

Vorschlag mit Nebenwirkungen: EU Kommission fördert (unintendiert) Geschäftsmodell von Hedge Funds

Position zum Vorschlag der EU Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung COM(2014) 213.

November 2014

Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt das Ziel der EU Kommission zur Aktivierung der Aktionäre. Lange Zeit standen nur die Gesellschaften im Mittelpunkt der Regulierungsinitiativen im Bereich Corporate Governance. Hierbei ist ein hohes, modernes Niveau erreicht, so dass derzeit keine Eingriffe in die Unternehmensführung erforderlich sind. Die Aktionäre an ihre Rolle in den „checks and balances“ der börsennotierten Unternehmen zu erinnern und die Kommunikation der Unternehmen mit ihren Aktionären zu erleichtern, ist daher ein innovativer Ansatz der EU-Kommission.

Es bestehen hier allerdings noch zu viele **Unklarheiten**, die nicht delegierten Verordnungen überlassen werden dürfen, sondern bereits jetzt in der Richtlinie angegangen werden müssen. Sonst wird das Ziel des besseren Dialogs konterkariert.

Außerdem geht die EU Kommission bei dem Ziel, die Aktionäre zu aktivieren, mit der „Brechtstange“ vor. Sie will teilweise zu viel, sanktioniert zu hart und lässt dabei wichtige praktische und rechtliche Gegebenheiten bzw. mögliche und sicherlich unerwünschte Nebenwirkungen außer Acht. Dies zeigt sich v.a. im Bereich der **„Geschäfte mit nahe stehenden Unternehmen und Personen“**. Insbesondere Mitgliedstaaten, in denen vielfach Konzernstrukturen mit börsennotierten Unternehmen oder Joint Ventures vorherrschen, werden gegenüber Kapitalmarktstrukturen ohne Mehrheitsaktionäre mit hohem Streubesitzanteil, benachteiligt. **Der Vorschlag hat daher erhebliche wirtschaftliche Bedeutung: 70 Prozent des Umsatzes und 53 Prozent der Beschäftigten aller Unternehmen in Deutschland fallen auf konzernverbundene Unternehmen.**

Nach den Grundsätzen des Konzernrechts ist es erlaubt, dass die „Mutter“ die „Tochter“ veranlasst, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder zu ihrem Nachteil eine Maßnahme zu treffen oder zu unterlassen. Dies muss jedoch ausgeglichen werden. **Auf diesem Grundsatz bauen das gesamte Konzernrecht in Deutschland, ähnlich z.B. in Frankreich, und sein praktischer Nutzen auf.** Die geplante Regelung zu RPTs durchbricht diesen Grundsatz jedoch, so dass es künftig den Aktionären überlassen würde, Rechtsgeschäfte auch dann abzulehnen, wenn diese aufgrund eines Unternehmensvertrags oder wegen der Kompensation eigentlich zulässig wären. Dabei sind Aktionäre in ihrer Abstimmung völlig frei und würden daneben von anderen aktionärsschützenden Regelungen des Konzernrechts profitieren. **Damit wäre eine verlässliche Konzernleitung nicht mehr möglich und zwar auch nicht in einem Konzern, der auf vertraglicher Grundlage beruht.**

Indem sie die Mechanismen von Konzernrechten ignoriert und eine Nachteilskontrolle durch die Hauptversammlung einführt, setzt sich die EU Kommission damit in Widerspruch zur von ihr geplanten **Anerkennung des „Gruppeninteresses“**. **Die EU Kommission schränkt damit die nationalen Konzernrechte in ihrem Kern ein, statt ein Gruppeninteresse zu fördern.**

Die EU Kommission **fördert** damit letztlich diejenigen Aktionäre, deren Geschäftsmodell es ist, die Geschäftsführung zu beeinflussen, also aktivistische Aktionäre, wie **Hedge Funds**. Diese haben meist einen eher kurzfristigen Anlagehorizont, wobei die EU Kommission aber doch eigentlich den langfristig orientierten Aktionär fördern will. **Institutionelle Anleger mit breit diversifizierten Aktienportfolio werden dagegen systematisch überfordert**, weil der Richtlinienvorschlag eine nie dagewesene Anzahl von Transaktionen in die europäischen Hauptversammlungen bringen wird. Dies liegt zum einen an der im Gegensatz zum angelsächsischen Raum vorherrschenden Blockholder-Struktur und zum anderen an dem weiten Anwendungsbereich der Vorschrift (nicht nur Schwellenwert, sondern auch bloße Möglichkeit eines „wesentlichen Einflusses auf Umsatz und Gewinn“ einer Transaktion, keine Ausnahme für normale Geschäftsvorfälle) im Gegensatz zu Vorbildern etwa aus Großbritannien.

Die mit Art. 9 c einhergehenden Offenlegungspflichten führen zudem bei Geschäftstransaktionen u.U. zur Preisgabe von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen. Denn es soll ja gerade der Sinn sein, die Aktionäre umfassend über Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen zu informieren. **Hiermit wird man europäische Unternehmen im internationalen Wettbewerb nachhaltig schädigen. Die zeitgleich mit einer Transaktion zu veröffentlichenden Informationen dürften insbesondere bei Wettbewerbern außerhalb Europas, insbesondere in Fernost, auf großes Interesse stoßen.**

Das Deutsche Aktieninstitut **lehnt darüber hinaus ein rechtlich verbindliches Votum der Hauptversammlung zur Vorstandsvergütung** ab. Die Praxis hat gezeigt, dass auch rechtlich den Aufsichtsrat nicht bindende Voten zur Vorlage geänderter Systeme veranlassen und die rechtliche Verbindlichkeit daher **nicht erforderlich** ist. Sie ist sogar eher schädlich, wie wir zeigen werden. Die EU Kommission nimmt dabei durch den Detailierungsgrad der Regelung zudem inhaltlichen Einfluss auf die Vergütungssysteme und baut eine enorme Bürokratie auf.

Vor diesem Hintergrund regt das Deutsche Aktieninstitut an:

1. Keine Zuständigkeit der Hauptversammlung für „Geschäfte mit nahe stehenden Unternehmen und Personen“.
2. Anerkennung der Rolle des Aufsichtsrats oder nicht-exekutiver Direktoren für den Aktionärsschutz. Diese werden in dem Vorschlag dahingehend nicht einmal erwähnt. Stattdessen wird auf teuer zu bezahlende Experten von außen gesetzt.
3. Kein rechtlich verbindliches Votum der Hauptversammlung zur Vergütungspolitik. Es reicht die Verpflichtung der Unternehmen, die Vergütungspolitik (bei Änderungen) der Hauptversammlung zur Abstimmung vorlegen zu müssen. Das Signal eines negativen Votums verfehlt im Kapitalmarkt seine Wirkung nicht.
4. Angemessene Regelungen zur Aktionärsidentifikation, die dem Ziel auch gerecht werden können. Der Text der Richtlinie sollte deutlich machen, dass es sich bei der Aktionärsidentifikation explizit um ein Recht der Unternehmen handelt.
5. Das Deutsche Aktieninstitut befürwortet Transparenzpflichten für Proxy Advisor, sieht aber inhaltlichen Ergänzungsbedarf. Ziel muss es auch sein, den Dialog von Proxy Advisors mit den Unternehmen zu fördern. Außerdem hält das Deutsche Aktieninstitut eine kodexbasierte Regulierung der Stimmrechtsberater vorerst für ausreichend.



1 Identifikation der Aktionäre, Übermittlung von Informationen und Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten (Kapitel IA)

1. Grundsätzliche Bemerkungen

Der Vorschlag zur Überarbeitung der EU-Aktionärsrechterichtlinie enthält in den Art. 3a – 3f erstmals auf Ebene der EU Vorgaben zur Identifikation von Aktionären durch börsennotierte Unternehmen sowie den Informationsfluss vom Unternehmen zu diesen Aktionären und umgekehrt.

Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts ist dies zu begrüßen. Zwar existieren in vielen Mitgliedstaaten der EU schon heute Mechanismen der Aktionärsidentifikation. Jedoch zeigt die Praxis, dass diese Mechanismen im grenzüberschreitenden Kontext häufig an ihren Grenzen stoßen. So ist es für deutsche Namensaktiengesellschaften aufgrund der Besonderheiten des internationalen Aktienverwahrungsgeschäfts sehr schwer, die Identität ausländischer Aktionäre zu erfahren und diese entsprechend direkt zu adressieren. Auch im Hinblick auf den Informationsfluss zwischen Emittenten und Endinvestoren und umgekehrt bestehen Defizite, sobald es nicht nur um rein nationale Prozesse geht. Die gleichen Erfahrungen machen Emittenten aus anderen Ländern der EU.

Gleichzeitig sind aber ausländische Aktionäre heute für viele börsennotierte Unternehmen ein unverzichtbarer Bestandteil des Aktionariats. Im DAX wird heute schon rund jede zweite Aktie von ausländischen Aktionären gehalten. Die Unternehmen haben daher ein großes Interesse daran, dass diese Aktionäre Gehör finden und insbesondere auf den Hauptversammlungen vertreten sind. Auch dies ist heute – wenn überhaupt – in vielen Fällen nur mit erhöhtem Aufwand für Investoren und Unternehmen sicherzustellen.

Die Vorschläge der EU-Kommission greifen vor diesem Hintergrund bestehende Defizite zu Recht auf, indem sie europäische Mindeststandards für das Verhalten von Emittenten und Depotbanken definieren. Die Grundtendenz der Vorschläge der EU-Kommission wird dabei vom Deutschen Aktieninstitut unterstützt. Dies gilt insbesondere für

- Die Pflicht aller Finanzintermediäre einer Verwahrkette, einschließlich der Finanzintermediäre aus Drittstaaten, Namen und Kontaktdaten auf Antrag des Unternehmens diesem zu übermitteln (Art. 3a Abs. 1 und 2 sowie Art. 3e).

- Die Verpflichtung aller Finanzintermediäre, den Informationsfluss vom Unternehmen zum Aktionär durch die Weiterleitung von Informationen zu unterstützen, wenn das Unternehmen nicht direkt mit dem Aktionär kommuniziert (Art. 3b Abs. 1).
- Die Pflicht der Finanzintermediäre, die Ausübung der Aktionärsrechte einschließlich des Rechts auf Teilnahme an der Hauptversammlung zu unterstützen (Art. 3c)

Richtig ist aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts auch, dass die EU-Kommission weiterhin auf den Grundsatz der **Minimalharmonisierung** setzt. Insbesondere die verschiedenen nationalen Identifikationsmechanismen sind zum Teil über Jahrzehnte gewachsen. Sie sind daher nur aus dem institutionellen Gesamtgefüge der jeweiligen Mitgliedstaaten heraus zu verstehen. Daher sollte auch weiterhin gelten, dass die Identifikationsmechanismen einschließlich der anwendbaren wirksamen Sanktionen in den nationalen Gesellschaftsrechten kodifiziert werden. Die EU-Aktionärsrechterichtlinie sollte lediglich Mindeststandards und -ziele formulieren, die von den nationalen Gesellschaftsrechten erfüllt werden müssen. Eine Umstellung der Richtlinie auf Maximalharmonisierung würde das Deutsche Aktieninstitut dagegen ablehnen, weil dadurch das Zusammenspiel mit den Rechtstraditionen der einzelnen Mitgliedstaaten nicht mehr gewährleistet ist. Einzig in Bezug auf technische Details – z.B. im Hinblick auf Formate, die den Informationsfluss zwischen Unternehmen, Finanzintermediären und Aktionären unterstützen, könnte eine EU-einheitliche Lösung sinnvoll sein.

