

February 2007

# Travo-Projekt - Der Handel mit Aktionärsstimmrechten

Christoph Lattemann

*Universität Potsdam, lattema@uni-potsdam.de*

Hartmut Klemens

*Universität Potsdam, hartmut@klemens.com*

Michael Durica

*Eurex Frankfurt AG, mdurica@web.de*

Follow this and additional works at: <http://aisel.aisnet.org/wi2007>

---

## Recommended Citation

Lattemann, Christoph; Klemens, Hartmut; and Durica, Michael, "Travo-Projekt - Der Handel mit Aktionärsstimmrechten" (2007).  
*Wirtschaftsinformatik Proceedings 2007*. 94.  
<http://aisel.aisnet.org/wi2007/94>

This material is brought to you by the Wirtschaftsinformatik at AIS Electronic Library (AISeL). It has been accepted for inclusion in Wirtschaftsinformatik Proceedings 2007 by an authorized administrator of AIS Electronic Library (AISeL). For more information, please contact [elibrary@aisnet.org](mailto:elibrary@aisnet.org).

In: Oberweis, Andreas, u.a. (Hg.) 2007. *eOrganisation: Service-, Prozess-, Market-Engineering*; 8. Internationale Tagung Wirtschaftsinformatik 2007. Karlsruhe: Universitätsverlag Karlsruhe

ISBN: 978-3-86644-094-4 (Band 1)

ISBN: 978-3-86644-095-1 (Band 2)

ISBN: 978-3-86644-093-7 (set)

© Universitätsverlag Karlsruhe 2007

# Travo-Projekt – Der Handel mit Aktionärsstimmrechten

Christoph Lattemann, Hartmut Klemens

Juniorprofessur für Corporate Governance und E-Commerce  
Universität Potsdam  
14482 Potsdam  
lattema@uni-potsdam.de, hartmut.klemens@klemens.com

Michael Durica

Eurex Frankfurt AG  
60485 Frankfurt am Main  
mdurica@web.de

## Abstract

In den letzten Jahren waren weit unter 50% der stimmberechtigten Anteilscheine auf den Hauptversammlungen der DAX-30-Unternehmen vertreten. Dies wirkt sich negativ auf Corporate Governance und Unternehmenskontrolleffizienz aus.

Das TRAVO-Projekt (*Trading with Voting Rights*) stellt einen innovativen Ansatz dar, dem fallenden Trend zur Stimmrechtsausübung entgegenzuwirken. Er fokussiert nicht wie die herkömmlichen Ansätze auf die Reduktion der Transaktionskosten, sondern auf die effiziente Allokation von Stimmrechten über Marktmechanismen.

Die vorliegende Arbeit hat zum Ziel, die Problematik, die mit einem Handel mit Stimmrechten einhergeht, darzustellen und ein an die Marktbedürfnisse angepasstes Marktmodell aufzuzeigen. Sie ist Teil eines Forschungsprojektes, das in weiteren Stufen die prototypische Implementierung des Marktmodells vorsieht, um hiermit experimentelle Untersuchungen zum Beitrag des Stimmrechtehandels zu guter Corporate Governance durchzuführen.

## 1 Einleitung

Nach Erhebungen der Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz [DSW05] waren in den letzten Jahren bei fallender Tendenz weit unter 50% der stimmberechtigten Anteilscheine auf den Hauptversammlungen der DAX-30-Unternehmen vertreten. 26% aller Aktionäre, zumeist

Kleinaktionäre, zeigen kein Interesse an der Ausübung ihrer Stimmrechte auf Hauptversammlungen [ErGP05]. Diese schwache Präsenz auf den Hauptversammlungen liegt darin begründet, dass Anleger die Rolle des Trittbrettfahrers [EaFi83, GrHa88a] einnehmen oder vor dem Hintergrund der Rationalen Apathie keinen ökonomischen Anreiz darin sehen, ihr Stimmrecht auf der Hauptversammlung auszuüben [Körb89].

Durch die Nichtteilnahme an Hauptversammlungen ergeben sich Probleme: Erstens führt die schwache Präsenz des stimmberechtigten Kapitals zur Gefahr der Konzentration der Entscheidungsmacht auf der Hauptversammlung, da zum Beispiel die Gesellschaft mit vergleichsweise geringem Aufwand in Abhängigkeiten gebracht kann [Noac05]. Zweitens verfällt bei Nichtausübung des Stimmrechts der Wert des Stimmrechts, und damit erfolgt die Wertvernichtung eines ökonomischen Gutes.

Zur Darstellung des Stimmrechtehandels werden im folgenden Literaturüberblick zunächst die zwei Ansätze zur Lösung dieser Probleme beleuchtet und es wird der Stand der aktuellen Diskussion um die Stimmrechtsausübung vorgestellt. Überlegungen zur Identifikation der Anbieter- und Nachfragerseite und zum Potential eines Marktes für Aktienstimmrechte leiten nachfolgend über zur Skizzierung eines möglichen Marktmodells für den elektronischen Handel mit Aktienstimmrechten. Es wird ein innovatives funktionales Konzept für den Stimmrechtehandel dargestellt, das die Basis für eine marktliche Koordination von Stimmrechtsüberhängen und -nachfragen vorsieht. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick ab.

## 2 Literaturüberblick

Eine Vielzahl wissenschaftlicher wie praxisorientierter Arbeiten hat sich in den letzten Jahren mit der Thematik der Erhöhung der Stimmrechtspräsenz in den Hauptversammlungen beschäftigt. In der Literatur zeichnen sich als Lösungsansätze zur Erhöhung der Präsenzen zwei sich nicht zwingend gegenüberstehende Ansätze ab. Der erste Forschungszweig untersucht die Möglichkeiten zur Reduktion von Transaktionskosten bei der Ausübung von Stimmrechten in Hauptversammlungen (z.B. durch die Entbindung des Aktionärs von der Anwesenheit in der Hauptversammlung mit Hilfe von Proxy Votings und der Elektronisierung der Hauptversammlung [Bhat97; LaNi03; Noac05; Zetz02]) oder etwa durch die Etablierung von Bonussystemen [Noac05; Perl06]. Hierdurch soll die Präsenz des Abstimmungskapitals erhöht werden. Diese Maßnahmen werden hier unter dem *Kostenansatz* subsumiert. Obwohl vereinzelt durch solche

Maßnahmen eine Zunahme der Präsenz zu verzeichnen ist [FAZ06], zeigen breiter angelegte empirische Studien, dass solche Maßnahmen nur von geringer nachhaltiger Wirkung sind [Latt05; Noac05].

