgenannte Form die tatsächliche Verbreitung nicht ausreichend gewährleistet, stellt die zweite eine mittelbare Besteuerung von Information dar. Viele Gesellschaften haben deswegen beschlossen, ihre Prospekte unmittelbar zugänglich zu machen durch Aufnahme auf ihren Websites¹³. So wird auch das Übel der verspäteten Verbreitung aufgefangen. Noch empfindlicher ist die Angelegenheit der zwischenzeitlichen und semestriellen Publizität, die den Marktteilnehmer zu langsam erreicht, und vor allem der ad hoc Publizität. Hier kommen sehr schwierige Fragen auf über zeitgemäße und vor allem gleichzeitige Verbreitung. Diese Probleme können einfach und effizient gelöst werden in elektronischen Systeme, z.B. indem man es allen Interessenten ermöglicht eine Nachricht zu empfangen sobald eine zusätzliche Angabe auf der Liste der Ad hoc Daten bekanntgemacht wird.

Vor allem die großen internationalen Gruppen verfügen bereits heute über eine Website auf der sie sowohl juristische, finanzielle als kommerzielle Information veröffentlichen. Jahresberichte, inklusive Jahresabschlüsse und konsolidierte Rechnungen, aber auch zwischenzeitliche Information können auf der Website von vielen Gesellschaften bereits gefunden werden. Aber auch historische und finanzielle Daten, darunter die historische Entwicklung der Börsenkurse und einschlägigen Umsätze, und die finanziellen Kerndaten werden auf dieser Weise bekanntgegeben. Einzelheiten über die Produktionseinheiten, über den Stand bei der Ausführung von grossen Arbeiten oder Projekten, die Entwicklungen in Teilmärkten für bestimmte Produkte werden zusammengebracht und zur Verfügung gestellt. Der sachverständige Anleger oder Finanzanalyst findet hier einen Schatz an Daten, die er dann- selbstverständlich nach eigenen Erkenntnissen und unter eigener Verantwortung- verarbeiten muß.

Allerdings hat diese Verbreitungsweise kein gesetzliches Statut, und befreit sie die Unternehmen nicht der Verpflichtung andere, weniger effiziente Offenlegungskanäle zu verwenden. Es fragt sich ob die Gesetzgeber keine deutliche Wahl zugunsten der modernen auf die Zukunft gerichtete Informationstechniken machen sollen, oder mindestens den Gesellschaften die Möglichkeit bieten ausschließlich diese Form zu wählen. Dass sich dabei bestimmte Fragen melden werden, liegt auf der Hand; diese Fragen sind nicht tiefgreifender als beim heutigen Informationssystem, das im Regelfall dem Erfordernis der Zugänglichkeit eigentlich nicht gerecht wird. Vor allem auf den Finanzmärkten führt diese Ineffizienz zu Dysfunktionen: Gesellschaften mit einer nicht ausreichenden Informationspolitik sehen ihre Aktienkurse sinken gegenüber die der Wettbewerber, empfinden Schwierigkeiten bei der Anteilsfinanzierung und werden schließlich übernahmereif.

Bereits heute veröffentlichen viele Gesellschaften freiwillig zusätzliche Information, oder versetzen sie die Interessenten in der Lage diese Information bei ihnen zu beantragen. Manche haben befürwortet, die Gesellschaften selbst entscheiden zu lassen welche Daten sie veröffentlichen würden: der Wettbewerb auf den Finanzmärkten würde sie dann spontan zum optimalen Informationsebene führen. Diese Vorgehensweise scheint für Europa weniger angebracht: das Bewußtsein der Vorteile einer derartigen, marktorientierten Informationserschließung ist bei vielen unzureichend entwickelt, so daß gesetzliche Unterstützung notwendig bleibt. Auch soll eine minimale Gleichbehandlung gewährleistet werden, und dies im Interesse der Funktionsfähigkeit des Marktes im Allgemeinen. Aber sobald dieses Minimum gesetzlich -d.h. auf europäischer Ebene- festgesetzt ist, können die Gesellschaften selbst bestimmen welche Information sie für relevant halten. Sie können sich auf dieser Weise um die Gunst des Publikums bewerben, und versuchen ihre Aktienkurse auf dieser Weise zu unterstützen.

¹³ Siehe darüber auch E. Boros und ASIC, Multimedia prospectuses, "issues paper" der Australian Securities and Investments Commission (ASIC), Dezember 1999.

Jedenfalls soll man die Gesellschaften frei lassen, zusätzliche Information bekanntzugeben. Bereits heute veröffentlichen viele Gesellschaften ihre Pressemitteilungen sowie Angaben über laufenden Entwicklungen, auch wenn es sich nicht um "ad hoc" Publizität handelt. Manche Gesellschaften setzen sogenannten "conference calls", d.h. Gesprächen mit Finanzanalysten, in "real Audio" auf der Website. Die allgemeine Verfügbarkeit dieser Information bildet einen nicht zu vernachlässigenden Schutz gegen Beschuldigungen von Mitteilung von vertraulicher, kursempfindlicher Information.