Als problematisch könnte sich hingegen dabei erweisen, dass eine ganze Reihe der neuen Verpflichtungen erst durch Durchführungsrechtsakte der EU-Kommission konkretisiert werden. Dabei droht u.U. eine übermäßige Regulierungsintensität, eine zu geringe Rücksichtnahme auf nationale Besonderheiten sowie übermäßige Eingriffe in freie unternehmerische Entscheidungen. Das Deutsche Aktieninstitut wird sich bei den technischen Details in den Konsultationen einbringen, aber die Grundstrukturen müssen zuvor umso genauer in der Richtlinie festgelegt sein.

2. Art. 3a Identifikation der Aktionäre

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass die EU-Kommission in Art. 3a den Emittenten europaweit das Recht geben will, ihre wahren Aktionäre zu identifizieren. Richtig ist auch, dass der Vorschlag keinerlei Mindestschwellenwerte des Aktienbesitzes vorschreibt, ab denen die Identifikationsmechanismen greifen.

Die Identifikation von wahren Aktionären ist grundsätzlich deshalb wichtig, weil sie zum einen allgemein Voraussetzung für einen offenen und konstruktiven Dialog zwischen Unternehmen und ihren Eignern ist. Wer seine Aktionäre identifizieren kann, kann zu wichtigen Unternehmensentscheidungen frühzeitig in den Dialog

treten und so Konflikte vermeiden oder zumindest moderieren. Prinzipiell eröffnet die zuverlässige Identifikation der Aktionäre zum zweiten den Unternehmen die Möglichkeit, die Übermittlung von wichtigen Informationen und Dokumenten (z.B. die Einladung zur Hauptversammlung) direkt an die Aktionäre zu versenden, ohne sich dazu der Kette der Verwahrbanken bedienen zu müssen. Hieraus kann ein deutlicher Effizienzgewinn in der Aktionärskommunikation resultieren. Beides liegt im Interesse sowohl der Unternehmen als auch ihrer Aktionäre.

Die EU-Aktionärsrechterichtlinie bzw. die nationalen Gesellschaftsrechte sollten daher sicherstellen, dass die Unternehmen die Möglichkeit erhalten, die Identität des Endinvestors eines Aktienengagements zu erfahren. Art. 3a Abs. 1 und Abs. 2 gewährleisten dies prinzipiell **Gleichwohl könnte im Text der Richtlinie noch deutlicher verankert werden, dass es sich bei der Aktionärsidentifikation explizit um ein Recht der Unternehmen auf Aktionärsidentifikation handelt. Die bisherige Formulierung in Art. 3a „stellen sicher, dass Finanzintermediäre Unternehmen die Möglichkeit der Identifizierung ihrer Aktionäre anbieten“, könnte dagegen den Eindruck erwecken, dass es sich um einen Service handelt, der angeboten werden kann aber nicht muss.**

Sichergestellt sollte auch sein, dass die nationalen Gesellschaftsrechte bzw. Identifikationsmechanismen in diesem Punkt im gesamten Binnenmarkt und international Gültigkeit haben und nicht durch andere rechtliche Bestimmungen eines anderen Mitglieds- oder des Drittstaats konterkariert werden können. Insofern unterstützt das Deutsche Aktieninstitut auch Art. 3a Abs. 4. Dieser bestimmt, dass nicht ausländische Datenschutzbestimmungen einen bestehenden Identifikationsmechanismus aushebeln können. Gleiches gilt **für Art. 3d**, der Finanzinstitute aus EU-Ländern oder Drittstaaten, die nur mit einer Zweigstelle in der EU vertreten sind, dem Anwendungsbereich unterwirft. Bei der Umsetzung sollte in gleicher Weise sichergestellt werden, dass auch abweichende Aktionärsdefinitionen in ausländischen Depotrechten nicht dazu führen können, dass nationale Identifikationsmechanismen gewissermaßen „an der Grenze“ enden. Das Gesellschaftsrecht des Emittenten sollte in dieser Hinsicht immer Vorrang haben. Ziel ist die Kenntnis vom wahren Aktionär, dem „end investor“, der eigenes Geld direkt in eine Aktie investiert.

Änderungs- bzw. Klärungsbedarf sieht das Deutsche Aktieninstitut darüber hinaus für Art. 3a:

- Art. 3a Abs. 3 trifft Aussagen dazu, wie mit Aktionärsdaten von Unternehmen und Finanzintermediär umgegangen werden soll. Die dabei vorgesehene Aufbewahrungsfrist von 24 Monaten könnte ungewollt die Führung von Aktienregistern bei Namensaktiengesellschaften erschweren, denn wörtlich genommen müssten Aktionärsdaten nach 24 Monaten automatisch gelöscht werden, unabhängig davon, ob der betreffende Investor noch zum Aktionärskreis gehört oder nicht. Aus Sicht des

Deutschen Aktieninstituts sollte daher die Frist von 24 Monaten erst dann zu laufen beginnen, wenn ein Aktionär aus dem Register ausgetragen ist, also sozusagen die laufende Geschäftsbeziehung endet. Auch sollte klargestellt werden, dass natürliche Personen nur dann eine Korrektur der Daten verlangen dürfen, wenn sie weiterhin Aktionär sind.

- Es ist nicht ausreichend, wenn nur Name und Kontaktdaten des Aktionärs übermittelt werden. Es sollten auch Informationen über die Anzahl der Aktien übermittelt werden, um sich ein Bild über die Aktionärsstruktur zu machen und adäquate Dialoge führen zu können.
- Die EU Kommission ist in ihren Vorgaben auch teilweise unscharf. So dürfen nach Art. 3a Abs. 2 Satz 2 die Kontaktdaten ausschließlich für die Erleichterung der Ausübung der Rechte des Aktionärs verwendet werden. Die Begründung für Art. 3 lautet gemäß Erwägungsgrund 4 dagegen: „Um die Ausübung von Aktionärsrechten und die Zusammenarbeit zwischen börsennotierten Gesellschaften und Aktionären zu erleichtern, sollten börsennotierte Gesellschaften die Möglichkeit haben, eine Identifizierung ihrer Aktionäre vornehmen zu lassen und direkt mit diesen zu kommunizieren.“ „Zusammenarbeit“ und „Kommunikation“ sind jedoch nicht einseitig zu verstehen. Sie können auch dem Emittenten dienen. Die Vorgabe im Richtlinienentwurf der „Ausübung von Rechten des Aktionärs“ reduziert den Nutzen auf die eine Seite, ohne dass der Widerspruch zum Erwägungsgrund aufgeklärt wird. Dies sollte in der Richtlinie noch klargestellt werden. Die Durchführungsrichtlinie könnte hier Einschränkungen machen, die nicht bei der Richtlinie vorgesehen sind. Wenn die EU Kommission nur ausschließen wollte, dass der Emittent die Informationen zum Zusenden unerwünschter Werbung nutzt, könnte die Formulierung in Abs. 2 präzisiert werden. Jedenfalls dürfte die jetzige Formulierung bei jeder konkreten Nutzung der Daten unnötige Compliance-Fragen dahingehend aufwerfen, ob die Verwendung der Daten in diesem Fall der Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte dient oder nicht.

3. Art. 3b: Übermittlung von Informationen

Auch Art. 3b, der den Informationsfluss vom Unternehmen zum Aktionär regelt, begrüßt das Deutsche Aktieninstitut. Sowohl Inhaber- als auch Namenaktiengesellschaften sind auf die Mithilfe von Finanzintermediären angewiesen, um den Investoren wichtige Informationen bekannt zu machen. Bei Inhaberaktiengesellschaften ist dies evident. Bei Namensaktiengesellschaften werden Finanzintermediäre immer dort für die Aktionärskommunikation benötigt, wo nicht die wahren Aktionäre im Aktienregister eingetragen sind.



Gerade im internationalen Kontext ist diese Kommunikation mit zahlreichen Hindernissen verbunden, die zum Teil auch darin begründet liegen, dass sich für die Kommunikation keine standardisierten Berichtsformate herausgebildet haben.

Insofern unterstützt das Deutsche Aktieninstitut auch prinzipiell den Vorschlag, dass die notwendigen Informationen vom Unternehmen in standardisierter Form geliefert werden müssen. Gleichwohl ist hierbei auf zweierlei zu achten:

- Die Formate müssen dem Grundsatz „Form follows Function“ genügen. D.h. über die Formate dürfen keine materiellen Änderungen an den zu respektierenden Gesellschaftsrechten oder Verwahrstrukturen vorgenommen werden.
- Den Emittenten sollten durch die Nutzung standardisierter Formate keine übergebürlichen Zusatzkosten entstehen. Vor allem für kleinere Unternehmen mit überwiegend nationalem Aktionariat könnte dies ein wichtiger Faktor darstellen. Dass wichtige Detailregelungen in Durchführungsrechtsakten geregelt werden sollen, birgt daher ein Risiko und macht es schwer, Kosten und Nutzen des Vorschlags im vorneherein abzuschätzen.
- Die Emittenten sollten daher in die Entwicklung dieser Berichtsformate frühzeitig und umfassend eingebunden werden. Damit wird zum einen sichergestellt, dass die Formate in der Lage sind, alle rechtlich vorgeschriebenen und wichtigen Informationen zu erfassen. Auch muss die finale Lösung flexibel genug sein, um den unterschiedlichen nationalen Berichtsformaten gerecht zu werden.
- Die Emittenten sollten auch den Weg und die Werkzeuge der Übermittlung – sofern die standardisierten Formate genutzt werden – frei vorschlagen können, um Skaleneffekt zu nutzen und kostengünstige Wege für die Informationsübermittlung zu etablieren. In jedem Fall abzulehnen ist, bestehenden (faktischen) Monopolen die Datenübermittlung vorzubehalten.

4. Art. 3c: Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte

Auch die Aktionäre bedürfen für die Ausübung ihrer Rechte regelmäßig der Mithilfe der Finanzintermediäre. Betroffen sind dabei nicht nur die Anmeldung zur und Abstimmung auf der Hauptversammlung, sondern auch die Teilnahme an Kapitalmaßnahmen und anderen Strukturmaßnahmen.

Entsprechend begrüßt das Deutsche Aktieninstitut Art. 3c Abs. 1 prinzipiell. Gleichwohl hängt es von der Interpretation durch die von der EU-Kommission zu erlassenden Rechtsakte nach Abs. 3 ab, was die Anforderungen konkret bedeuten



werden. Aus unserer Sicht muss es letztlich darum gehen, dass Finanzintermediäre für die Endinvestoren mindestens sicherstellen, dass entlang der Verwahrkette eine Anmeldung zur Hauptversammlung einschließlich der Erfüllung etwaiger dazu notwendiger gesellschaftsrechtlicher Verpflichtungen (z.B.