Der zweite - und der für diese Arbeit zentrale Forschungszweig - besteht darin, Aktie und Stimmrecht zu trennen und die Stimmrechte über einen Markt in die Hände der an der Unternehmenskontrolle interessierten Marktteilnehmer zu übertragen (Reallokation). Er wird in dieser Arbeit als *Handelsansatz* bezeichnet. Entsprechend der Ergebnisse verwandter Arbeiten (z.B. von [BIGG89; Mann75; Schü79; NeOr03]) können neben der Erhöhung der Stimmrechtspräsenz darüber hinaus auch Ineffizienzen im bisher existierenden Allokationsmechanismus überwunden und die Effizienz der Unternehmenskontrolle verbessert werden.

Grundlage aller Diskurse über die Reduktion der Transaktionskosten wie auch zur Etablierung eines Stimmrechtshandels stellen theoretische wie empirische Analysen zum Wert von Stimmrechten dar. Mit der Werthaltigkeit von Stimmrechten besteht ein ökonomisches Gut, das durch Nichtausübung qua definitio zu Marktineffizienzen führt, da der Wert bei Nichtausübung verfällt. So weisen aktuellere Analysen (u.a. von [DaEh02; ErGP05; Nico98; Rydq96]) einen ökonomischen Wert des Stimmrechts nach. In ihren Erklärungsansätzen zum Wert eines Stimmrechts gehen die Autoren von der Annahme aus, dass das Management zum Beispiel durch feindliche Übernahmen und damit über die Ausübung von Stimmrechten diszipliniert werden kann (u.a. [KiKM04; Nico98; Rydq96; Zing95]). Nach [Doer92] kann sogar bereits die Gefahr bzw. die Drohung einer Übernahme bei schlechter Performance des Unternehmens das Management disziplinieren. Unterschiedliche Stimmrechtsausstattungen bei den Aktien eines Unternehmens (z.B. bei Stammaktien, Vorzugsaktien) führen demnach zu unterschiedlichen Kurssteigerungen, wobei die Aktien mit Stimmrechten aufgrund des intensiven Bieterwettbewerbs hohe Aufschläge verzeichnen und Aktien ohne Stimmrechte im Gegensatz dazu von den Bietern nicht nachgefragt werden (u.a. [Rydq96]).

Diverse Autoren (u.a. [DaEh02; Doer92; Hoff99; RoMK94]) haben empirische Analysen zum Wert des Stimmrechts und dessen Einflussfaktoren durchgeführt. [DeDe85] sowie [Zing95] weisen zum Beispiel nach, dass die Werte von Stimmrechten bei feindlichen Übernahmen steigen. Ausgangspunkt der Überlegungen sind die in der Realität zu beobachtenden Kursdifferenzen zwischen Stamm- und Vorzugsaktien. Der hieraus abzuleitende Wert des Stimmrechts wird durch mehrere Faktoren, wie z.B. feindliche Übernahme, das Rechtssystem, der damit verbundene Rechtsschutz der Kleinaktionäre [LLSV99] sowie die Höhe der Stimmrechtsanteile ver-

schiedener Großaktionäre [DaEh02] beeinflusst. Trotz der zum Teil unterschiedlichen Ergebnisse hinsichtlich der Prämien für das Stimmrecht weisen die meisten Untersuchungen einen positiven Wert des Stimmrechts auf (u.a. [Horn88]). Nach [Rydq96] liegt die Differenz zwischen Stamm- und Vorzugsaktien in Deutschland zwischen 1956 und 1998 im Mittel bei etwa 17% und damit im Rahmen der auch für andere Länder beobachteten Werte, die zwischen 5% und 23% schwanken.

Die Trennung von Aktie und Stimmrecht wird aus ökonomischer wie aus rechtlicher Sicht kontrovers diskutiert. [Mann75] spricht sich für einen Handel mit Stimmrechten aus und misst der Möglichkeit zur Kontrolle eines Unternehmens direkt einen eigenen monetären Wert zu, da hiermit gleichzeitig die Verfügungs- und Dispositionsmöglichkeiten über die Unternehmensressourcen verbunden sind. Nach [Els88] haben die Trennung der Aktie vom Stimmrecht und der separate Stimmrechtshandel aber nicht nur positive Wirkung. Der Managementkontrolle könnte mit einer solchen Maßnahme entgegen gewirkt werden und wohlfahrtserhöhende Transaktionen könnten beeinträchtigt werden. Andererseits verhindert die erzwungene Koppelung von Aktie und Stimmrecht eine wesentliche ökonomische Signalwirkung [Mann75].

[EaFi83] weisen ebenfalls als Gegner des separaten Stimmrechtshandels darauf hin, dass nur beim gekoppelten Erwerb von Aktien und Stimmrecht gewährleistet sein kann, dass die Inhaber bei der Ausübung des Stimmrechts auch die daraus resultierenden Konsequenzen für ihr Vermögen, beispielsweise in Form der Aktienkursänderungen oder Dividendenzahlungen, mittragen müssen und dass so die entschädigungslose Beeinträchtigung der Interessen anderer Aktionäre ausgeschlossen werden könnte. Unter anderen vertreten [GrHa88b] die Meinung, dass durch einen separaten Stimmrechtshandel aus der Aktie nur negative Konsequenzen für Unternehmen und Aktionäre resultieren.

Befürworter eines Stimmrechtshandels wie [BIGG89] oder [Clar79] empfehlen hingegen die Einführung gesetzlicher Regelungen zum Stimmrechtshandel, denn die Gefahr von Plünderungen ist zwar nach ihrer Meinung nicht von der Hand zu weisen, doch die Vorteile einer effizienten Allokation der Stimmrechte und einer verbesserten Unternehmenskontrolle könnten die Nachteile kompensieren. Zu den vorgeschlagenen Lösungsansätzen zum Handel mit Aktienstimmrechten gehören beispielsweise die Gleichbehandlung aller verkaufswilligen Stimmrechtsinhaber zu im Vorfeld fest vereinbarten Konditionen, inhaltliche oder zeitliche Beschränkungen bei der Ausübung des Stimmrechts, Rückkaufsmöglichkeiten, zeitlich befristete Über-

lassung des Stimmrechts im Rahmen einer Wertpapierleihe [CGMR04; Davo02] und die Einführung zusätzlicher Kontroll- und Sanktionsrechte der Aktionäre [Els88].