Die Organisation, im Rahmen der "investor relations", eines elektronischen Ratgebers der öffentlich zugänglich ist, entspricht demselben Gedanken. Anleger können auf dieser Weise mit der Gesellschaft dialogieren. Voraussetzung die Information ist öffentlich zugänglich ist dies nicht zu beanstanden.

Einmal man für elektronische Informationsverbreitung optiert hat, scheint es sinnvoll diese unterschiedliche Formen der Pflichtpublizität zu einem integrierten Gefüge weiterzuentwickeln, wobei alle finanziell relevante Information bezüglich einer bestimmten Gesellschaft an einem Ort zentralisiert wird und allgemein zugänglich gemacht wird. Information die bereits in anderen Dokumenten vorgefunden werden kann, braucht nicht wiederholt zu werden. Eine Verweisung reicht dann aus. Auf dieser Weise könnte man die Aufmerksamkeit konzentrieren auf die wesentlichen Angaben, eher als immer wieder rein formal bestimmte Daten zu wiederholen.

So mancher wird träumen von einer zentralen Datenbank, wo alle Information zentralisiert wird. Ein derartiges Instrument wurde in den Vereinigten Staaten entwickelt, und ist bekannt unter dem Namen EDGAR¹⁴. Diese zentrale Datei hat auch eine ordnungsmäßige Funktion, in diesem Sinne, dass Gesellschaften, die verpflichtet sind zu bestimmten Zeitpunkten Daten bekannt zu machen, diese in der Datenbank aufnehmen können; dies wird der gesetzlich verpflichteten Mitteilung gleichgesetzt. Diese Entwicklung stammt bereits aus den achtziger Jahren. Man kann bezweifeln ob sie auch für Europa ein geeignetes Instrument sein kann. Nicht nur verfügt man heute über effizientere, einfachere, dezentrale Methoden der Informationsverbreitung, darüber hinaus ist die Aufsicht wesentlich dezentral organisiert, und erheben sich schwierige Fragen bezüglich Sprachverwendung.

Wenn die individuelle Daten selber schwierig zu zentralisieren sind, und besser den Gesellschaften selbst überlassen werden können, kann man aber doch vorschlagen eine beschränkte Art der Zentralisierung zu organisieren wobei der Marktorganisor- die Börse- einen zentralen Zugangspunkt verwirklicht, von woraus die finanzielle Information bei allen Gesellschaften angefordert werden kann. Dies ist die "Website of websites". Dazu ist nur erforderlich, dass der Marktorganisor die nötigen Hyperlinks zu den Gesellschaften zustande bringt. Im Hinblick auf die Transparenz wäre ein uninformiertes Schema über die Vorstellung der Daten wohl wünschenswert, um zu vermeiden, dass der Benutzer bestimmte Angaben in ganz unterschiedlichen Unterverteilungen der Datenbank jeder Gesellschaft suchen muß. Auch denkbar wäre eine zentrale Veröffentlichung von Gesellschafts-überschreitenden Daten, wie z.B. eine Analyse von Beziehungen zwischen Gesellschaften, Angaben über Personen mit Mehrfachmandaten als Verwaltungsratsmitglied, Sektordaten, usw.

¹⁴ "Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system". Das System beruht auf einer SEC Verordnung, in Kraft getreten am 26. April 1993, siehe Release Nr. 35-6977, Regulation S-T, part 233: general rules and regulations for electronic filings, u;a; veröffentlicht in § 67.001 CCH Federal Securities Law reports.

Die Entwicklung dieser neuen Informations- und Kommunikationsmittel lässt neue, fesselnde juristische Fragen aufkommen. Einige davon können hier skizziert werden¹⁵.

Eine erste Frage betrifft die Zuverlässigkeit der Information: stimmt sie überein mit der internen Information? Haftet die Gesellschaft für die auf dieser Weise mitgeteilten Angaben, und für welche schon und für welche nicht? Kann sie von Dritten manipuliert werden? Gibt es Sicherheit, dass die konsultierte Website schon die echte ist?

Hier müssen eiserne Sicherungsvorkehrungen entwickelt werden.

Die Aktualisierung der Daten ist wesentlich; Datum und Uhr sollen deshalb immer angegeben werden; es soll ein Informationsbeauftragter bestellt werden: er soll überwachen, dass die Angaben aktualisiert werden, und dass sie zur angegebenen Zeit aktuell waren.

Andererseits soll gewährleistet werden, dass die finanzielle Information deutlich getrennt wird von der kommerziellen, die zum Zweck hat für bestimmte Produkte oder Dienste zu werben. Anleger sollen nicht getäuscht werden über die unterschiedliche Bedeutung von Behauptungen im einen oder anderen Teil. Übrigens gibt es Haftungsfragen wenn Anleger sich verlassen haben auf zu optimistischen Behauptungen in kommerzieller Information.

Überinformation ist eine genauso grosse Gefahr wie zu wenig oder minderwertige Information. Einerseits soll die Gesellschaft darüber wachen, dass wesentliche Daten verfügbar sind, doch andererseits soll sie sich kritisch verhalten gegenüber Bekanntmachung von allen möglichen anderen Daten. Das ist Anlass zu Verwirrung, die zu einer Abneigung der Anleger führen kann.