Aktienregistereintragung) möglich ist. Das Angebot weitergehender Services (wie etwa die Stimmrechtsvertretung an sich gemäß Abs. 1 lit. b könnten dagegen der geschäftspolitischen Entscheidung jedes einzelnen Kreditinstituts überlassen bleiben. Unseres Erachtens genügen die Vorschläge in der Richtlinie nicht diesen Anforderungen an die Präzisierung des Prinzips. Die EU-Kommission wäre im Durchführungsakt zu frei.

In Abs. 1 Satz 2 (b) sollte es in der deutschen Fassung jedenfalls heißen „Zustimmung“, da der Begriff der „Genehmigung“, wie auch „Einwilligung“ rechtlich belegt ist. Nach deutschem Recht ist eine Genehmigung im Nachhinein zu erteilen. Da die EU Kommission den Zeitpunkt hier sicherlich offen lassen und den Mitgliedstaaten überlassen will, sollte der neutrale Begriff der Zustimmung verwendet werden.

Es fragt sich zudem, ob die geplante Richtlinie dahingehend guter Aktienkultur entspricht, wenn der Aktionär hierin nicht das Recht zugestanden bekommt, immer selbst seine Rechte ausüben zu können und z.B. selbst auf der Hauptversammlung teilzunehmen und - wie nach deutschem Recht möglich - sein Frage- und Rederecht selbst auszuüben. Der Finanzintermediär kann gerade letzteres gar nicht ersetzen. Daher sollte der Unterpunkt (a) immer Vorrang haben. Zudem dürfte eine „Erleichterung“ keine „Ermöglichung“ sein. Den Bemühungen der Finanzintermediäre scheinen Grenzen gesetzt zu sein. Da diese Grenze der Pflichten jedoch große materielle Bedeutung haben kann, erscheint es unangemessen, die Definition der „Erleichterung“ lediglich einem Durchführungsakt der EU Kommission zu überlassen und nicht schon in der Richtlinie selbst zu definieren.

Art. 3c Abs. 2 würde für die Unternehmen eine neue Pflicht zur Bestätigung der Abstimmung etablieren. Auch hier ist die konkrete Bedeutung dieser Pflicht wegen der Befugnis der EU-Kommission zum Erlass von Durchführungsrechtsakten noch völlig unklar. In jedem Fall drohen aber erhebliche Zusatzbelastungen für die Emittenten, da die heute üblichen Systeme auf die Ausstellung von Abstimmungsbestätigungen nicht eingestellt sind. So enthält die Vorschrift noch nicht einmal die Einschränkung, dass die Ausstellung nur auf Antrag erfolgen muss. Gerade Privatanleger könnten die Übermittlung dieser Information als lästig empfinden. **Daher ist diese Einschränkung auf Anträge im Text vorzunehmen.** Auch ist unklar, welchen Inhalt die Bestätigung haben soll, ob sie sich auf einzelne Tagesordnungspunkte beziehen soll oder wie und wann eine Bestätigung erfolgen soll oder kann, wenn sich während der Hauptversammlung neue Tagesordnungspunkte oder andere Abstimmungsmodalitäten ergeben, die vor der Versammlung nicht absehbar waren.

Schließlich ist die Ausstellung nur dann möglich, wenn der Gesellschaft der wahre abstimmende Aktionär namentlich mit seiner Aktienstückzahl und seinem Abstimmverhalten bekannt ist. Eine Ausstellung der Bestätigung auf Fremdbesitzpositionen oder Intermediäre ohne Offenlegung der wahren Aktionäre ist nicht möglich und daher abzulehnen.

Das Deutsche Aktieninstitut ist daher generell skeptisch gegenüber einer solchen neuen Pflicht. In jedem Fall müssen Detailfragen im Interesse der Rechtssicherheit und eines niedrigen Verwaltungsaufwandes intensiv diskutiert werden, bevor vorschnell eine Pflicht zur Bestätigung gesetzlich fixiert wird. **Dies wäre im Zuge der Einführung der Pflicht bereits anzudenken und im Text der Richtlinie schon entsprechend einzugrenzen.**

5. Art. 3d: Transparenz der Kosten

Nach Art. 3d dürfen Finanzintermediäre für die im Zusammenhang mit Art. 3a bis 3c zu erbringenden Dienstleistungen Entgelte verlangen.

Auch wenn es mit der Verordnung über den Ersatz von Aufwendungen der Kreditinstitute in Deutschland ein Vorbild für diese Regelung gibt, kann Art. 3d ein erhebliches Konfliktpotential zwischen Aktionären, Finanzintermediären und Emittenten heraufbeschwören. Da sowohl Emittenten als auch Aktionäre Finanzintermediäre in jedem Fall einschalten müssen (es sei denn, die Kommunikation kann ausnahmsweise direkt erfolgen), um die Kommunikation und die Wahrnehmung von Rechten zu ermöglichen, geraten die Finanzintermediäre – ökonomisch betrachtet – in die Situation eines Marktteilnehmers, der über ein **natürliches Monopol** verfügt.

Aus Sicht von Emittenten, aber auch Aktionären sollte daher in der Tat sichergestellt sein, dass die verlangten Entgelte angemessen sind und weder dazu genutzt werden, Zusatzeinnahmen zu generieren, die durch eine prohibitive Preisgestaltung den Sinn und Zweck der neuen Vorschriften unterlaufen. Auch müsste sichergestellt werden, dass sich die Gebühren an diejenigen richten, der primär von dem jeweiligen Service profitiert.

Dabei ist die Idee, eine Rechtfertigung für Kostenunterschiede bei inländischen und grenzüberschreitenden Sachverhalten vorzuschreiben, im Grunde positiv zu beurteilen. Die enormen Kosten für die Abstimmung von Investoren, über die immer wieder berichtet wird, sind im grenzüberschreitenden Bereich aufgetreten. Es fragt sich dabei jedoch, zu welchem Zeitpunkt die Rechtfertigung vorzunehmen ist. Soll dies nur im Falle gerichtlicher Auseinandersetzungen gelten oder schon im Kostenverzeichnis? Gilt hier auch das Transparenzprinzip? Die Richtlinienvorgabe sollte hier genauer sein.

Finanzintermediäre außerhalb Europas mögen trotz der in Art. 3e vorgesehenen Übertragung auf Finanzintermediäre aus Drittländern mit Zweigniederlassung in der Union nicht an die Vorgaben der Diskriminierungsfreiheit und Verhältnismäßigkeit gebunden sein. Es sollte daher über eine Pflicht der europäischen Intermediäre nachgedacht werden, bei ihren Geschäftspartnern außerhalb Europas auf diskriminierungsfreie und verhältnismäßige Kosten hinzuwirken. Andererseits sollten diese aber auch das Recht haben, die ihnen entstehenden Kosten von Dritten offenzulegen.

Um die Gefahren des Verlangens intransparenter Aufwände oder überhöhter Kosten zu begrenzen, sollten die Emittenten jeweils den Weg und die Werkzeuge der Übermittlung – sofern die standardisierten Formate genutzt werden – frei vorschlagen können. So kann eine direkte Übermittlung der dem jeweiligen Intermediär vorliegenden Daten seiner Kunden und deren eindeutige Zusammenführung auf einer Plattform deutlich kostengünstiger und verlässlicher sein als die Übermittlung durch die Verwahrkette. In jedem Fall abzulehnen ist, bestehenden (faktischen) Monopolen die Datenübermittlung vorzubehalten oder den Weg über die Verwahrkette verpflichtend vorzuschreiben. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Zentralverwahrer und andere Intermediäre diese Informationen nicht verlässlich und kontinuierlich grenzüberschreitend geliefert haben.

6. Art. 3e: Finanzintermediäre aus Drittländern

Auch Intermediäre aus Drittländern sollen verpflichtet werden. Hier scheint die EU Kommission aber zu kurz zu springen, da die Anliegen des Richtlinienvorschlags nur bei Funktionieren der Intermediärschleife erfüllt werden können. Der Begriff der „Zweigniederlassung“ scheint den Anwendungsbereich hier zu sehr zu verkleinern, da ein Großteil der Intermediäre nicht erfasst würde. Denkbar ist dagegen das Anknüpfen an das Betreiben von erlaubnispflichtigem Geschäft oder an das werbliche Auftreten in der EU. Hier sollten die Pflichten auf alle Intermediäre ausgeweitet werden, deren Auftreten sich in der EU auswirkt. Solche Konzepte sind z.B. den USA nicht fremd, die sie auch ihrerseits oft auf europäische Intermediäre anwenden.

2 Mangelnde Transparenz bei Beratern für die Stimmrechtsempfehlung (Art. 3i)

1. Grundsätzliche Forderungen des Deutschen Aktieninstituts

Die EU Kommission macht in Art. 3i Vorschläge zur verbesserten Transparenz bei Beratern für Stimmrechtsempfehlungen, die ganz überwiegend von den Mitgliedstaaten in bindendes Recht umzusetzen sind.

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt das Anliegen einer verbesserten Transparenz sowie von Verhaltensgrundsätzen von Stimmrechtsberatern, denn Stimmrechtsberater spielen für das Abstimmungsverhalten von institutionellen Investoren aus dem In- und Ausland eine erhebliche Rolle. Sie helfen Investoren bei der Analyse von kritischen Tagesordnungspunkten und senken so die Transaktionskosten der Teilnahme an und der Abstimmung auf Hauptversammlungen. Für die börsennotierten Unternehmen wird dadurch das Verhalten von institutionellen Investoren berechenbarer. Auch die Präsenz auf Hauptversammlungen dürfte ohne Stimmrechtsberater tendenziell geringer sein.

Wegen ihres faktisch hohen Einflusses sollten Stimmrechtsberater einem Mindestmaß an Verhaltensstandards genügen. Dies würde sowohl dem offenen Dialog zwischen Emittenten, Stimmrechtsberatern und Investoren dienen, als auch im Interesse eines reibungslosen Ablaufs von Hauptversammlungen sein. So zeigt die Erfahrung, dass fehlerhafte Stimmrechtsempfehlungen oder Missverständnisse über rechtliche Begebenheiten oder gelebte Corporate Governance seitens der Stimmrechtsberater, wenn überhaupt, durch intensive Bemühungen der Emittenten im Nachhinein bei den Investoren korrigiert werden. Dem erheblichen faktischen Einflusspotential von Stimmrechtsberatern muss daher auch ein entsprechend verantwortungsvolles Handeln der Proxy Advisor gegenüberstehen.

Vor diesem Hintergrund hat sich das Deutsche Aktieninstitut intensiv in die Debatte um die Proxy Advisors eingebracht (vgl. Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts vom 19. Dezember 2013 und vom 25. Juni 2012). Folgende Mindeststandards sind dabei aus Emittentensicht wünschenswert:

- Die Pflicht, die Stimmrechtspolitik zeitnah zu veröffentlichen. Zudem sollten diese Guidelines offen für die Kommentierung von Emittenten sein, bevor sie verabschiedet werden. Außerdem sollte der Änderungsprozess und die damit verbundenen Entscheidungen transparent sein.