Im aktuellen rechtlichen Diskurs geht es vor allem um die gesetzlichen Gestaltungsoptionen zum Stimmrechtehandel, insbesondere vor dem Hintergrund, dass die gegenwärtige Rechtslage die freie und getrennte Verfügung aller Aktionärsrechte blockiert (u.a. [Els88; Noac05]).

Empirische Studien über Wertpapierleihegeschäfte zeigen auf, dass ein *indirekter* Handel der Stimmrechte über den Markt für Wertpapierleihe bereits realisiert wird [CGMR02], diesbezügliche einschränkende Regelungen gelockert wurden [CGMR04] und ein Handel der Stimmrechte in Verbindung mit einer Wertpapierleihe in Australien bereits legal praktiziert wird [HaRa88]. Umso interessanter erscheint hier der Gedanke, einen solchen *Quasi-Handel* mit einem dedizierten Marktmodell zum Handel von Aktienstimmrechten zu standardisieren.

Trotz dieser Vielzahl von verwandten Forschungsrichtungen in dem Kontext des Stimmrechtehandels existieren bisher keine Arbeiten, die die erforderlichen Rahmenbedingungen eines *standardisierten* Stimmrechtehandels und ein mögliches Marktmodell explizit aufzeigen. Aus diesem Grund wird im Folgenden nach der Beschreibung der Besonderheiten des Stimmrechtehandels ein Marktmodell abgeleitet und beschrieben, das den Anforderungen an einen Stimmrechtehandel entspricht.

### **3 Der Markt für Aktienstimmrechte**

Ein möglicher Stimmrechtehandel wäre per se nicht nur auf professionelle Finanzakteure beschränkt. Vielmehr spielen Kleinanleger eine bedeutende Rolle im Handel mit Stimmrechten. Dies lässt sich vor allem aus der mangelnden Teilnahme dieser Investorengruppe auf Hauptversammlungen ableiten, die aus einem ungünstigen Kosten-/Nutzenverhältnis in der Ausübung der Stimmrechte resultiert. Sie stellen zusammen mit den Stimmen der rational handelnden Aktionäre, die bislang ihr Stimmrecht an Depotstimmrechtsvertreter kostenfrei abgegeben haben, und den Stimmen der „HV-Touristen“ die potentielle Angebotsseite dar (s. Abb. 1).

Um eine erste Einschätzung des realen Marktpotentials für einen Stimmrechtehandel zu erhalten, wird zunächst zur Vereinfachung auf die Unternehmen des DAX-30 und auf das Verhalten der Investoren bei Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften zurückgegriffen

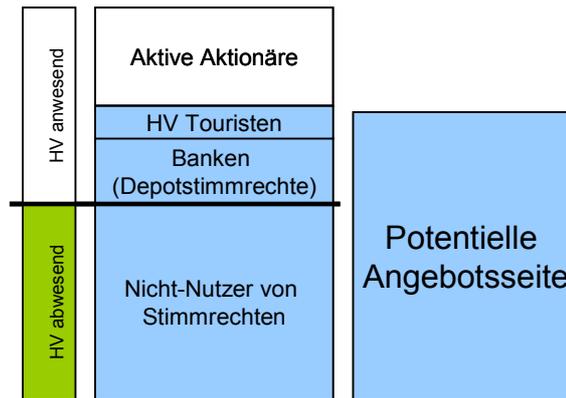


Abbildung 1: Gruppen von Stimmrechtsinhabern

Nach aktuellen Analysen des Deutschen Aktieninstituts [DAI05] treten in Deutschland rund 50% des stimmberechtigten Grundkapitals auf Hauptversammlungen auf. Werden durch einen Stimmrechtehandel lediglich 10 % (5% absolut) der bisher nicht ausgeübten Stimmrechte aktiviert, so ist für die 12 Mrd. Aktien [DeutoJ] des Deutschen DAX-30-Index mit einem Marktpotenzial von 600 Mio. gehandelten Stimmrechten zu rechnen. Über die Verrechnung des empirisch ermittelten Barwertes der Stimmrechte in Höhe von rund 20% der Unternehmenswerte [Rydq96] (bei 5% Diskontierung sind dies 1% vom Unternehmenswert für das einzelne Stimmrecht) mit der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Unternehmen in Höhe von etwa 855 Mrd. Euro [DAI04] kann das jährliche Handelsvolumen allein auf dem deutschen Aktienmarkt auf etwa 400 Millionen Euro geschätzt werden. Diese Zahl würde sich deutlich erhöhen, wenn ein aktiver periodischer Stimmrechtehandel mit Weiterverkauf stattfinden würde.

Nachgefragt werden Stimmrechte bereits heute insbesondere im Rahmen feindlicher Übernahmen und Proxy Fights - was nichts anderes als eine Form des Marktes für Stimmrechte darstellt. Für diese Nachfragergruppe ist ein liquider Stimmrechtemarkt von besonderem Interesse.

## 4 Das Marktmodell<sup>1</sup> im TRAVO-Projekt

### 4.1 Rechtliche Aspekte

Gegenstand des Stimmrechtehandels ist die isolierte Übertragung von Stimmrechten vom Verkäufer zum Käufer. Nach aktueller Gesetzgebung ist der Handel von isolierten Stimmrechten in

<sup>1</sup> Nach Gomber stellt ein Marktmodell „die Gesamtheit der konkreten Ausprägungen der Strukturmerkmale einer Marktstruktur...“ dar [Gomb00; S.11].

vielen Ländern aufgrund des Abspaltungsverbots jedoch nicht möglich, und die Stimmrechtsausübung bleibt zumindest in Deutschland an den Besitz der Aktie gebunden (§12 Abs.1 AktG). Obwohl der deutsche Gesetzgeber bereits die restriktive Handhabung der Stimmrechtsabgabe bzw. -vertretung gelockert hat, ist die Ausübung des Stimmrechts nach wie vor dem Besitzer der Aktie zum Zeitpunkt des Record Date (stichtagsbezogene Hinterlegungspflicht, in der Regel ca. 7 Tage vor der HV) vorbehalten. Das Stimmrecht selbst stellt kein selbstständiges Recht dar und zählt im Gegensatz etwa zum Bezugsrechtehandel nicht zu den Wertpapieren im Sinne des § 11 BörsZulV.