Probleme der Gleichbehandlung beim Zugang zum Internet waren wichtig im Anbeginn der Benützung von Internet; sie werden sich auflösen je wichtiger dieses Medium wird. Jedenfalls wird die Gleichbehandlung besser eingehalten als unter den früheren Systemen, wo nur einige Finanzanalysten benachrichtigt wurden über wichtige Entwicklungen. Deshalb soll sichergestellt werden, dass die alten Praktiken nicht wieder eingeführt werden indem man privaten Schlüssel einschaltet mit denen die exklusiv Begünstigten Zugang erlangen zu bestimmten Daten¹⁶.

Gleicher Zugänglichkeit bedeutet noch nicht gleicher Zugang: deswegen sollen die Gesellschaften Systeme organisieren die zulassen interessierte Anleger automatisch über wichtige Daten zu benachrichtigen.

Langfristig ist vorstellbar, dass auch nicht börsennotierten Gesellschaften eine Website eröffnen und dort Daten bekanntgeben über ihre Tätigkeit und ihre finanzielle Lage.

Unter anderem wegen der Trägheit im Funktionieren der heutigen Kommunikationstechniken, geben die Gesellschaften ein Mal im Jahr detaillierte Daten bekannt über ihre finanzielle Lage; für die börsennotierten erfolgt dies mindestens halbjährlich. Nicht nur die Finanzmärkte brauchen eine grössere Datensammlung und eine höhere Frequenz. Mit den heutigen elektronischen Technologien ist es leicht vorstellbar, dass die Gesellschaften das Publikum sehr viel schneller informieren würden, so dass der Verlauf der Aktienkurse folglich besser an die Entwicklung der Gesellschaft anschließen würde. Auch Gläubiger würden ihre Risiken dann besser einschätzen können, was, angesichts der Verdeutlichung des Risikograds, grundsätzlich zu einer breiteren oder günstigeren Kreditgewährung führen sollte. Probleme von Geheimhaltung und deshalb auf dem Gebiet

¹⁵ Siehe u.a. COB, Recommendation relative à la diffusion sur l'Internet d'informations financières par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, <http://www.cob.fr>. und

- COB, "Les marchés financiers à l'heure d'Internet", in: Les entretiens de la COB-1998, 19 november 1998, auch verfügbar über <http://www.cob.fr>.

¹⁶ Siehe die "road shows" von denen die Rede ist in Cob, o.c., 1998, S. 11.

des Wettbewerbs, können aufgefangen werden indem man allen Wettbewerbern dieselben Verpflichtungen auferlegt.

Wenn man diesen Gedanken weiter verfolgt, fragt es sich ob das Bedürfnis an Kapitalsicherung nicht abnehmen wird je besser und schneller der Markt der Entwicklung der Gesellschaft folgen kann. In Zeiten oder unter Umständen wo Gläubiger sich über das interne Geschehen der Gesellschaft nicht oder erst nach einiger Zeit informieren können, ist das Kapital sicherlich imstande sie einen rohen, unnuanzierten Schutz zu gewähren. Kapital kann in diesem Sinne betrachtet werden als Ersatz für unsichere und auf unzulänglich konkreten Daten beruhende Solvabilitätsbeurteilung. Vorausgesetzt, die Gesellschaft gebe schnellere und vor allem zuverlässigere Daten bekannt, die den Markt zulassen ihre Solvabilität zu beurteilen, wird das Bedürfnis nach Kapital und nach andere Ersatzmittel für Solvabilität- etwa Sicherheiten-sich weniger stark fühlen lassen. Die Gesellschaft die wachsen möchte, wird daher wohl selbst das Bedürfnis spüren, den Markt besser zu informieren, da dies das Vertrauen der anderen Parteien, an erster Stelle ihre Gläubiger, stärken würde. Selbstverständlich sollte diese Information dann erweitert werden auf andere Daten als rein buchhalterische.

2. Das Funktionieren der Hauptversammlung.

1. Ein anderes Gebiet des Gesellschaftsleben in dem Informationstechnologie vermutlich eine wichtige Rolle spielen wird, ist das Funktionieren der Hauptversammlung, eigentlich ein weiterer Aspekt vom Verhältnis der Gesellschaft zu ihren Aktionären.

Vom Konzept her ist die Hauptversammlung das oberste Organ der Gesellschaft. Sie gruppiert die letztendlichen Risiketräger, die deshalb berechtigt sind, die finalen Entscheidungen während der Existenz der Gesellschaft zu nehmen. Faktisch hat die Hauptversammlung infolge ihr mangelhaftes Funktionieren sowie infolge der Struktur des Aktionariats aber viel von ihrer Bedeutung verloren. Einerseits sind ihre Befugnisse zum grössten Teil formal-juristisch geworden: außerhalb Krisen, scheuen die Aktionäre sich vor den Kosten und Zeitaufwand die mit rein formalen Versammlungen verbunden sind. In manchen Rechtsordnungen sind diese Befugnisse beschränkt auf die Bestellung von Vorstandsmitgliedern; diese kann nur auf verbindlichem Vortrag von bestimmten Aktionären erfolgen. Infolge der Konzentration des Aktionariats in den kontinental-europäischen Rechtsordnungen bleibt die Teilnahme der meisten Aktionäre ohne Folgen: in jedem Fall liegt die Entscheidung bereits vorher fest, da sie durch die Grossaktionäre getroffen ist¹⁷. Die Hauptversammlung ist deswegen eine Institution in Rückgang. Einigen haben sogar ihre Abschaffung vorgeschlagen.