- Die Pflicht, Emittenten die Möglichkeit einzuräumen, den Entwurf der Abstimmungsempfehlung auf seine Vollständigkeit, Genauigkeit und materielle Richtigkeit innerhalb eines kurzen Zeitrahmens vor deren Finalisierung zu prüfen. Tatsächliche Fehler sollten dann vom Stimmrechtsberater korrigiert werden. Bei unterschiedlicher Auffassung über eine bestimmte Empfehlung sollte der Stimmrechtsberater idealerweise auch die abweichende Ansicht des Emittenten dem Investor gemeinsam mit der Stimmrechtsempfehlung übermitteln. Dies würde verhindern, dass Empfehlungen auf materiell falscher Grundlage gegeben werden. Sind diese unkorrekten Empfehlungen erst in der Welt, kann sich dies äußerst nachteilig für Unternehmen erweisen – und zwar auch dann, wenn die Stimmrechtsberater im Nachhinein vereinzelt Empfehlungen korrigieren.
- Die Pflicht, die nationalen Marktbedingungen und Regulierung zu berücksichtigen bei Verfassung der Abstimmungspolitik – mindestens indem den Emittenten die Option zur Kommentierung der Abstimmungsgrundsätze eingeräumt wird.
- Die Pflicht, mögliche Interessenskonflikte zu veröffentlichen oder zumindest Kunden bzw. Klienten darüber zu informieren, wenn sie die Abstimmungsempfehlungen erhalten.

Die Vorschläge der EU-Kommission adressieren einiger dieser Grundsatzforderungen. Die zentrale Forderung, dass Emittenten vor Verabschiedung der Stimmrechtsempfehlungen diese einem Faktencheck unterziehen können sollten, ist aber nicht enthalten.

2. Zur Form der Regulierung

Unabhängig von dem Inhalt (siehe oben) etwaiger Verhaltensstandards ist die Frage zu beantworten, in welcher Form die Standards für das Verhalten gesetzt werden. Dabei geht es letztlich darum, eine extreme Kostenbelastung von Stimmrechtsberatern zu vermeiden, um diesen nicht das Geschäftsmodell zu nehmen.

Die Form der Regulierung von Stimmrechtsberatern wurde zuletzt in einem umfangreichen Konsultationsverfahren der Europäischen Wertpapierbehörde ESMA aus dem März 2012 erörtert. Das Deutsche Aktieninstitut hatte sich seinerzeit für ein Soft-Law-Modell ausgesprochen (Stellungnahme vom 25. Juni 2012, S. 6). Diesem Ansatz folgen auch die im März 2014 erlassenden „Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis“ (<http://bpggrp.info/>), mit dem sich die Stimmrechtsberater selbst nach umfassender Konsultation einen Code of Conduct geben.

Mit Blick auf diese jüngste Entwicklung – die gerade von einer Europäischen Aufsichtsbehörde initiiert und von den nationalen Aufsichtsbehörden begleitet wurde - fragt es sich, ob man den Best Practice Principles nicht etwas Zeit geben sollte sich zu bewähren, um dann ggf. auf Verbesserungen hinzuwirken, die den Forderungen des Deutschen Aktieninstituts entsprechen. In jedem Fall sollte sorgfältig abgewogen werden, ob es bereits jetzt einer bindenden Regulierung bedarf, wie sie die EU-Kommission vorschlägt.

Alternative könnte allenfalls sein, dass die Adressaten die Anforderungen des geplanten Art. 3i in einem (europäischen) Kodex nach dem Comply or Explain-Prinzip umzusetzen haben.

3. Zu Art. 3i des Richtlinienentwurfs im Einzelnen

Art. 3i Abs. 1 des Richtlinienentwurfs

Unklar ist, wie Abs. 1 umgesetzt werden kann. Hier heißt es: „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Berater für die Stimmrechtsvertretung angemessene Maßnahmen ergreifen und umsetzen, damit gewährleistet ist, dass ihre Stimmempfehlungen richtig und zuverlässig sind und auf einer sorgfältigen Prüfung aller ihnen zur Verfügung stehenden Informationen beruhen.“

Fraglich ist zunächst, mit welchem Mittel die Mitgliedstaaten diese Vorgaben sicherstellen sollen, ob es also eines Gesetzes mit entsprechender Sanktion bei Fehlverhalten bedarf oder ob nicht auch eine Kodexlösung ausreichen könnte. Letzteres würde eine entsprechende geschärfte Formulierung erfordern.

Insbesondere die Formulierung “damit gewährleistet ist,...” stellt die Mitgliedstaaten zudem vor die Aufgabe, einen Erfolg der gewählten Maßnahmen quasi zu garantieren. Hier sollte den Mitgliedstaaten vorgegeben werden “darauf hinzuwirken”, dass die Stimmrechtsempfehlungen richtig und zuverlässig sind. Eine für die Stimmrechtsberater leicht umzusetzende Verpflichtung wäre der zuvor beschriebene Faktencheck mit dem Emittenten unmittelbar vor Fertigstellung der Abstimmungsempfehlung. Diese Vorgabe könnte in einem ersten Schritt aber auch in einer Kodexregelung erfolgen.

Art. 3i Abs. 2 des Richtlinienentwurfs

In Abs. 2 ist der Katalog mit den offenlegungspflichtigen Informationen vorgesehen. Sollte es zu einer solchen Richtlinienregelung kommen, so bestehen gegen die Punkte a) bis f) grundsätzlich keine Bedenken. Allerdings gehen Art. 3i Abs. 2 d) nicht weit genug.

Wie oben dargelegt sollten die betroffenen Emittenten die Möglichkeit zum Faktencheck vor Abgabe der Abstimmungsempfehlung erhalten. Außerdem sollten die Stimmrechtsberater dazu verpflichtet sein, eine fehlerhafte Empfehlung richtig zu stellen. Bei unterschiedlicher Auffassung über eine bestimmte Empfehlung könnte darüber hinaus überlegt werden, dass der Stimmrechtsberater die abweichende Ansicht des Emittenten dem Investor gemeinsam mit der Stimmrechtsempfehlung übermitteln muss.

Auch die Anregungen des Deutschen Aktieninstituts, die Abstimmungsleitlinien rechtzeitig zu veröffentlichen und eine Diskussion hierüber zu erlauben, ist bislang im Katalog der EU-Kommission nicht enthalten. Dies fällt sogar hinter die Empfehlungen des Best Practice Codes der Berater selbst zurück.

Soweit die weiteren in Art. 3i Abs. 2 a-c) und e-f) genannten weitgehenden Offenlegungspflichten dazu führen sollten, dass ihre Umsetzung für kleinere Stimmrechtsberater eine nicht mehr tragbare Erhöhung von Verwaltungs- und Compliancekosten bedeuten, so sehen wir dies mit Bedenken. Eine Konsolidierung des Stimmrechtsberatermarktes ist sicherlich nicht wünschenswert, da hier ohnehin ein enger Markt besteht. Ob beispielsweise die Gesamtzahl der an der Erarbeitung der Stimmrechtsempfehlung beteiligten Mitarbeiter und die Gesamtzahl der im vergangenen Jahr abgegebenen Stimmempfehlungen veröffentlicht werden müssen, erscheint uns nicht unbedingt erforderlich.

Es fragt sich zudem, ob die Definition in Art. 1 Abs. 2 lit. i („Berater für die Stimmrechtsvertretung“ bezeichnet eine juristische Person, die Aktionären gewerbsmäßig Empfehlungen in Bezug auf die Ausübung ihrer Stimmrechte erteilt“) nicht einen Großteil der Berater in diesem Bereich ausklammert, wenn Berater nur die Agenden analysieren und mit den Abstimmungsrichtlinien der Kunden abgleichen. Zwar ist eine Subsumtion dieser Tätigkeit unter die Definition des Richtlinienvorschlags nicht ausgeschlossen, aber dies sollte – wenn die Tätigkeit, die auch verantwortungsvolle Sorgfalt erfordert, umfasst sein soll – klarer formuliert werden. Dann scheinen aber nicht alle Pflichten des Art. 3i zu passen.

Art. 3i Abs. 3 des Richtlinienentwurfs

Hinsichtlich Abs. 3 ist wieder anzumerken, dass unklar ist, wie ein Sicherstellen der Pflicht zu Offenlegung und Information über Interessenskonflikte durch die Mitgliedstaaten erfolgen kann. In der Sache unterstützt das Deutsche Aktieninstitut jedoch das Anliegen, Interessenskonflikte transparent zu machen. Nach Erfahrung der Unternehmen ist dieser Punkt bislang allerdings von sehr geringer praktischer Relevanz.

Hier ist anzumerken, dass eine Geltung für **Berater mit Sitz außerhalb der EU** nicht vorgesehen ist. Da gerade bei internationalen Beratern das von der EU Kommission angeführte Problem auftritt, dass die „von Beratern für die Stimmrechtsvertretung angewandten Empfehlungsmethoden [...] den Marktbedingungen und den

Rechtsvorschriften vor Ort nicht immer ausreichend Rechnung“ tragen, würde die Vorschrift ins Leere laufen. Da die Berater außerhalb der EU mangels Zulassungspflicht ihrer Tätigkeit in der EU nicht greifbar erscheinen, könnte man (zusätzlich) daran denken, den Nutzern der Empfehlungen aufzuerlegen, sich die Erfüllung der Pflichten bestätigen zu lassen, damit sie den Service verantwortungsvoll nutzen. Dies würde dann zumindest Investoren mit Sitz in der EU treffen.



3 Unzureichende Verknüpfung von Vergütung und Leistung der Mitglieder der Unternehmensleitung

1. Grundsätzliche Forderungen des Deutschen Aktieninstituts

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt ein Votum der Hauptversammlung, das den Aufsichtsrat rechtlich bindet, ab. Im Zusammenspiel mit der Pflicht des Aufsichtsrats, bei einer Überarbeitung der Politik erläutern zu müssen, „inwiefern“ – nicht „ob“ – die Ansichten der Aktionäre bezüglich der Politik und der Vergütungsberichte der vergangenen Jahre dabei berücksichtigt wurden, handelt es sich um eine **echte Übertragung der Entscheidungskompetenz** vom Aufsichtsrat oder Board auf die Hauptversammlung.

Der Aufsichtsrat kann durch das Votum der Aktionäre ein wichtiges Signal bekommen. Allerdings kann durch einen rechtlich nicht den Aufsichtsrat bindenden Beschluss dieselbe Wirkung erreicht werden: der Aufsichtsrat wird reagieren.

Dass es notwendig sein soll, dass auch noch eine Abstimmung über den Vergütungsbericht stattfindet, erschließt sich dem Deutschen Aktieninstitut nicht. Zum einen kann der Aufsichtsrat angesichts der Fluktuation bei den Aktionären mit widersprüchlichen Voten konfrontiert werden, zum anderen ist die Hauptversammlung nicht mit zu vielen Tagesordnungspunkten zu überfrachten. Man denke nur an die Situation, dass an einem Tag beides zur Abstimmung steht: nach deutschem Recht besteht ein Rede- und Fragerecht der Aktionäre. Die Diskussionen werden u.U. sehr lange dauern. Der Kodex empfiehlt zu recht, dass eine Hauptversammlung spätestens nach vier bis sechs Stunden beendet sein soll. Dies wäre künftig nicht mehr einzuhalten.