Die Prämissen des Handelsansatzes können aufgrund dieser gesetzlichen Restriktionen nicht erfüllt werden. Bei der Realisierung eines Handels mit Stimmrechten nach heutigem Stand könnte in der Praxis allerdings auf Kassamarktgeschäfte mit Aktien zurückgegriffen werden. Denn es ist trotz der genannten rechtlichen Restriktionen möglich, durch einen gleichzeitig gezielten Kauf einer *Cum-Vote-Aktie* (mit Stimmrecht) und den Verkauf einer *Ex-Vote-Aktie* (*ohne Stimmrecht*) das Stimmrecht indirekt zu erwerben. Diese beiden Kassamarktgeschäfte könnten in einem Wertpapierleihegeschäft [Diwa99] gebündelt werden. Dieser Variante liegt die Idee zugrunde, den Aktienkauf vor der Ausübung des Stimmrechts mit einem festgelegten Rückkauf nach dessen Ausübung zu kombinieren, so dass die Aktie zusammen mit dem Stimmrecht am Record Date Eigentum des Käufers ist. Rechtlich ist die indirekte Realisierung eines Stimmrechtehandels auf diesen Wegen möglich. In Australien wird nach [CGMR04] ein solches Verfahren bereits indirekt (nicht über ein dediziertes Handelssystem) praktiziert. Allerdings verwehrt eine solche rein institutionelle und im OTC-Markt durchgeführte Wertpapierleihe beispielsweise den Kleinanlegern weitestgehend den Marktzugang.

## **4.2 Fungibilität der Stimmrechte**

Ein Handel mit Stimmrechten setzt neben der Etablierung einer Marktorganisation auch die Marktfähigkeit der Stimmrechte voraus, die durch Fungibilität und Liquiditätsgrad determiniert wird [Geld00]. Da die in den Aktien einer Gesellschaft verbriefen Stimmrechte typisiert sind und gesetzlich normierte Einwirkungsmöglichkeiten implizieren, sind diese grundsätzlich als standardisierte und handelbare Objekte anzusehen, und eine Fungibilität ist gegeben, sofern die Stimmrechte in symmetrischer Weise auf die Aktien verteilt sind [Geld00].

Dem Aktienstimmrecht kann also durchaus Fungibilität zugeschrieben werden. Gleiches gilt für die dem Aktienstimmrecht zugrunde liegende börsengehandelte Aktie.

Hinsichtlich der Liquidität eines Stimmrechtehandels führen [GeFo99] als beschränkende Faktoren den nur teilsaisonalen Charakter des Stimmrechts, eine begrenzte Nachfragermenge sowie die fehlende Kontrahentenauswahl auf. Bezüglich des teilsaisonalen Charakters und der begrenzten Nachfragermenge muss diesen Aspekten im Rahmen der phasenspezifischen Modellierung des Handels Rechnung getragen werden (s. Abschnitt 4.6). Mit der Einbindung einer Kontrahentenauswahl in das Marktmodell [Gomb00] würde neben Preis und Menge eine höhere Komplexität einhergehen, die zu erheblichen Einbußen in der Liquidität führen könnte und auch die Systemkomplexität immens steigern würde.

### 4.3 Die Ausprägung des Handels mit Stimmrechten

Bei Vernachlässigung rechtlicher Restriktionen stellt der Handel des isolierten Stimmrechts die effizienteste Alternative zur Realisierung eines Stimmrechtehandels dar. Dem Kassamarkt-basierten Aktienhandel kann nur eine stark eingeschränkte Eignung für einen indirekten Stimmrechtehandel zugesprochen werden, da der Handel der ganzen Aktie nicht nur mit Transaktionskosten verbunden ist, sondern der Käufer auch das Aktienkursrisiko für den Besitzzeitraum trägt. Dieses Risiko könnte allerdings durch die Minimierung der Haltedauer reduziert sowie über den Terminmarkt abgesichert werden [CGMR04].

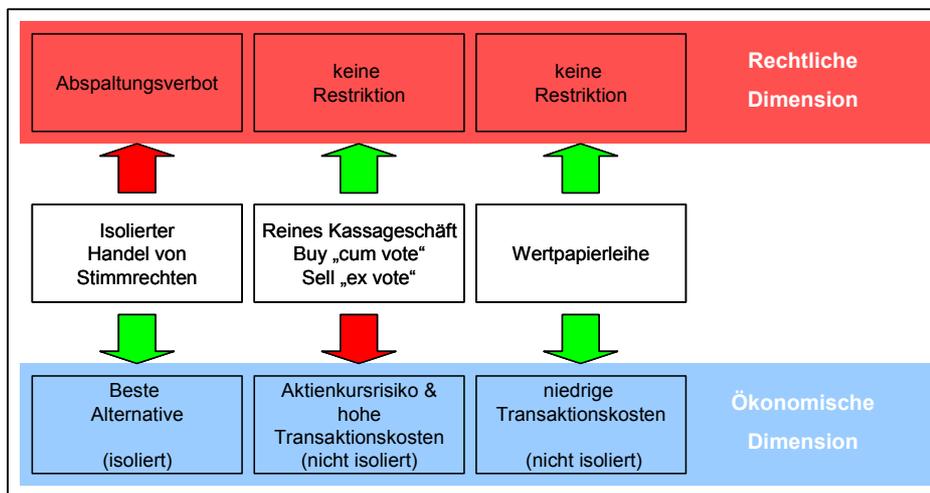


Abb. 2: Rechtliche und ökonomische Dimension eines Stimmrechtehandels

Abbildung 2 stellt die drei grundsätzlich möglichen Formen des direkten und indirekten Handels mit Stimmrechten dar, die sich aus dem Spannungsfeld zwischen rechtlichen und ökonomischen Rahmenbedingungen ergeben. Bei Berücksichtigung der rechtlichen Restriktionen kann die Wertpapierleihe zur *First-Best-Lösung* für den Stimmrechtehandel werden: Die bei einer Umsetzung über den Kassamarkt notwendigen Hedgegeschäfte entfallen, und das Marktrisiko

wird aufgrund des festgelegten Verkaufspreises eliminiert [CGMR04]. Eine solche Lösung muss dann im Rahmen der Standardisierung eines neuen Wertpapierleihegeschäfts voraussetzen, dass die Aktie mitsamt ihrer Vermögens- und Verwaltungsrechte an den Stimmrechtskäufer übertragen wird und die anfallenden Erträge aus den Vermögensrechten (z.B. Dividenden und Bezugsrechte) an den Verkäufer der Stimmrechte fließen. Nach Ablauf der Leihe wird die Aktie zurück übertragen. So kann das Ziel eines bestmöglichen isolierten Stimmrechtehandels unter Ausschluss etwaiger Preisverzerrungen realisiert werden (s. Abb. 3).