2. Unter Einfluß der modernen Kommunikationstechniken könnte ein Wendepunkt in diesem Prozeß des Verfalls eintreten. Hierdurch werden die traditionellen Fragen, nämlich ob es sinnvoll ist die Verpflichtung aufzuerlegen, eine Versammlung im physischen Sinne zu organisieren, wenn dort kein repräsentatives Muster der Aktionäre anwesend ist und von einer wirklichen Beratschlagung nur selten die Rede sein kann, einen völlig neue Antwort bekommen können.

Die neuen Entwicklungen werden durch die Verfügbarkeit von modernen Kommunikationstechnologie gesteuert, weniger umgekehrt.

¹⁷ Denn auf dem europäischen Kontinent wird die Mehrzahl der Gesellschaften gekennzeichnet durch ein stark konzentriertes Aktionariat, mit einem oder einigen herrschenden Aktionären; siehe dazu die Untersuchungen von Prigge und Wymeersch in Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch und Prigge (Ed) *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*, OUP, 1998, auf S.943 und 1045.

3. Der Wertpapierbesitz ist beträchtlich breiter gestreut als vor zwanzig Jahren. Auch sind neue Gattungen von Aktionären in den Vordergrund getreten, an erster Stelle institutionelle Anleger. Schließlich hat auch die Internationalisierung vom Aktienbesitz dazu geführt, daß ausländische Anleger, die wohl vertraut sind mit aktiver Teilnahme an Hauptversammlungen, auch in europäischen Gesellschaften ihre Rolle einfordern. In einigen Fällen sind sie dazu verpflichtet aufgrund der auf sie anwendbaren Gesetzgebungen. Während sie selbst eine mehr aggressive Politik entwickelt haben in Bezug auf das "monitoring" ("überwachen") der Gesellschaften an den sie sich beteiligen¹⁸, nehmen sie spezialisierte Firmen in Anspruch, die besser vertraut sind mit lokalen Sprachen und Brauchen, um ihr Stimmrecht auszuüben und ihre Stimme- oft ihre Unzufriedenheit- in der Hauptversammlung deutlich hören zu lassen.

Auf der anderen Seite sind auch die Gesellschaften, vor allem diese mit stark gestreutem Aktionariat, überzeugt der Notwendigkeit ein gutes Verhältnis zu den Anlegern und ihren Beratern, den Finanzanalysten und den Anlageberatern, zu entwickeln. Besondere Aufmerksamkeit wird den "investor relations" gewidmet, durch beschlossene Aufklärungssitzungen, einen organisierten Auskunftsdienst, privilegierter Zugang zu Vorstandsmitgliedern usw. Auf dieser Weise versucht die Gesellschaft das Interesse für ihre Aktien zu fördern, was zu einem im Vergleich zum Marktdurchschnittswert anständigen Börsenkurs beiträgt, und eine größere Stabilität des Aktionariats gewährleistet und folglich gegen Übernahmeangebote schützen soll. Vor allem der letztere Aspekt wird von manchen europäischen Führungskräften als wichtig erfahren: sie zögern die Partei als Aktionär anzuerkennen, die kurzfristig in Aktien anlegt und- karikatural ausgedrückt, gestern Aktionär war, Heute verkauft um Morgen wieder Aktien der Gesellschaft zu kaufen. Dennoch ist dieser Anleger sowohl juristisch als auch finanziell betrachtet ein Aktionär.

4. Die zunehmende Beanspruchung von neuen Informationstechnologien kann in verschiedenen Phasen eingeteilt werden.

Die erste Phase bezieht sich auf die Information die im voraus der Hauptversammlung mitgeteilt werden muß. Wie bereits erörtert kann diese Information besser, schneller, vollständiger und besser zugänglich verschafft werden durch Verwendung der neuen Technologie. Vor der Sitzung können Fragen beantwortet werden die eigentlich während der Sitzung keiner Erörterung bedürfen. Andere Fragen werden am besten vorher gestellt um eine sinnvolle Antwort möglich zu machen.