2. Zu Art. 9a im Einzelnen

Auch rechtlich nicht bindende Voten haben den gewünschten Effekt

Seit 2010 stimmen Aktionäre auf deutschen Hauptversammlungen über Vergütungssysteme als eigenen Tagesordnungspunkt ab. Zuvor war dies jedoch auch nicht ausgeschlossen. Unter dem Tagesordnungspunkt der Entlastung des Aufsichtsrats konnten Aktionäre sich zur Vorstandsvergütung schon immer äußern und gegebenenfalls die Entlastung verweigern. Die Statistiken zeigen, dass in der

Regel dem Vergütungssystem zugestimmt wird und diese Zustimmungsquoten oftmals bei 90 Prozent und mehr liegen.¹ Es ist nicht ersichtlich, dass sich das Abstimmungsverhalten wesentlich ändern würde, wenn das Votum rechtliche Bindungswirkung hätte. Wichtiger noch ist die Erkenntnis, dass der Aufsichtsrat durchaus auf negative Voten oder Voten, bei denen keine hohe Zustimmung erzielt wurde, reagiert. In den Hauptversammlungen, die auf solche Abstimmungsergebnisse folgten, wurde reihenweise ein hohes Zustimmungsergebnis erzielt.² Rechtlich nicht bindende Voten sind daher geeignet, das von der EU Kommission angestrebte Ziel, die Einbindung der Aktionäre zu fördern, zu erreichen.

Die EU Kommission ist daher nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts gehalten, aus Gründen der Verhältnismäßigkeit zunächst nur die Pflicht für die Mitgliedstaaten vorzusehen, Hauptversammlungsvoten zur Vergütungspolitik vorzuschreiben, nicht aber ihnen gleich rechtliche Bindungswirkung zukommen zu lassen.

Rechtlich nicht bindende Voten vermeiden Wertungswidersprüche und bewahren Flexibilität

Insbesondere im dualistischen System ist es nicht wünschenswert, die Position des Aufsichtsrats zu schwächen. Er wird jedoch durch den Vorschlag der EU Kommission degradiert.

Im dualistischen System sind Management und Überwachungsorgan rechtlich getrennt. Personelle Überschneidungen sind nicht möglich. Dies hat eine große Unabhängigkeit des Aufsichtsrats gegenüber dem Vorstand zur Folge, die sich z.B. darin zeigt, dass nicht ein Board über die eigene Vergütung entscheidet, sondern der Aufsichtsrat über diejenige des Vorstands und die Hauptversammlung über die Vergütung des Aufsichtsrats. Da es bei diesem System kein „do ut des“ in Vergütungsfragen geben kann, ist im dualistischen System das Bedürfnis nach einer Einschaltung der Hauptversammlung bereits reduziert.

Demgegenüber ist der Aufsichtsrat im dualistischen System weniger stark in die Strategie eingebunden, als die nicht exekutiven Direktoren im Board-System. Seine grundlegendste Rolle ist dabei die Personalkompetenz. Durch die Auswahl von Persönlichkeiten bestimmt er nachhaltig, ob das Unternehmen in Zukunft eher konservativ oder risikofreudig agieren wird. Die so bedeutende Personalkompetenz ist untrennbar verbunden mit der Vergütungskompetenz, die den Vorstand laufend an den Aufsichtsrat rückbindet: Wer über die Vergütungshöhe, die Anreizsysteme

¹ Siehe z.B. die Untersuchung von Vesper-Gräske, „Say On Pay“ In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol14-No7/PDF_Vol_14_No_07_749-795_Articles_Vesper-Graske.pdf, S. 35 (783) und 40 (788).

² Siehe ausführlich bei Vesper-Gräske, a.a.O. S. 40ff. (788ff.).

und den Bonus bestimmt, hat auch ein Druckmittel, um seiner Überwachungsaufgabe nachzukommen zu können.

Die geplante Regelung nimmt dem Aufsichtsrat dabei nicht nur die notwendige Flexibilität und Autorität, sie passt auch nicht darauf, dass der Aufsichtsrat nach deutschem Recht für die Angemessenheit der Vergütung haftet. Sicherlich will die EU Kommission ihm diese Verantwortung und Haftung nicht abnehmen. Durch die rechtliche Verbindlichkeit des Votums teilt sie die Verantwortung und Haftung aber zwingend auf. Dabei gilt auch nicht der Einwand, dass der Aufsichtsrat auch unter dem neuen Regime die Vergütungspolitik ausarbeiten würde:

Nach Art. 9a Abs. 3 enthält die überarbeitete Politik „eine Erläuterung sämtlicher wesentlicher Änderungen sowie dazu, inwiefern die Ansichten der Aktionäre bezüglich der Politik und der Vergütungsberichte der vergangenen Jahre dabei berücksichtigt wurden.“ Die EU Kommission bestimmt, dass die Ansichten der Aktionäre Berücksichtigung finden, denn es heißt hier „inwiefern“ nicht wie in Art. 9b Abs. 3 „ob“. Zwar ist „Berücksichtigen“ kein „Befolgen“, aber es ist eine rechtliche Rückbindung des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung. Hierbei sei nur kurz darauf hingewiesen, dass **Aktionäre durchaus pluralistische Ansichten haben dürften, die nicht unbedingt gegenüber dem Aufsichtsrat offen gelegt werden**. Außerdem sind ihre „Ansichten“ **u.U. kurzfristiger Natur**, aber die Vergütungspolitik muss nach der in Abs. 2 statuierten Vorgabe „mit der Geschäftsstrategie, den Zielen, Werten und langfristigen Interessen des Unternehmens [!] in Einklang steh[en] und Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten“ enthalten. Was ist, wenn die „Ansichten“ der Aktionäre das nicht hergeben? Schon allein aus diesem Grund ist die ausdrückliche Berücksichtigungspflicht verfehlt und sollte gestrichen werden.

Da der Aufsichtsrat sich nicht allein von eigenen Erwägungen zum Unternehmensinteresse leiten lassen darf, sondern diejenigen der Aktionäre, die dem Unternehmensinteresse nicht verpflichtet sind, berücksichtigen muss, **ist es nicht mehr angemessen, dass der Aufsichtsrat allein für die Vergütungsentscheidung haftet**. Hinter diesen Stand zurückzugehen, dürfte jedoch nicht dem Willen der EU Kommission entsprechen. Dann darf dem Votum aber eben keine rechtliche Verbindlichkeit zukommen.

Weitere Probleme der Bindungswirkung: Herabsetzungsbefugnis/Flexibilität

Der Aufsichtsrat hat nach dem Aktiengesetz das **Recht, die Vergütung des Vorstands herabzusetzen**, wenn sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so verschlechtert, dass die Weitergewährung der vereinbarten Bezüge unbillig für die Gesellschaft wäre. Auch diese Anforderung nationalen Rechts will die EU Kommission sicherlich nicht unmöglich machen, sieht man doch ihre Bemühungen im Finanzsektor. Bei einem rechtlich bindenden Votum der Hauptversammlung kann der Aufsichtsrat in ein von der Hauptversammlung

beschlossenes Vergütungssystem nicht einseitig eingreifen. Das Einberufen einer Hauptversammlung würde erforderlich, was hohe Kosten verursacht. Die Aktionäre könnten die Herabsetzung auch ablehnen.

Die EU-Kommission hat das Problem der Unflexibilität erkannt und versucht, partiell Abhilfe zu schaffen. Dies gelingt jedoch nicht ganz. Sie erlaubt zwar die vorläufige Auszahlung von Vergütung, aber es dürfte realitätsfern sein, dass sich ein Vorstandskandidat dem unterwirft, also erst einmal etwa ein halbes Jahr arbeitet um dann festzustellen, dass die Vergütungspolitik abgelehnt wird und er einen Teil des Gehalts zurückzahlen muss. Ohne sicherlich von der EU Kommission intendiert zu sein, kann dies zu einer Einschränkung des Kandidatenkreises für die konkrete Vorstandsposition führen, gerade auch im Vergleich zu Märkten außerhalb der EU. Dies bedeutet wegen der Rigidität des geplanten Say on Pay einen Wettbewerbsnachteil für europäische Unternehmen in ihrem Kampf um die besten Köpfe.

Zum anderen ist die Regelung unklar und würde ohnehin der Nacharbeitung bedürfen: „Bei der Einstellung neuer Mitglieder der Unternehmensleitung können Unternehmen beschließen, dem einzelnen Mitglied der Unternehmensleitung eine Vergütung zu zahlen, die nicht der genehmigten Politik entspricht, sofern das Vergütungspaket des jeweiligen Mitglieds der Unternehmensleitung zuvor von den Aktionären auf der Grundlage von Informationen in Bezug auf die in Abs. 3 genannten Punkte genehmigt wurde. Die Vergütung kann vorbehaltlich der Genehmigung durch die Aktionäre vorläufig ausgezahlt werden.“ Zum einen scheint hier eine Vergütung außerhalb der Vergütungspolitik gewährt zu werden können, zum anderen ist dies daran geknüpft, dass das Vergütungspaket vorab genehmigt wurde. Dies erscheint widersprüchlich. Daher sollten Entwicklungen, wie z.B. eine Umstrukturierung der Gesellschaft und damit einhergehender Anpassungsbedarf in den Bonusparametern, Schaffung neuer Vorstandspositionen, etc., **die wirksame und nicht nur unter einem Vorbehalt stehende Änderung des Systems erlauben, und zwar maximal bis zur nächsten ordentlichen Hauptversammlung. Diese kann dann über das Schicksal des zukünftigen Vergütungssystems abstimmen.**

Die Abstimmung über die Vergütungspolitik sollte zudem nur bei Änderungen erforderlich sein, nicht alle drei Jahre. Dies gilt insbesondere, wenn die Richtlinie nicht davon abrückt, dass zusätzlich noch jährlich über den Vergütungsbericht abzustimmen ist.

Pflicht zur Festlegung von Höchstbeträgen?

Art. 9a stellt durch seine detaillierten Vorgaben an den Inhalt der Vergütungspolitik auch einen inhaltlichen Eingriff dar. Es wird festgelegt, dass Höchstbeträge der Gesamtvergütung angegeben werden müssen. Dies bedeutet nichts anderes als die Pflicht für den Aufsichtsrat Höchstbeträge festzulegen. Dies ist sicherlich sinnvoll, auch der Deutsche Corporate Governance Kodex sieht dies als Empfehlung vor, von



der man aber abweichen kann. Es mag bei der Gewährung von Aktienoptionen aber nicht immer einleuchten, eine Grenze zu ziehen, v.a. nicht, wenn sich das Unternehmen zum Zeitpunkt der Gewährung mit den Aktien eingedeckt oder gegen Kurssteigerungen abgesichert hat. **Mangels Möglichkeit der Mitgliedstaaten, von Art. 9a abzuweichen, müssen diese eine Pflicht zur Festsetzung von Höchstbeträgen für die Gesamtvergütung durch den Aufsichtsrat einführen.** Die Notwendigkeit eines solchen Eingriffs sollte sorgfältig erörtert werden, v.a. weil er tendenziell dazu führt, dass die Beträge möglichst hoch angesetzt werden, um Flexibilität zu wahren und **die Vorgabe daher tendenziell erhöhend wirken wird.** Hierzu findet sich im Richtlinienvorschlag nichts.