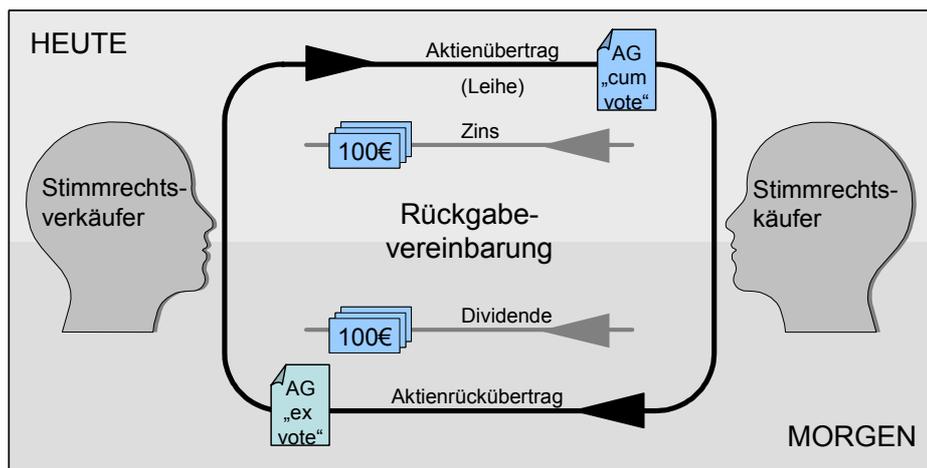


Abb. 3: Stimmrechtehandel basierend auf der Wertpapierleihe

Im vorgestellten Modell wird mit Geschäftsabschluss der Stimmrechtspreis in Form der Leihgebühr für den vereinbarten Zeitraum fällig. Zum Laufzeitende der Wertpapierleihe übereignet der Stimmrechtskäufer als derzeitiger Aktienbesitzer nach Ausübung seines Stimmrechts die Aktien in gleicher Qualität an den Stimmrechteverkäufer zurück. Der Zeithorizont der Wertpapierleihe muss sich hierbei nach der minimal notwendigen Haltefrist richten, die es erlaubt, dass der Stimmrechtskäufer zur Hauptversammlung stimmberechtigt ist.

Die Laufzeiten entsprechender Kontrakte werden dann im Rahmen der regulatorischen Vorgaben standardisiert. In der Regel ist bei Publikumsaktiengesellschaften eine satzungsmäßige Hinterlegung von Aktien üblich [Büsc01]; eine Hinterlegungsfrist wird zumeist auf eine Woche vor dem Tag der Hauptversammlung festgesetzt. Die Hauptversammlung wird in der Regel 5 bis 6 Wochen vor dem geplanten Versammlungstermin einberufen. Nach den derzeitigen Usancen müsste ein Handel des Stimmrechts aus organisatorischen Gründen spätestens am letzten Hinterlegungstag enden, d.h. in der Regel fünf Werktage vor der Hauptversammlung. Unter Berücksichtigung eines Abwicklungszeitraums zur Gewährleistung des Eigentumsübergangs an

der Aktie muss der Handel mit Stimmrechten um weitere zwei Tage verkürzt werden und sieben Werktagen vor der Hauptversammlung enden (s. Abb. 4).

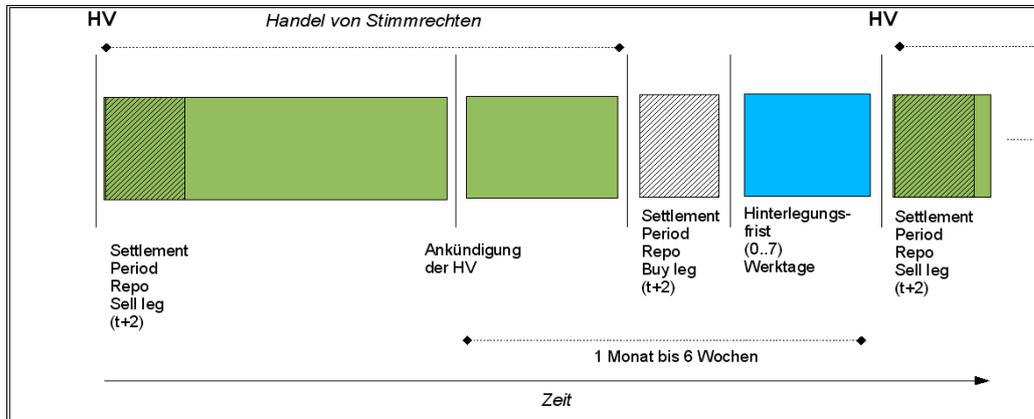


Abb. 4: Zeitliche Handelbarkeit des auf der Wertpapierleihe basierenden Stimmrechts

#### 4.4 Orderbuch

Abbildung 5 zeigt den möglichen Aufbau eines Orderbuches für den Handel mit Stimmrechten. Die Darstellung orientiert sich an herkömmlichen Handelssystemen wie dem Kassamarktsystem Xetra oder dem Derivatehandelssystem Eurex der Deutsche Börse AG.

Contract	LALV	3206	UNIT	100	days	27									
LstPrc	0.57	LstQty	10	NetChg	-0.01	High	0.58	Low	0.56	Volume	20,000	Phase	TRAD	Xchg	ESE
BidAvg	0.5543	BidAcc	46	BidQty	46	Bid	0.5543	Ask	0.5700	AskQty	38	AskAcc	38	AskAvg	0.5700
	0.5468	174	128	0.5441	0.5802	141	179	0.5780							
	0.5424	265	91	0.5339	0.5904	78	257	0.5818							
	0.5343	467	202	0.5237	0.6006	145	402	0.5886							
	0.5318	530	63	0.5135	0.6108	143	545	0.5944							
	0.5242	722	192	0.5033	0.6210	112	657	0.5989							
	0.5200	835	113	0.4931	0.6312	96	753	0.6031							
	0.5161	933	98	0.4829	0.6414	162	915	0.6098							
	0.5083	1,137	204	0.4727	0.6516	132	1,047	0.6151							
	0.5022	1,314	177	0.4625	0.6618	147	1,194	0.6209							

Abbildung 5: Beispiel Handelsbildschirm

In dem dargestellten Fall wird für eine Aktie der Allianz AG (WP-Kürzel ALV) das Stimmrecht LALV (Lending ALV) angeboten. Dieses Stimmrecht hat eine Laufzeit „3206“, d.h. in der 32. Kalenderwoche des Jahres 2006 findet eine Hauptversammlung statt, und der Rückübertrag der Aktie an den Stimmrechtsverkäufer erfolgt unmittelbar nach Abschluss der Hauptversammlung. 27 Tage ist das Handelsprodukt noch handelbar. Der aktuelle Marktpreis (LstPrc) liegt bei 0,57 €, der aktuelle Bid-Ask-Spread liegt bei 0,5543 zu 0,5700 €.