Die Benützung von Vollmachten wird in den verschiedenen Mitgliedstaaten durch stark divergierende Brauche beherrscht¹⁹. Bekanntlich spielen die Banken hierbei in den deutschen, schweizerischen und österreichischen Rechtsgebieten eine entscheidende Rolle. Das ist nicht der Fall in den anderen Staaten, wo die Angelegenheit der Vollmächte meist völlig frei gelassen wird. Aktionäre bevollmächtigen daher öfters ein Verwaltungsmitglied, oder einen anderen Aktionär, um ihre Unzufriedenheit zum Ausdruck zu bringen. Um die Verwendung von Vollmachten zu fördern haben manche Gesellschaften ihr Vollmachtformular auf der Website zur Verfügung gestellt. Die Vervollständigung und Unterzeichnung erfolgen aber noch manuell. Auch diese Vollmachten sind meist an die Verwaltung gerichtet. Die öffentliche Werbung von Vollmachten wird in den meisten europäischen Staaten wenig benützt.

¹⁸ Am bekanntesten sind die Aktionen die durch die amerikanischen öffentlichen Pensionskassen unternommen wurden (TIAAA-CREFF und CalPers), siehe die Richtlinien die von diesen Unternehmen abgefasst wurden, abgedruckt bei Hopt und Wymeersch, *Comparative Corporate Governance*, de Gruyter, 1997.

¹⁹ Für einen Überblick, siehe Baums und Wymeersch (eds.), *Shareholder Voting Rights in Europe and the United States*, Kluwer L.Int.1999, 415 p,

In manchen Staaten wird weiter gearbeitet an der Elektronisierung der Stimmausübung²⁰. Dazu ist erforderlich, dass Vorschriften verabschiedet wurden über elektronische Unterzeichnung. Bei Aktien die auf einem Wertpapierkonto gebucht sind, ist eine deutliche Identifizierung der unterschiedlichen Schichten von Rechnungen erforderlich, so daß das Stimmrecht durch den letztendlichen Berechtigten ausgeübt werden kann. Dieser muß ja durch die Gesellschaft kontaktiert werden. Die üblichen Fristen für Einberufung der Hauptversammlung sind dazu meistens unzureichend, so daß vor allem ausländische Anleger faktisch verhindert werden ihre Stimme auszuüben.

Die heutige Regel lautet, daß das Stimmrecht ihm zukommt, der Aktionär ist am Tag der Hauptversammlung. Diese Vorschrift führt zu der "Blockierung" der Aktien zwischen dem Zeitpunkt der "Hinterlegung" oder Anmeldung und der HV-Sitzung. Der Aktionär darf seine Aktien nicht verkaufen bis nach der Sitzung. Verkauft er seine Aktien trotzdem, so kann er nicht gültig teilnehmen an der HV-Sitzung. In manchen Systemen wird er sogar mit Bestrafung bedroht²¹. Institutionelle Anleger weigern diese Blockierung, oft weil die auf ihr anwendbare Gesetzgebung verbietet dass sie zustimmen zu einer Blockierung oder Unverfügbarkeit von Aktien. Sie bevorzugen es deswegen nicht an der Sitzung teilzunehmen. Um den Teilnahmegrad von vor allem die Institutionellen Anleger zu erhöhen, sollte man eine andere Regelung ausarbeiten, z.B. aufgrund eines Stichtages, wie bereits üblich in der amerikanischen und britischen Rechtspraxis. Das Stimmrecht kann dann ausgeübt werden durch Denjenigen der eine bestimmte Anzahl von Tagen vor der Versammlung als Aktionär registriert war, ungeachtet ob er noch Aktionär ist am Tag der Hauptversammlung. Daraus ergibt sich dann die für Manche entsetzende Feststellung, dass nicht alle Stimmberechtigten noch tatsächlich Aktionär sind. Ein derartiges System gewährleistet aber, dass institutionelle Anleger rechtzeitig ihr Stimmrecht ausüben können. Es soll aber sichergestellt werden, dass dieselbe Regel gilt für alle Aktionäre; sonst könnte die Verwaltung die bedroht wird durch eine feindliche Stimmung, die anderen Aktionäre mobilisieren.

Unbeschadet dieser Problematik, soll auch gewährleistet werden dass die Aktionäre geraume Zeit vor der Sitzung Kenntnis erlangen von der Information die im Hinblick auf die Hauptversammlung verbreitet wird. Die Identifizierung der letztendlichen Inhaber einer Aktie ist nicht nur eine zeitaufwendige Tätigkeit, es soll auch noch genügend Zeit übrig bleiben für die Versendung von Unterlagen, etwaige Übersetzungen und um die Information zu bestudieren. Vor allem institutionelle Anleger beschwerten sich über das wenig Anlegerfreundliche Klima das die meisten europäischen Gesetzgebungen am Leben erhalten. Die Verwendung besserer Kommunikationstechniken könnte das Problem teilweise lösen.

Bei Elektronisierung der Stimmausübung kann die Stimme abgegeben werden zu einem anderen Zeitpunkt als die HV-Sitzung selbst. Man kann sich eindenken, dass Anleger ihre Stimme registrieren lassen würden sobald sie aufgrund der Untersuchung der Unterlagen sich eine ausreichend klare Vorstellung gebildet haben. Wenn diese Verfahrensweise gewählt würde, soll aber gewährleistet werden, dass andere Teilnehmer an der Hauptversammlung, inklusive der Verwaltung, keine Kenntnis erlangen von den Stimmen der Versammlung, sonst könnten sie die Versammlung manipulieren um andere Aktionäre noch dazu zu bewegen in eine bestimmte Richtung abzustimmen. Eine völlig geheime Abstimmung kann zu unangenehmen Überraschungen führen, wodurch das Vertrauen in die Führung untergraben wird. Lösungen für dieses Problem können

²⁰ Siehe für die Vereinigten Staaten Kobler, G.P., Shareholder Voting over the Internet: A proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance, 49, Alabama L. Rev., 673 (1998).