Es sollte klargestellt werden, dass die Liste der anzugebenden Bestandteile der Vergütungspolitik in Art. 9a nicht verpflichtend ist, in dem Sinne, dass alle dort genannten Bestandteile zwingend in einer Vergütungspolitik enthalten sein müssen.

Pflicht zur Festlegung variabler Vergütung für den Aufsichtsrat?

Es ist zudem zwar zu Recht für den Vorstand in deutschen Unternehmen gelebte Praxis, dass nicht nur feste, sondern auch variable Vergütung gewährt wird. Art. 9a Abs. 3 Satz 2 schreibt zur Vergütungspolitik fest: Die Vergütungspolitik „legt klare Kriterien für die Gewährung der festen und variablen Bestandteile der Vergütung, einschließlich sämtlicher Vorteile in jeglicher Form, fest.“ Feste und variable Vergütung sind nicht durch ein „und/oder“ verbunden, **es scheint also nicht die Möglichkeit zu bestehen, keine variable Vergütung vorzusehen.** Dies ist diskussionswürdig, denn Art. 9a bezieht sich auf die Unternehmensleitung, die nach der Definition der Richtlinie auch den **Aufsichtsrat** umfasst. Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex hat erst 2012 die Empfehlung gestrichen, dass Aufsichtsratsmitgliedern neben einer festen auch eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten sollen, da Gründe guter Corporate Governance dafür sprechen können, mit einer reinen Fixvergütung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats gerecht zu werden. **Es ist daher durchaus diskussionswürdig, ob dem Aufsichtsrat eine variable Vergütung gewährt werden muss.** Die EU-Kommission hat jedoch offensichtlich nur das Board-System mit der Strategieverantwortung aller Boardmitglieder im Blick, die dem Aufsichtsrat nicht ganz vergleichbar ist. Auch aus diesem Grund muss eine verpflichtende inhaltliche Einwirkung auf die Vergütungspolitik unterbleiben.

Das Deutsche Aktieninstitut regt daher die Klarstellung an, dass Art. 9a nur für die Vorstandsvergütung gilt.

Angabe des Verhältnisses der durchschnittlichen Vergütung des Vorstands zur übrigen Belegschaft (Vertikalvergleich)

Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt, dass der Aufsichtsrat die Angemessenheit der von ihm festzulegenden Vorstandvergütung auch die Vergütungsstruktur des oberen Führungskreises und der Belegschaft insgesamt auch in der zeitlichen Entwicklung berücksichtigen soll. Dies ist durchaus sinnvoll beispielsweise um herauszufinden, ob die Vorstandsvergütung mit derjenigen der übrigen Belegschaft „atmet“ oder nicht. Allerdings sollte dieser Vergleich nicht veröffentlicht werden müssen. Es sollte auch keine Pflicht zur Rechtfertigung für den Aufsichtsrat bestehen, „warum dieses Verhältnis als angemessen betrachtet wird.“ und „wie die Vergütungs- und Beschäftigungsbedingungen der Beschäftigten des Unternehmens in die Festlegung der Politik oder der Vergütung der Unternehmensleitung eingeflossen sind“.

Die Veröffentlichung des Vertikalvergleichs erscheint gerade für das Ziel der EU-Kommission, Vergleichbarkeit der Vergütungspolitiken herzustellen, nicht erforderlich, und auch nicht sinnvoll, da zu große Unterschiede in den Unternehmensstrukturen und Branchen bestehen. Die Bedeutung des Vertikalvergleichs als eines von vielen Kriterien für die Angemessenheit der Vorstandsvergütung dürfte zudem zum möglichen **Medienecho** auf die Veröffentlichung einer solchen absoluten Zahl außer Verhältnis stehen, denn Missverständnisse sind wegen der sehr unterschiedlichen Struktur von Unternehmen vorprogrammiert. **Daher sollte die Transparenz hier gestrichen werden.** Die Angabe des Verhältnisses sollte auch nicht nur in Ausnahmefällen entfallen dürfen. Art. 9a Abs. 3 sieht vor, dass im Fall der Nichtangabe „die Politik eine Erläuterung dazu [enthält], warum kein Verhältnis angegeben ist, und welche Maßnahmen stattdessen getroffen wurden.“ **Die Pflicht zur Angabe von Alternativmaßnahmen zu einer Transparenzvorschrift ist dem Aktieninstitut völlig unverständlich, da es hier nur entweder eine Preisgabe der Zahl geben kann, oder eben nicht.**

Wichtigste Bestimmungen der Verträge

„Die Politik enthält die wichtigsten Bestimmungen der Verträge der Mitglieder der Unternehmensleitung, einschließlich der Dauer der Verträge, der geltenden Kündigungsfristen und der Zahlungen im Zusammenhang mit der Beendigung eines Vertrags,“ so Art. 9a Abs. 3.

Es ist unklar, was die „wichtigsten Bestimmungen“ sind. Da es sich jedoch um ein rechtlich bindendes Votum handelt, muss **unter Berücksichtigung der nationalen Datenschutzregelungen** klargestellt werden, welche Angaben hier zu machen sind, damit die Rechtsunsicherheit abgebaut wird. Hinzuweisen ist in dem Zusammenhang auch auf **Art. 17 Abs. 1 lit. d) der Richtlinie 2013/34/EU**, der Angaben zur Vorstandsvergütung im Anhang zum Jahresabschluss vorschreibt.

Dabei können die Mitgliedstaaten zulassen, dass diese Angaben nicht gemacht werden, „wenn sich anhand der Angaben der finanzielle Status eines bestimmten Mitglieds dieser Organe feststellen ließe“. Es fragt sich, ob die vorliegende Richtlinie diese Ausnahme aushebelt oder respektiert und ggf. aus welchen Gründen.

Auch hier ist darauf hinzuweisen, dass die **Vorgaben für das dualistische System nicht passen, denn mit Aufsichtsratsmitgliedern werden keine Verträge abgeschlossen**. Die Hauptversammlung legt die Vergütung fest. Diese kann sogar in die Satzung aufgenommen werden. Dies kann je nach Aktionärsstruktur ein wichtiger Schutzmechanismus sein, denn die Vergütungserhöhung des Aufsichtsrats erfordert **eine Dreiviertelmehrheit**. Die nationale Vorgabe einer **bestimmten Mehrheit scheint jedoch unter neuem Regime nicht möglich**, da diese nach der Logik des Vorschlags die Aktionärsrechte einschränken würde. Dies sollte zumindest klar gestellt werden.

Entscheidungsprozess

Die Richtlinie sollte davon Abstand nehmen, dass der „Entscheidungsprozess bei der Festlegung der Vergütungspolitik“ erläutert werden muss. Dieser Ansatz, den die EU Kommission auch in ihrer Empfehlung zum „Comply or Explain“-Prinzip verfolgt, führt **nicht zu einem relevanten Informationsgewinn**, sondern nur zur unnötigen Verlängerung von Berichten. Diskussionen im Aufsichtsrat unterliegen im Übrigen der **Geheimhaltung** und es ist nicht abzusehen, was überhaupt berichtet werden kann. Entscheidungsprozesse sollten daher nicht dargestellt werden müssen.

3. Zu Art. 9b Vergütungsbericht

Der Richtlinienvorschlag sieht zusätzlich zur Abstimmung über die Vergütungspolitik eine solche über den Vergütungsbericht vor. **Die Abstimmung über den Vergütungsbericht sollte entfallen**, eine Abstimmung sollte nur über das eine oder andere vorgesehen werden.

Der Vergütungsbericht ist nur die Folge der Vergütungspolitik. Die Regelung provoziert divergierende Abstimmungsergebnisse. In Abs. 3 zeigt sich die Problematik, wenn als Rechtsfolge eines abgelehnten Vergütungsberichts dargestellt werden soll, wie der Abstimmung Rechnung getragen wurde. Zum einen kann der Aufsichtsrat nicht wissen, ob die Ablehnung aus Gründen etwa einer unverständlichen Darstellung erfolgt ist, oder weil die Aktionäre das Gefühl haben, aus der Vergütungspolitik „komme zu viel raus.“ **Mangelnder Transparenz kann man gerecht werden, wenn der Vergütungsbericht eben im nächsten Jahr anders dargestellt wird. Inhaltlicher Kritik kann nur durch eine Änderung in der Politik**

Rechnung getragen werden. Es fragt sich, was die EU Kommission mit diesem Votum also erreichen will.

Die vorgesehenen Informationspflichten erscheinen unverhältnismäßig **bürokratisch**. Es bestehen viele Unklarheiten, z.B. dahingehend, ob die Angaben zu individualisieren sind, z.B. bei „Gesamtvergütung“. Wahrscheinlich aber sind die Angaben nicht individualisiert bzw. anonym zu machen, denn in Abs. 2 heißt es, dass das Recht natürlicher Personen auf Schutz der Privatsphäre bei der Verarbeitung personenbezogener Daten der Mitglieder der Unternehmensleitung gemäß der Richtlinie 95/46/EG gewahrt bleiben muss. Dies ist aber bei individueller Angabe nicht möglich. Hinzuweisen ist auch hier auf **Art. 17 Abs. 1 lit. d) der Richtlinie 2013/34/EU**, wonach Mitgliedstaaten zulassen können, dass die Angaben zur Vorstandsvergütung im Anhang nicht gemacht werden, „wenn sich anhand der Angaben der finanzielle Status eines bestimmten Mitglieds dieser Organe feststellen ließe“. **Die verlangten detaillierten Angaben scheinen hierzu in Widerspruch zu stehen.**

Unklar ist auch das Verhältnis bzw. die Doppelung zur Pflicht aus **Art. 17 Abs. 1 lit. d)**, wonach Angaben zur Vorstandsvergütung im Anhang zum Jahresabschluss zu machen sind. Nach dem neuen Kapitel IIa der Aktionärsrechterichtlinie soll Art. 20 der Richtlinie 2013/34/EU dahingehend geändert werden, **dass der neue Vergütungsbericht in die Erklärung zur Unternehmensführung aufzunehmen ist**. Art. 17 der **Richtlinie 2013/34/EU sieht jedoch bereits vor**, dass „die den Mitgliedern von Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorganen für ihre Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Bezüge sowie die gegenüber früheren Mitgliedern der genannten Organe entstandene oder eingegangenen Verpflichtungen betreffend Altersversorgung [im Anhang zu machen sind]. Diese Angaben sind zusammengefasst für jede Kategorie dieser Organe zu machen.“ **Zudem soll der Abschlussprüfer künftig prüfen, ob die Angaben nach Art. 9b gemacht wurden. Da der Vergütungsbericht Erläuterungen enthalten wird, die nicht standardisiert sind, fragt sich, wie kostenintensiv die Prüfung durch den Abschlussprüfer sein wird. Es sollte daher nur verlangt werden zu prüfen, ob ein Vergütungsbericht eingefügt ist.**

Nach Abs. 3 soll der EU Kommission die Befugnis übertragen werden, **Durchführungsrechtsakte** zur Präzisierung der standardisierten Darstellung der Informationen gemäß Abs. 1 zu erlassen. Auch wenn mehr Klarheit über den gewünschten Inhalt des Vergütungsberichts wünschenswert ist, fragt sich, ob Bedarf besteht, die Vergütungsberichte gesetzlich zu standardisieren. Zwar könnten etwa Tabellen eine Erleichterung darstellen, aber dies wäre nur der Fall, wenn ansonsten auf Berichtstext verzichtet werden könnte.