## **4.5 Die technologische Plattform**

Bisher existiert kein Referenzhandelssystem für Stimmrechte. Eine Realisierung auf Basis der Wertpapierleihe ist durch Implementierung in gängige Kassamarkthandelssysteme jedoch durchaus denkbar.

Die aktuelle informationstechnische Unterstützung im Umfeld des Aktienstimmrechts orientiert sich am gesetzlich möglichen Rahmen und deckt lediglich die elektronische Aktienregisterführung, Investor Relations, und die Unterstützung der Hauptversammlung ab [LaNi03], so dass bspw. Live-Anbindungen an den öffentlichen Teil der Hauptversammlung, aber auch insbesondere die elektronische Erteilung von Vollmachten und Weisungen an den Stimmrechtsvertreter ermöglicht werden.

Aufgrund der mit den Geschäften einhergehenden physischen Lieferung stellen sowohl die Generierung von Lieferinstruktionen wie auch deren Weiterleitung an die entsprechenden Settlementinstitutionen über Schnittstellen integrale Bestandteile der Kassamarkthandelssysteme dar. Um auf solchen Kassamarktsystemen einen Stimmrechtehandel aufzusetzen, sollte zusätzlich zur Lieferinstruktionsgenerierung auch eine entsprechende Verwaltung von Lieferinstruktionen aus dem später folgenden Gegengeschäft der Wertpapierleihe zur Verfügung gestellt werden. Weiterhin ist diese unter ökonomischen Aspekten auch um eine Netting-Funktionalität zu erweitern, um die Anzahl der tatsächlich notwendigen physischen Lieferungen zu reduzieren. Darüber hinaus sollte das System in der Lage sein, die mit den neuen Produkten einhergehenden erweiterten Kontraktsspezifikationen abzubilden.

## **4.6 Handelsphasenspezifische Betrachtung**

Nach [ScLi98] besteht der Handel auf elektronischen Marktplätzen grundsätzlich aus den drei Phasen Informationssuche, Geschäftsabschluss und Abwicklung der Transaktion. Die mit dem Handel mit Stimmrechten einhergehenden Besonderheiten im Stimmrechtehandel im Vergleich zum traditionellen Aktienhandel werden anhand dieser drei Phasen im Folgenden dargestellt.

### *4.6.1 Informationsphase*

Die Gelegenheit einer effizienten Informationsbeschaffung und -auswertung über mögliche Handelsplätze, Produkte, Kontrahenten und Teilnehmer ist eine essentielle Voraussetzung für funktionierende Wertpapiermärkte und stellt somit den ersten Schritt im Marktprozess dar. Je

nach Risikoneigung des Marktteilnehmers variiert hierbei der Informationsbedarf hinsichtlich Informationstiefe und Zeitnähe [GeRa94].

Im Rahmen des elektronischen Stimmrechtehandels wird sich die Informationsbeschaffung und -auswertung der marktexogenen Seite primär auf die Beurteilung der Managementleistung des betreffenden Unternehmens konzentrieren. Sie kann dadurch gekennzeichnet sein, dass unter Inanspruchnahme externer Informationslieferanten eine bestimmte Managementleistung in Abhängigkeit zu einem mit dem Stimmrechtspreis negativ korrelierenden Index gemessen wird, der als Branchenindex gewählt wird, um eine möglichst objektive Bewertung zu gewährleisten [GeFo99]. Darüber hinaus können derartige Informationsdienstleister Informationen zu anstehenden regulären oder außerordentlichen Hauptversammlungen, zu Übernahmeangeboten sowie zu Tagesordnungspunkten kommunizieren.

#### *4.6.2 Abschlussphase*

Im Rahmen eines Stimmrechtehandels ist der Nutzen des Stimmrechts an die Ausübung und diese an die Hauptversammlung gebunden. In der Periode zwischen zwei Hauptversammlungen sollte daher eine Sofortigkeit des Stimmrechteerwerbs umso eher gewährleistet sein, je mehr man sich dem Zeitpunkt der Stimmrechtsausübung nähert. Dies liegt darin begründet, dass die Liquidität des Handels in einem spezifischen Stimmrecht dann umso unzulänglicher ist, je weiter der Zeitpunkt der nächsten Stimmrechtsausübung entfernt ist und bis zu diesem Zeitpunkt wenig Informationen über die Leistung des Managements vorliegen [Geld00].

Die Preisermittlung nach dem Auktionsprinzip ermöglicht durch die Ansammlung von Kauf- und Verkauforders und durch die Gesamtpreisermittlung nach dem Meistausführungsprinzip eine verbesserte Markttiefe, diese allerdings zulasten der sofortigen Ausführbarkeit.

#### *4.6.3 Abwicklungsphase*

Die Erfüllung der abgeschlossenen Geschäfte vollzieht sich in der Abwicklungsphase, indem die an der jeweiligen Transaktion beteiligten Parteien über die konkreten Handelsdaten informiert werden, die wechselseitigen Verpflichtungen festgestellt („Clearing“) und die Übertragung der Eigentumsrechte bzw. die Lieferung des Wertpapiers sowie die Zahlung des Kaufbetrages durchgeführt werden („Settlement“). Ein Stimmrechtskontrakt gilt im Rahmen des Settlements dann als erfüllt, wenn sowohl beide Eigentumsübertragungen als auch die während der Leihe vereinbarten monetären Zahlungen vollständig erfolgt sind [Büsc01]. Als weiteres optionales Strukturmerkmal des Marktes könnte die Anbindung an die elektronische Aktienregister-

verwaltung des Unternehmens angedacht werden. Das elektronische Aktienregister könnte dann eine Verwaltung der Stimmrechte und ein Autorisierungskonzept zur Online-Stimmabgabe vorsehen. Da die Settlementfrist einen Zeitraum darstellt, in dem beide Geschäftspartner dem Kontrahentenrisiko ausgesetzt sind [Gomb00], kann ein zentraler Kontrahent neben seiner Funktion als Clearingstelle auch für sämtliche Geschäfte die Rolle der Gegenpartei einnehmen und Handelsdaten zur Verfügung stellen. Die Absicherung des Kontrahentenrisikos erfolgt durch Sicherheitsleistungen der Marktteilnehmer, die nicht nur auf der Basis aktueller Kurse errechnet werden, sondern auch zukünftige mögliche Kursrisiken abdecken [Eure00]. Dem zentralen Kontrahenten kommt im Rahmen des Stimmrechtshandels eine bedeutende Rolle zu, da ein Ausfall des Kontrahenten den vollständigen Wertverlust des Stimmrechts aufgrund des Termincharakters zur Folge hätte.