²¹ Für Belgien: art. 200 Gesellschaftsgesetz.

wahrscheinlich gefunden werden in einem Gespräch zwischen unzufriedenen- und deswegen gegenstimmenden- Aktionären und Vorstand. Letztendlich fragt es sich ob das Problem nicht eine Folge ist der Tatsache dass in der heutigen Praxis die Hauptversammlung zu einem bestimmten Zeitpunkt stattfindet. Darauf ist weiter noch einzugehen.

5. Die Verwendung von Vollmachtabstimmung, von Techniken von Abstimmung per Brief, von Abstimmung durch elektronische Mitteilung- eigentlich eine Sonderart der Abstimmung per Brief- führt dazu, dass die Versammlung an sich ihre beratende Funktion verliert. Der Stimmaufnehmer zählt die Vor- und Gegenstimmen und wenn der Vorschlag von einer ausreichenden Anzahl Stimmen unterstützt wird, ist der Beschluß gefasst. Der Reichtum der Beratschlagung, sowohl angesichts der Meinungsbildung wie angesichts der Formulierung des Beschlusses, geht in dieser Hypothese verloren. Die werbende Wirkung der Hauptversammlung als Zeichen der Verbindung zwischen Aktionären, ein nicht unwichtiges Element bei der Bindung von Aktionären, wird durch diese Abstimmungstechniken völlig vernachlässigt. Die Hauptversammlung droht dadurch noch weniger lebendig zu werden als sie heute bereits ist.

Es hat sich ergeben, dass Versuche um die Versammlung neu zu beleben, nicht immer effizient waren. In Frankreich- und wohl auch in anderen Staaten- wird seit geraumer Zeit experimentiert mit Hauptversammlungen die gleichzeitig an mehreren Orten stattfinden²². Telekommunikationsverbindungen sind dazu notwendig. An jedem Ort kann abgestimmt werden. Zu einer wirklichen Beratschlagung führt dies aber nicht, obwohl man doch ein besseres Publikum erreicht als Heute meist der Fall ist.

Mancher meint, die Neubelebung der Funktion der Hauptversammlung könnte nur erfolgen wenn ihre juristische Funktion abgebaut wird, um Raum zu machen für die informative und public relations Funktion. Aus einer Umfrage bei belgischen Unternehmensleiter hat sich diese Betrachtungsweise ergeben²³. Unternehmensleiter sehen das Interesse nicht in einer Versammlung wo nur formal-juristische Punkte erledigt werden, wo die Beschlüsse infolge der Anwesenheit von Grossaktionären bereits vorher feststehen und wo außer der Grossaktionär nur einige, nicht interessierte Kleinaktionäre anwesend sind.

Dennoch ist es beim heutigen Stand des Gesellschaftswesens schwierig, die juristische Funktion der Hauptversammlung wegzutheorieren: einige letztendliche Entscheidungen, wie die Auflösung der Gesellschaft, Kapitalerhöhungen, Satzungsänderungen, aber auch die Bestellung von und vor allem die Kontrolle über die Verwaltungsmitglieder können, in ultimis, nur durch die Aktionäre beurteilt werden. Die Frage ist folglich nicht ob diese Funktionen erhalten bleiben sollen, sondern wie sie ausgeübt werden sollen. Nimmt man dem Aktionär sein Stimmrecht, so droht den Vermögenswert von den Aktien verletzt zu werden.

6. In den vorangehenden Erörterungen wurde die Hauptversammlung betrachtet als eine Versammlung, ein Ort, wo die Aktionäre, persönlich oder durch Vertreter, physisch zusammenkommen. Je mehr Aktionäre die Gesellschaft zählt, je schwieriger das Veranstellen von Versammlungen im klassischen Sinne wird. Das gilt um so mehr wann jetzt das Aktionariat sich zunehmend internationalisiert, was nicht nur zu Zerstückelung führt, aber auch die Kommunikation beträchtlich erschwert. Die eigene, lokale Merkmale des Gesellschaftsrechts ergeben sich hier als wichtiges Hindernis für das effiziente Funktionieren von wirklich "grenzüberschreitenden Gesellschaften".

²² Siehe Cob, Jahresberichte XXX

²³ Siehe Wymeersch und Van der Elst, De werking van de algemene vergadering in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen: Een empirisch onderzoek, T.Belg. Handelsrecht, 1997, 72. Diese Daten wurden teilweise auch aufgenommen in Baums und Wymeersch(Ed), Fn. 15, 21 ff.