4 Fehlende Überwachung von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre

1. Grundsätzliche Überlegungen

Das Deutsche Aktieninstitut ist über den Vorschlag der EU Kommission sehr besorgt. Dies gilt vor allem für Art. 9c Abs. 2. Danach sollen Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen, die mehr als 5 % des Vermögens des Unternehmens betreffen, oder Transaktionen, die erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn oder den Umsatz haben können, den Aktionären im Rahmen einer Hauptversammlung zur Abstimmung vorgelegt werden müssen. Zuvor können solche Transaktionen nur unter dem Vorbehalt der Zustimmung durch die Hauptversammlung „getätigt“ werden. Dies soll dem Schutz von Minderheitsaktionären dienen, etwa dahingehend, dass ein kontrollierender Aktionär nicht zu ihren Lasten Werte aus dem Unternehmen transferieren kann.

Genauso wie das verbindliche Say on Pay, klingt dies zunächst einmal plausibel. Der Schutz von Minderheitsaktionären ist ein hohes Gut. **Die Vorschrift hat jedoch zahlreiche unerwünschte Nebenwirkungen und benachteiligt die Mitgliedstaaten, in deren Kapitalmärkten Mehrheitsgesellschafter häufig vorkommen³ und deren Rechtsordnungen ein ausgefeiltes Konzernrecht aufweisen.**

Die EU Kommission hat bei ihrem Vorschlag nicht beachtet, dass die traditionelle Aktionärsstruktur in Kontinentaleuropa mit Mehrheitsaktionären u.U. zu anderen Regelungen und Schutzmechanismen für Aktionäre geführt hat, als in Ländern, die von breitem Streubesitz geprägt sind. Wird nun eine erprobte Regelung, die auf

³ “Around the world, company groups and concentrated ownership are normal, the exceptions being in the United Kingdom, the United States and Australia. Under such conditions, RPTs are mainly with the controlling shareholders and/or with members of a company group. This raises particular problems for managing and classifying RPTs. Some inter-company transactions with 100 per cent owned subsidiaries might present no great threat of abuse but others might be of particular concern. In some jurisdictions law and jurisprudence have come to recognise that the directors of a company owe a duty to the company group. In others, a controlling company must take responsibility for their actions to the detriment of another group company and in some cases to pay compensation. A wide range of possibilities need to be considered in many jurisdictions with a tradition of focusing only on an individual company”, OECD Peer Review, Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, 2012, <http://www.oecd.org/daf/ca/50089215.pdf>, S. 11.

andere Strukturen zugeschnitten ist, auf Blockholder-Strukturen übertragen, kommt es zu Problemen, wenn diese Regelung, wie hier, tief in die nationalen Gesellschaftsrechte eingreift und sich mit ihnen sogar in Widerspruch setzt.

Das Problem potenziert sich, wenn die Vorschrift gegenüber ihren aus dem Angelsächsischen stammenden und erprobten Vorbildern dann auch noch einen viel weiteren Anwendungsbereich hat. Der Vorschlag würde zu erheblicher Rechtsunsicherheit über zahlreiche Geschäftsvorfälle in Kontinentaleuropa führen.

Nicht hilfreich erscheinen Studien zu dem Thema, die durch den Blickwinkel einer Rechtsordnung durch Punktekategorisierung andere Rechtsordnungen bewerten. Damit werden Präferenzen getroffen, die auch versteckt zwangsläufig rechtspolitische Wertungen enthalten. Solche Studien werden auch von wissenschaftlicher Seite bemängelt.

2. Bedarf? Fehlen einer Studie fällt auf

Wie wir noch zeigen werden, sind die Nachteile der geplanten Hauptversammlungszuständigkeit für die Unternehmen, aber auch für Aktionäre geradezu erdrückend, während der Minderheitenschutz durch mildere Mittel verbessert werden könnte. Hat die EU Kommission die Verhältnismäßigkeit des Eingriffs sorgfältig geprüft?

Begründung der EU Kommission

Die EU Kommission führt im Richtlinienvorschlag aus, dass sich „die in den Mitgliedstaaten geltenden Vorschriften zur Gewährleistung einer hinreichenden Transparenz und Überwachung der Vergütung der Mitglieder der Unternehmensleitung und von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre“ erheblich voneinander unterscheiden, „so dass ein ungleiches Maß an Transparenz und Anlegerschutz besteht. Die unterschiedlichen Vorschriften führen in beiden Fällen dazu, dass Anleger, die Unternehmen überwachen und sich in diese einbringen wollen, vor allem bei grenzüberschreitenden Anlagen mit Schwierigkeiten und Kosten konfrontiert sind und nicht über wirksame Instrumente zum Schutz ihrer Anlagen verfügen. Ohne Vorschriften auf EU-Ebene würden sich die Regeln und ihre Anwendung von einem Mitgliedstaat zum anderen unterscheiden, was dem Wettbewerb in der EU abträglich sein könnte. Ohne Maßnahmen auf EU-Ebene würden die Probleme wahrscheinlich fortbestehen und nur partielle und lückenhafte Lösungen auf nationaler Ebene vorgeschlagen werden. Die Ziele dieser Änderung sind folglich so beschaffen, dass sie durch einseitige Maßnahmen auf Ebene der Mitgliedstaaten nicht erfüllt werden können.“

Solange in Europa unterschiedliche Gesellschaftsrechtssysteme bestehen, wird auch der Anlegerschutz nicht vereinheitlicht sein. Daher bleibt es auch mit den geplanten Vorschriften auf EU-Ebene dabei, dass „sich die Regeln und ihre Anwendung von einem Mitgliedstaat zum anderen unterscheiden“ werden. **Wenn diese Begründung allein ausreichen würde, um Maßnahmen im Binnenmarkt angesichts des Subsidiaritätsprinzips zu rechtfertigen, könnten damit die nationalen Gesellschaftsrechte abgeschafft werden.**

Interessant ist in dem Zusammenhang, dass „Transparenz“ bereits durch die Pflicht zur Offenlegung von RPTs durch die EU Rechnungslegungsrichtlinie 2013/34/EU vorgegeben ist. **Auf ein Versagen bzw. ein dennoch bestehendes ungleiches Maß an Transparenz geht die EU Kommission jedoch nicht ein.** „Ungleiches Maß an Anlegerschutz“ genauso wie „partiell und lückenhaft“ sind allerdings **Wertungen der EU Kommission, die sie nicht belegt.** Der Anlegerschutz ist u.U. anders, aber das Schutzniveau mag vergleichbar sein. In ähnlichen Eingriffssituationen lässt sich die EU Kommission Studien erstellen. Dies war hier nicht der Fall. Dies verwundert, musste die EU Kommission doch konstatieren, dass das Thema der RPTs von den Antwortenden der von der ihr durchgeführten **Konsultation** nicht zu den wichtigsten auf europäischer Ebene zu behandelnden Themen gezählt wurde. **Eine knappe Mehrheit sprach sich gegen Maßnahmen auf dem Gebiet aus, wie die EU Kommission selbst in ihrem Feedback Statement angibt.** Die knapp „unterlegenen“ Befürworter von Maßnahmen auf europäischer Ebene haben sich dabei zudem keinesfalls für ein konstitutives Hauptversammlungsvotum ausgesprochen, sondern für mehr Transparenz etc.⁴ Dies wird im Richtlinienvorschlag jedoch anders dargestellt, indem die Themen einfach miteinander verbunden werden.⁵ Möglicherweise haben die Antworteten die negativen Folgen einer solchen Regulierung vor Augen gehabt. Diese hätte die EU Kommission in einer Auswirkungsstudie untersuchen müssen. Dennoch beharrt die EU Kommission auf Handlungsbedarf, ohne dies im Einzelnen zu begründen und ein

⁴ The slight majority of respondents that provided an answer to this question [Do you think that minority shareholders need more protection against related party transactions? If so, what measures could be taken?...], share the view that sufficient safeguards are already in place.(...) Some respondents stress that the general meeting is not the right place to discuss transaction agreements. The slight minority of respondents in favour of more protection consider that more and better information on related party transaction is necessary. They also share the view that related party transactions above certain thresholds (at least) should be subject to ex ante **board or shareholder approval** with interested parties being excluded from voting,” Feedback Statement, Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Frame Work, 15 November 2011, p. 16.

⁵ Die Interessenträger und Befragten „unterstützten ferner Maßnahmen zur Kontrolle von Vermögensverwaltern (...) und zur Verschärfung der bestehenden Vorschriften zu Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen, Richtlinienvorschlag, S. 4.

umfassendes Impact Assessment vorzunehmen. Sie stützt sich auf den Expertenrat einer Beratungsgruppe, dem „Europäischen Corporate-Governance-Forum“, deren Protokollen sich nicht viel entnehmen lässt.⁶ Unseres Erachtens fehlt hier eine solide Untersuchung, auch bezüglich der Auswirkungen auf das sog.

„Gruppeninteresse“, dass die EU Kommission anzuerkennen angekündigt hat.

Studien werden auch seitens der Wissenschaft gefordert. Zum Beispiel kommt bereits 2008 eine rechtsvergleichende Studie zu dem Ergebnis: „To evaluate the effectiveness of these legal frameworks to protect minority shareholder interests, **empirical work focusing on the law in action is needed.**“⁷

Studie im Auftrag der EU Kommission sieht keine Thema für PRT für Deutschland

Nur ganz am Rande befasst sich eine Studie zur Kapitalrichtlinie im Auftrag der EU Kommission mit RPTs. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass es beim deutschen System bezüglich der Überwachung der Beziehungen zu RPs und anderen Rückflüssen von finanziellen Mitteln an die Aktionäre keine besonderen Belange gebe.⁸ Im Gegensatz dazu wird bei der Untersuchung etwa Großbritanniens die Einschränkung gemacht, dass es auf die individuelle Zusammensetzung der Aktionäre der Gesellschaft ankomme.⁹

OECD

Auch die OECD ist keinesfalls so skeptisch gegenüber einer Board-Kontrolle wie offensichtlich die EU-Kommission, die zur Bedeutung einer Kontrolle durch den Aufsichtsrat oder ein Board-Committee schweigt: Die Länder der Stichprobe der OECD, Belgien, Indien, Israel und Italien, „all place the first responsibility on an

⁶ http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_de.htm#minutes.