## **5 Zusammenfassung und Ausblick**

Die Präsenz des stimmberechtigten Kapitals auf den Hauptversammlungen deutscher DAX-30-Unternehmen nimmt kontinuierlich ab und liegt mittlerweile bei unter 50%. Dies führt einerseits zu einer Konzentration der Entscheidungsmacht auf das vertretene Kapital, und andererseits verfallen jährlich etwa 6 Mrd. Stimmrechte mit dem entsprechenden monetären Gegenwert. Es wurden zwei Ansätze vorgestellt, die dieser Entwicklung entgegen wirken können. Im Rahmen des *Kostenansatzes* wird versucht, die Transaktionskosten der Stimmrechtsabgabe zu reduzieren, was jedoch nicht erfolgversprechend ist. Mit dem Kostenansatz werden darüber hinaus keine zwangsläufig besseren Entscheidungen im Sinne einer optimalen Ressourcenallokation herbeigeführt. Der *Handelsansatz* hingegen verfolgt das Ziel, Stimmrechte frei handelbar zu machen und den Stimmrechtspreis auf einer Handelsplattform durch Angebot und Nachfrage zu bilden. Es zeichnet sich ab, dass ein beträchtliches Angebots- und Nachfragepotential besteht, das zur Erhöhung der Stimmrechtspräsenz führen kann. Der isolierte Stimmrechteerwerb kann weiterhin den Effekt einer effizienteren Ressourcenallokation zur Folge haben. Aufgrund derzeitiger rechtlicher Restriktionen kann ein solcher Stimmrechtshandel nach dem Handelsansatz jedoch nur über den Umweg der Wertpapierleihe realisiert werden. Die derzeit gängige Form der Wertpapierleihe muss hierzu modifiziert und standardisiert werden. Dies beinhaltet die Beseitigung der Zugangsbarrieren für Kleinanleger, die Produktstandardisierung auch von kleineren Kontraktgrößen sowie den Rückfluss der Erträge aus den Vermögensrechten an den Ver-

käufer der Aktie. Nur so kann unter den gegebenen rechtlichen Restriktionen über den Weg der Wertpapierleihe in Deutschland ein weitgehend isolierter Handel des Stimmrechts realisiert werden. Hierfür wurde in diesem Artikel ein im Rahmen des TRAVO-Projektes entwickeltes Marktmodell für den Stimmrechteteilhandel vorgestellt, das in weiteren Schritten im Rahmen einer prototypischen Umsetzung validiert werden soll. Aus Experimenten, die auf dieser Plattform durchgeführt werden, könnten Erkenntnisse über die Auswirkungen auf die Gestaltung des Stimmrechtspreises und auf den Markt der Unternehmenskontrolle im Allgemeinen gewonnen werden, die unter Umständen aufgrund von Marktfriktionen den ursprünglichen Annahmen entgegenwirken. Für Ende 2006 ist die prototypische Umsetzung der Plattform geplant, auf der im zweiten Quartal 2007 Simulationen durchgeführt werden können.

## Literatur

- [AktG65] Aktiengesetz in der Fassung vom 6. September 1965, (BGBl I 1965).
- [Bhat97] Bhattacharya, U.: Communication Costs, Information Acquisition, and Voting Decisions in Proxy Contests, in: Review of Financial Studies, Vol. 10, Heft 4, 1997, S. 1065-1098.
- [BIGG89] Blair, D., Golbe, D., Gerard, J.: Unbundling the Voting Rights and Profit Claims of Common Shares, in: Journal of Political Economy, Vol. 97, Nr. 2, 1989, S. 420-443.
- [Büsc01] Büschgen, H.: Das kleine Börsenlexikon, 2. Aufl., Düsseldorf, 2001.
- [CGMR02] Christoffersen, S., Geczy, C., Musto, D., Reed, A.: The Market for Record-Date Ownership, in: Social Science Research Network, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302522](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302522), 2002, Abruf am 03.03.2006.
- [CGMR04] Christoffersen, S., Geczy, C., Musto, D., Reed, A.: How and Why do Investors Trade Votes, and What does it Mean?, in: Scientific Series, <http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2004s-23.pdf>, 2004, Abruf am 13.06.2005.

- [Clar79] Clark, R.: Vote Buying and the Corporate Law, in: Case Western Reserve Law Review, Vol. 29, 1979, S. 776-807.
- [DaEh02] Daske, S. / Ehrhardt, O.: Kursunterschiede und Renditen deutscher Stamm- und Vorzugsaktien, in: Financial Markets and Portfoliomangement, Vol. 16, 2002, S. 179-207.
- [DAI04] Deutsches Aktieninstitut: Factbook 2004, Eigenverlag, Frankfurt am Main, 2004.
- [DAI05] Deutsches Aktieninstitut: Kurzstudie 1/2005, Zahl der direkten Aktienanleger gestiegen - Zahl der Fondsanleger rückläufig, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/CD16F46C0258BFC6C1256F880032785D/\\$File/DAI-KS-1-2005.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/CD16F46C0258BFC6C1256F880032785D/$File/DAI-KS-1-2005.pdf), 2005, Abruf am 2006-11-13.
- [Davo02] D'Avolio, G.: The Market for Borrowing Stock, in: Journal of Financial Economics, Vol. 66, Nr. 2-3, 2002, S. 271-306.
- [DeDe85] De Angelo, H. / De Angelo, L.: Managerial Ownership of Voting Rights, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, 1985, S. 33-69.
- [DeDe89] De Angelo, H. / De Angelo, L.: Proxy Contests and the Governance of Publicly held Corporations, in: Journal of Financial Economics, Vol. 23, 1989, S. 29-59.
- [DeutoJ] Deutsche Börse AG, <http://www.deutsche-boerse.com>, Abruf am 2006-03-27.
- [Diwa99] Diwald, H.: Zinsfutures und Zinsoptionen. Erfolgreicher Einsatz an internationalen Terminmärkten, Vahlen 1999.
- [Doer92] Doerks, W.: Der Kursunterschied zwischen Stamm- und Vorzugsaktien in der BRD: Eine empirische Untersuchung, Köln 1992.
- [DSW05] Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.: Hauptversammlungspräsenzen sinken weiter, [http://www.dsw-info.de/Hauptversammlungspraesenzen\\_sin.538.0.html](http://www.dsw-info.de/Hauptversammlungspraesenzen_sin.538.0.html), 2005-07-07, Abruf am 2006-06-27.