Zur Lösung der wachsenden Spannungen zwischen den spezifischen Merkmalen des Gesellschaftsrechts und die Verlangen der internationalen Kapitalmärkte gibt es mehrere Denkwege. Ein davon ist die fortgesetzte Harmonisierung, sogar Vereinheitlichung der Gesellschafts- Buchhalts- und Finanzpraxis unter Druck der Märkte. Diese Entwicklung ist in vollem Gang.

Eine zweite, ergänzende Denklinie, die spezifisch das Funktionieren der Hauptversammlung betrifft, denkt nach über die Weise wie der Aktionär seine "Vorrechte" gelten läßt.

Es erhebt sich die Frage ob diese Funktionen, wie wichtig auch, ausgeübt werden müssen im Rahmen eines jährlichen Treffens oder doch vielleicht viel effizienter verwirklicht werden können innerhalb eines Kommunikationsnetzwerkes. Einige Denkschemata kommen in Betracht.

Bereits Heute wird experimentiert mit "virtuellen" oder elektronischen Hauptversammlungen. Die Aktionäre werden gebeten sich zu äußern zu einigen Vorschlägen. Sie äußern ihren Willen mittels einer elektronischen Nachricht. Diese Versammlungen unterscheiden sich nicht wesentlich der heutigen, wo durch Vollmacht gestimmt wird.

Der Abstimmung geht eine Beratschlagung vorab. Diese kann stattfinden in der Form eines simultanen Gesprächs zwischen mehreren Parteien, das auch elektronisch geführt werden kann. Alle Aktionäre können dieses Gespräch mithören und sich beteiligen. Nach diesem Gedankenaustausch kann zur Abstimmung übergegangen werden. Diese braucht nicht simultan zu erfolgen: man kann den Aktionären eine Frist einräumen innerhalb von der sie ihre Stimme abgeben müssen. Wird das Quorum nicht erreicht, so kann eine zweite Frist bestimmt werden.

In der nächsten Stufe der Entwicklung können die "Beratschlagung" und Abstimmung getrennt werden: die Gesellschaft kann bestimmte Themata zur Debatte stellen. Sie könnte bestimmen, dass darüber an oder vor einem bestimmten Tag abgestimmt wird, oder dass der Antrag angenommen ist sobald einen bestimmten Prozentsatz der Aktien die vorgeschlagenen Handlung billigen. Dabei werden wahrscheinlich niedrigere Quora und Mehrheiten gelten als sie jetzt üblicherweise gefordert werden. Der demokratische Gehalt der Entscheidung nimmt auf dieser Weise zu, da jeder Aktionär mitentscheiden kann. Alle Aktionäre die sich interessieren für das Funktionieren der Gesellschaft können ihre Adresse mitteilen und dann kontaktiert werden für alle wesentliche Leitungsmaßnahmen.

Anders als Heute der fall ist, könnte die Beschlußfassung ohne Unterbrechung erfolgen. Auch diese Thematik könnte erweitert werden: wo jetzt, mangels Zeit, Information und Sachverstand nur eine Mindestanzahl von Angelegenheiten den Aktionären unterbreitet werden, könnte man den Fächer von Gegenständen erweitern, und sogar bestimmte Handlungen die zur Befugnis des Vorstand gehören, den Aktionären zur Beurteilung vorlegen.

Auf dieser Weise kann einen ständigen Dialog zwischen der Gesellschaft und ihre Aktionäre den Beteiligungsgrad erhöhen und die Legitimität der Verwaltung verstärken. Dieser Dialog kann deutlich einen Einfluß ausüben auf die Weise auf die die Gesellschaft geführt wird. So könnten z. B. bestimmte eher riskante Projekte vorher den Aktionären vorgelegt werden: wenn sie die genehmigen, scheint es wahrscheinlich dass dieses Einverständnis einen Einfluß hat auf die Haftung der Vorstandsmitglieder.

Der Einfluß, der die Aktionäre auf dieser Weise auf die Gesellschaft ausüben, kann verstärkt werden durch die Verwendung eines Systems, das der proxy sollicitation ähnlich ist. Aktionäre, vorzugsweise Aktionäre von ausreichendem Gewicht, könnten den Vorstand bitten bestimmte Anträge den Mitaktionären zur Beurteilung in einer öffentlichen Beratung zu unterbreiten. Möchten sie einen Wechsel in der Verwaltung herbeiführen, oder eine Änderung der Geschäftspolitik, so können sie dieses Ziel verfolgen durch die Auslösung eines öffentlichen Antrags. Wechsel im Verwaltungspersonal können genau so gut auf

diesem Weg als durch ein öffentliches Übernahmeangebot verwirklicht werden. Bestimmte Gattungen von Aktionären, z. B. institutionelle Anleger, könnten viel effizienter als Heute der Fall ist ihren Einfluß auf die Verwaltung gelten lassen. Ein wichtiger Vorteil wäre, dass die Einflußnahme in aller Offenheit stattfinden würde.