- [EaFi83] Easterbrook, F., Fischel, D.: Voting in Corporate Law, in: Journal of Law & Economics, Vol. 26, 1983, S. 395–427.
- [Els88] Elschen, R.: Die getrennte Handelbarkeit von Stimmrechten, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 40, Nr. 11, 1988, S. 1009-1037.
- [ErGP05] Ernst, E., Gassen, J., Pellens, B.: Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre - Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten, in: Studien des Deutschen Aktieninstituts, Nr. 29, Frankfurt am Main 2005.
- [Eure00] Eurex Frankfurt AG, [http://www.eurexchange.com/download/documents/xpand/d\\_xpand\\_200027.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/xpand/d_xpand_200027.pdf), 2000-11, Abruf am 2006-11-13.
- [FAZ06] FAZ v. 11.5.2006, S. 25.
- [FeOb86] Fehl, U. / Oberender, P.: Unternehmensverfassung, Kapitalmarktordnung und Wettbewerb: Zum Einfluß gesellschaftsrechtlicher Dimensionen der Kapitalmarktordnung auf den Wettbewerbsprozeß, in: Leipold, H., Schüller, A. (Hrsg.): Zur Interdependenz von Unternehmens- und Wirtschaftsordnung, Stuttgart 1986, S. 137-151.
- [GeFo99] Geldmacher, D., Foit, K.: Der Markt für Stimmrechte als Instrument einer verbesserten Managementkontrolle in Publikumsaktiengesellschaften, <http://www.uni-koeln.de/wisofak/bankseminar/veroeff/mub/81/geldmacher.pdf>, Abruf am 2005-06-03.
- [Geld00] Geldmacher, D.: Marktorientierte Managerkontrolle – Stimmrechte als Kontrollinstrument, Deutscher Universitäts-Verlag Wiesbaden 2000.
- [GeRa94] Gerke, W., Rapp, H.-W.: Strukturveränderungen im internationalen Börsenwesen, in: Die Betriebswirtschaft (DBW), 1, 1994, S. 5-23.
- [Gomb00] Gomber, P.: Elektronische Handelssysteme - Innovative Konzepte und Technologien im Wertpapierhandel, Physica Verlag Heidelberg, 2000.

- [GrHa88a] Grossman, S. J., Hart, O. D.: Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation, in: *British Journal of Economics and Political Science* Vol.11, 1980, S. 42-64.
- [GrHa88b] Grossmann, S. J., Hart, O. D.: One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, S. 175–202.
- [HaRa88] Harris, M., Raviv, A.: Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, S. 203-235.
- [Hoff99] Hoffmann-Burchardi, U.: Corporate Governance Rules and the Value of Control – A Study of German Dual-class Shares, Discussion Paper 315, London School of Economics, Financial Markets Group, 1999.
- [Horn88] Horner, M.: The Value of the Corporate Voting Right, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 12, 1988, S. 69-83.
- [KiKM04] Kini, O., Kracaw, W., Mian, S.: The Nature of Discipline by Corporate Takeovers, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, Nr. 4, 2004, S. 1511-1552.
- [Körb89] Körber, U.: Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute - Überlegungen zur Fortentwicklung des deutschen Rechts unter Berücksichtigung der Vorschläge der Europäischen Kommission, Berlin 1989.
- [LaNi03] Lattemann, C., Niedermeyer, P.: Elektronische Stimmrechtsausübung zur Verbesserung der Corporate Governance in Deutschland?, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Jg. 56, 2003, S. 1415-1423.
- [Latt05] Lattemann, C.: Use of ICT in Annual Shareholder Meeting and Investor Relations on Returns on the German Stock Market, in: *Corporate Reputation Review – An International Journal*, Vol. 8 No. 2, 2005, S. 110-120.
- [LLSV99] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: Corporate Ownership around the World, in: *Journal of Finance*, Vol. 54, 1999, S. 471-517.

- [Mann75] Manne, H.: Some Theoretical Aspects of Share Voting, in: Manne, H. (Hrsg.): The Economics of Legal Relationships. Readings in the Theory of Property Rights, 4. Reproduktion der Ausgabe von 1975, St. Paul, 1982, S. 534-554.
- [NeOr03] Neeman, Z., Orosel, G.: On the Efficiency of Vote Buying, <http://homepage.univie.ac.at/Gerhard.Orosel/Vote-Buying-Dec03.pdf>, 2003-12, Abruf vom 2005-06-01.
- [Nico98] Nicodano, G.: Corporate Groups, Dual-class Shares and the Value of Voting Rights, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 22, 1998, S. 1117-1137.
- [Noac05] Noack, U.: Handgeld für Teilnahme an Hauptversammlungen, im Betriebsberater Nr. 42, 2005
- [Perl06] Perlitz, J.: Präsenzboni bei Hauptversammlungen, in: Finanzplatz (5) 2006.
- [RoMK94] Rothauge, F. A., Menkhoff, L., Krahen, J. P.: Erklärt Übernahmespekulation die Preisbildung von Vorzugsaktien?, in: Die Bank, Nr. 4., 1994, S. 239-244.
- [Rydq96] Rydqvist, K.: Takeover Bids and the Relative Prices of Shares that Differ in their Voting Rights, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 20, S. 1407-1425.
- [Schü79] Schüller, A.: Eigentumsrechte, Unternehmenskontrollen und Wettbewerbsordnung, in: ORDO, Jg. 30, 1979, S. 325-346.
- [ScLi98] Schmid, B., Lindemann, M.A.: Elements of a Reference Model for Electronic Markets, in: Sprague, E. (Hrsg.): Proceedings of the 31st Hawaii International Conference on Systems Sciences (HICSS'98). Nummer 4 (1998) S. 193-201.
- [Zetz02] Zetzsche, D. (Hrsg.): Die virtuelle Hauptversammlung: Aktionärsbeteiligung via Internet aus juristischer und betriebswirtschaftlicher Sicht mit Erfahrungsberichten, Berlin 2002.
- [Zing95] Zingales, L.: What Determines the Value of Corporate Votes?, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 60, 1995, S. 1047-1073.