Es liegt auf der Hand, dass diese Entwicklungen auch von juristischer Seite deutlich begleitet werden sollen um Betrug, Manipulationen und Entgleisungen zu vermeiden. So sind z. B. Vorschriften notwendig die die Legitimation der Aktionäre versichern, sowie ihre Identität bei späteren Kontakten und bei der Stimmausübung, während auch eine Aufsicht um betrügerische oder manipulierende Mitteilungen zu vermeiden, notwendig ist. Es scheint auch nützlich mehr oder wenig uniforme Verfahren festzulegen, um die Teilnahme der Aktionäre zu fördern.

3. Einfluß auf die Finanzmärkte

7. Bereits Heute ist der Einfluß der neuen Kommunikationstechnologien auf das Funktionieren der Finanzmärkte deutlich. Dieser Aspekt war bereits Gegenstand einiger Untersuchungen, u.a. aus dem Gesichtspunkt der Anwendung von nationaler, hauptsächlich amerikanischer Wertpapierregulierung auf Transaktionen die über das Internet abgewickelt werden.²⁴

Auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung- eigentlich auch Bestandteil des Dialogs zwischen Aktionär und Gesellschaft- wird bereits Heute übergegangen zu öffentlichen Emissionen von Aktien über das Internet. Die Kosten einer öffentlichen Emission werden beträchtlich gesenkt, während die Emission über einen längeren Zeitraum laufen kann.

Übernahmeangebote die durch neue Informationstechnologien unterstützt werden, werden eine transparentere, aber wahrscheinlich auch direktere Auseinandersetzung zwischen Verwaltung des Bieters und der der Zielgesellschaft zur Folge haben. Eine zunehmende Beteiligung der Anleger ist auch zu erwarten.

In einer nächsten Phase der Entwicklung wird vermutlich die Umlaufgeschwindigkeit im Wertpapierhandel erheblich zunehmen. Das ist jedenfalls der Trend der sich den letzten Jahrzehnten durchgesetzt hat. Alles lässt vermuten dass er sich weiter durchsetzen wird. Manche fürchten bereits der Aktionär der nicht länger als einige Tage, sogar Stunden Aktionär bleibt. Hat dieser noch die Legitimität um die fundamentalen Befugnisse eines Aktionärs auszuüben? Könnte man nicht kommen zu Systemen bei denen nur die Aktionäre die während einer Mindestfrist Aktionär geblieben sind, "Mitverwaltungsrechte" ausüben könnten? Mit den elektronischen Registrierungsmechanismen ist dies ziemlich einfach zu bestimmen. Die Anleger-Aktionäre könnten dann nur aufgrund des Marktgeschehens, durch An-oder Verkäufe, ihre Zustimmung oder Ablehnung von der Gesellschaftspolitik zum Ausdruck bringen. Auf dieser Weise vertraut man die interne Disziplinierungsfunktion den stabilen Aktionär zu, der nachgewiesen hat ausreichend am Gesellschaftsgeschehen beteiligt zu sein, während die Aktionäre, wessen Interesse rein an die kurzfristigen Kurschwankungen ausgerichtet ist, derartige Mitsprache entbehren müssen. Fundamental wird also die Frage gestellt ob man nicht zwischen Aktionären unterscheiden soll, und was letztendlich der Inhalt des Aktionärsbegriff ist.

²⁴ Siehe Coffee, J. Brave New World?: the Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation, 52 Business Lawyer, 1195 (Aug.1997); H.-D. Assman, Neuemissionen von Wertpapieren über Internet. IPO's als Gegenstand des deutschen kapitalmarktrechts, in FS Rolf Schütze, C.H. Beck, München, 15 ff.; Rutledge, Ph., The Internet, investors and financial markets: recent US developments, European Financial Services Law, 1998, 272; Cohen, P.D., Securities Trading Via the Internet, J. B.L., 1999, 299; und Anderen.

Es dürfte ausreichen in diesem Beitrag die Fragen nur zu stellen.

Schluß

Es scheint wahrscheinlich, dass die zunehmende Verwendung von Informations- und Kommunikationstechnologien auch das Funktionieren von Gesellschaften beeinflussen wird. Schon jetzt sind einige Entwicklungen sichtbar: vor allem angesichts der Informationserschließung sind kurzfristig wichtige Entwicklungen zu erwarten, aber auch auf dem Gebiet vom Funktionieren der Märkte und von der Finanzierung der Gesellschaften sind Andeutungen der neuen Techniken spürbar. Langfristig meldet sich eine wesentliche Entwicklung der Stellung des Aktionärs als Mitglied der Gesellschaft. Das Funktionieren der Hauptversammlung wird dadurch stark beeinflusst. Deshalb kann bereits heute nachgedacht werden über mögliche Tendenzen.

Der Einfluß dieser Entwicklungen auf dem Gebiet der Harmonisierung darf nicht unterschätzt werden: unter Druck der Märkte werden zunehmend gleichartigen Publizitäts- und Mitentscheidungssysteme entwickelt werden. Die juristische Harmonisierung wird dann vorwiegend daraus bestehen zu verhindern, dass durch nationale Vorschriften international vergleichbare Techniken durchquert werden, d.h. das Recht soll gewährleisten, dass die de facto Harmonisierung sich durchsetzt.