⁷ *Conac/Enriques/Gelter, Constraining Dominant Shareholder' self-dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Gelter_18.pdf, S. 40.

⁸ Auch mit Hinweis auf den Abhängigkeitsbericht. Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU accounting regime - KPMG - January 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf, S. 67.

⁹ „There were also no significant risks seen concerning the monitoring of the relationships with related parties and potential other reflexes of funds to shareholders. However this could depend on the individual shareholder composition of a company“, a.a.O., S. 134.

audit or specialised committee of the board (...)and this appears to be emerging as **a good practice** more generally.¹⁰

An anderer Stelle heißt es zudem: “Directors’ liability and culture are also important but the bottom line appears to be that some shareholder involvement might be emerging as good practice and not only in jurisdictions characterised by concentrated ownership. **However, that should not be in conflict with accepted standards with respect to directors’ duties and the responsibilities of the board as a whole**”.¹¹

World Bank Group Ranking

Ärgerlich ist in diesem Zusammenhang ein Ranking der World Bank (Doing Business – Measuring Business Regulations), die den Grad des Investorenschutzniveaus eines Landes am Thema der RPTs festmacht. Dabei werden für feste Kategorien Punkte für die Lösung eines konstruierten Beispielsfalls vergeben, die keinen Raum lassen für andere Schutzmechanismen, die die Mitgliedstaaten entwickelt haben.¹² Die Studie der Weltbank enthält in ihrer Kategorisierung indirekt einige **rechtspolitische Aussagen**. Durch die Punktevergabe wird jeweils eine Bewertung einer bestimmten Kategorie von Schutzvorschriften vorgenommen. Z.B. gibt es mehr Punkte, wenn eine RPT von der Hauptversammlung beschlossen wird, oder eine unfaire Transaktion durch ein Gericht wieder rückgängig gemacht werden kann. Es gibt bei letzterem mehr Punkte, wenn das Gericht dies vornehmen kann, auch wenn kein böser Glaube des Transaktionspartners vorgelegen hat.¹³ Der

¹⁰ OECD Peer Review, Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, 2012, <http://www.oecd.org/daf/ca/50089215.pdf>, S. 12.

¹¹ OECD Peer Review, a.a.o. S. 13.

¹² Deutschland landet dabei auf Platz 98 des Rankings. Ginge man nach dem Ranking, wäre es unter Investorenschutzaspekten besser, sich an einem Unternehmen in Ruanda (Platz 22) zu beteiligen. Allerdings erscheinen die Einschätzungen zur Rechtslage durch die Studienautoren nicht ganz richtig zu sein, da das Verbot der verdeckten Gewinnausschüttung und seine Rechtsfolgen übersehen wurden: <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/germany/#protecting-investors>. Es geht im zugrunde gelegten Beispielsfall um eine Transaktion von B auf Veranlassung des kontrollierenden Aktionärs (der zugleich Aufsichtsrat ist), die dem Drittvergleich nicht standhält. Transaktionspartner S ist ein Unternehmen, das zu 90% dem o.g. Aktionär gehört. Die Leistung ist dem kontrollierenden Aktionär zuzurechnen, vgl. Bayer: in Münchener Kommentar, AktG § 57 Rn. 71. Die Leistung ist nach § 62 Satz 1 Aktiengesetz zurückzugewähren, ohne dass es auf Wissen oder fahrlässiges Nichtwissen ankommt.

¹³ “The extent of director liability index has 7 components: (...)Whether a court can void the transaction upon a successful claim by a shareholder plaintiff. A score of 0 is assigned if rescission is unavailable or is available only in case of fraud, bad faith or gross negligence; 1 if rescission is available when the transaction is oppressive or prejudicial to the other shareholders; 2 if rescission is available when the

Schutz des gutgläubigen Vertragspartners und des Verkehrsschutzes ist jedoch im deutschen Recht ein hohes Gut. Dies gilt auch für die EU-Vorgaben, vgl. Art. 9 und 10 der EU-Publizitätsrichtlinie¹⁴, die eine solche Punktevergabe auch eher nicht tragen würde. **Eine solche Regelung hat dementsprechend auch z.B. in Tschechien bei RPTs zu großer Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Eigentümereigenschaft in der Kette von Grundstücksverkäufen geführt und musste geändert werden.**¹⁵ Die rechtspolitische Wertung durch die World Bank Group ist also auch nach europäischem Recht teilweise äußerst zweifelhaft.

Gelter et al stellen für Studien, die Investorenschutz in Rechtsordnungen per Punktevergabe bewerten, einen „**perspective error**“ fest: „What little we know may also be distorted by an error of perspective that comparative corporate governance scholars risk making. It is in **fact tempting to compare corporate laws by taking one benchmark jurisdiction, typically the US, and to assess the quality of other countries' corporate law systems depending on how much they replicate some prominent features of US law**, such as for example Delaware Courts' emphasis on approval of self-dealing transactions by a majority of the minority shareholders. This approach may **provide a distorted picture of the effectiveness of other corporate laws**, because it might fail to account for legal strategies and enforcement tools that, while unknown to the US corporate governance regime, allow countries to tackle self-dealing differently, but no less effectively than the US, or, in other words, to achieve functional as opposed to formal convergence.“¹⁶

Ein Beispiel für einen „hidden champion“ in dem Bereich der Aktionäre als related parties ist das **Verbot der Eigenkapitalrückgewähr** in Verbindung mit dem Verbot nicht nur offener, sondern auch **verdeckter Ausschüttungen an Aktionäre**¹⁷. Damit

transaction is unfair or entails a conflict of interest,”

<http://doingbusiness.org/methodology/protecting-investors>, vgl. aber § 62 Satz 1 AktG bei verdeckten Gewinnausschüttungen.

14 2009/101/EG mit weiteren Änderungen.

¹⁵ „In real estate transactions, violation of Section 196a causes a major defect in the title chain (...). An amendment to Section 196a of the Commercial Code (effective as of 1 January 2012) provides that if assets acquired in violation of the related-party rules are further transferred, the new owner still obtains good title (provided that he acts in good faith i.e. he did not know about the violation of Section 196a),“

<http://www.mondaq.com/x/168014/Investment/New+RelatedParty+Transaction+Rules+More+Security+For+Real+Estate+Transfers+Or+Not>.

¹⁶ *Conac/Enriques/Gelter*, a.a.O. S. 6f.

¹⁷ „No such doctrine has received any considerable attention in Italy or in France. In both countries, like in Germany, though, in line with the Second directive, special rules on share buy-backs are in place“, *Conac/Enriques/Gelter*, a.a.O. S. 15. Allerdings kennt Frankreich den Grundsatz *fraus omnia corrumpit*. Damit dürfte ein wichtiger Teil der Vermögensverlagerungen in Gruppen erfasst sein. Daneben kennt das französische Recht steuerrechtlich die *distribution camouflée des*

sind für Gesellschaften mit Sitz in **Deutschland jegliche Geschäfte mit einzelnen Aktionären grundsätzlich verboten, es sei denn sie halten einem Drittvergleich („at arms’ length“) stand.** Auch in der Wissenschaft wurde hierauf verwiesen:

„Our overview shows that all three countries provide a large array of doctrines and remedies against selfly broad array of opportunistic behavior to provide an accurate picture of how the laws constrain dominant shareholders’ opportunism in the three sample countries [France, Germany and Italy] dealing. **Some of them are different from those familiar to English-speaking scholars and have received little attention in the comparative debate, such as the German prohibition against concealed distributions** or the role of minority shareholders in the prosecution of abus de biens sociaux in France.“¹⁸

3. Aktionärsschutz nach deutscher Rechtslage

Das bringt uns zum Aktionärsschutz nach deutscher Rechtslage. Dem Deutschen Recht ist eine **Hauptversammlungszuständigkeit** für bestimmte Maßnahmen nicht fremd. Dem sind angesichts der Zuweisung der Geschäftsführung an den Vorstand jedoch sehr **enge Grenzen** gesetzt.

Hauptversammlungszuständigkeit für Geschäftsführungsmaßnahmen nach der Rechtsprechung

Neben ausdrücklichen Zuweisung von Kompetenzen an die Hauptversammlung durch das Aktiengesetz (AktG, **siehe für Einzelheiten den Anhang**) wie für die Verpflichtung zur Übertragung des ganzen Vermögens der Gesellschaft oder für Unternehmensverträge, sieht die Rechtsprechung in sehr engen Grenzen eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit bei grundlegenden Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes vor. Grund hierfür ist aber nicht der Schutz vor RPTs, sondern die **Festlegung der Grenzen des bei der deutschen Aktiengesellschaft dem Vorstand übertragenen eigenverantwortlichen Handelns. Nur solche Maßnahmen, die wegen der Bedeutung bei vernünftiger Abwägung einer Satzungsänderung gleichkämen, müssen in die Hauptversammlung.** Der BGH hat dabei hervorgehoben, dass von seiner Rechtsprechung keine allgemeine Konzernbildungs- und Konzernleitungskontrolle¹⁹ abzuleiten ist.

dividendes, vgl. Ebenroth/Reiner „Der Schutz der abhängigen Kapitalgesellschaft vor nachteiliger Vermögensverlagerung in Frankreich“, BB-Beilage Nr. 13 zu Betriebsberater 1992, Heft 22, S. 1, 7. Es zeigt sich hier wieder, dass eine Beurteilung von Schutzmechanismen nur auf Grund sorgfältiger Analyse erfolgen darf.

¹⁸ Conac/Enriques/Gelter, a.a.O. S. 9f.

¹⁹ Im Sinne etwa eines weiten Bereich grundlegender Geschäftsführungsaufgaben, an denen mitzuwirken die Aktionäre durch die Hauptversammlung der herrschenden Gesellschaft berufen seien, BGH, 26.4.2004 – II ZR 155/02, S. 11.

Da die EU Kommission mit dem vorliegenden Vorschlag jedoch genau dies vorsieht, sind die Erwägungen des BGH für die Ablehnung einer Konzernbildungs- und -leitungskontrolle hier von großer Bedeutung und daher im **Anhang** im Einzelnen zu finden. Nach der Rechtsprechung kommt eine Mitwirkung der Hauptversammlung nur in Betracht, wenn eine Maßnahme Veränderungen nach sich zieht, die einer **Satzungsänderung gleichkommen** würden. Dies hat er bei der Ausgliederung eines Teilbetriebs, der 80% des Gesellschaftsvermögens ausmachte, angenommen. **Der BGH lehnt es dabei ab, nach Bagatellgrenzen zu suchen, ohne deren Überschreiten der Vorstand bei seinem Handeln frei ist.** Er begründet dies mit der Kompetenzübertragung als bewusste Entscheidung des Gesetzgebers **aufgrund von Erfahrungswerten**: bis Anfang des 20. Jahrhunderts hatte die Hauptversammlung die zentrale Stellung inne. Die Gründe für die damalige Gesetzesänderung, etwa eine inhomogene, dem Zufall ausgelieferten Zusammensetzung und die Ferne zu den jeweils zu treffenden Geschäftsführungsmaßnahmen²⁰, sind **heute aktueller denn je: „In einer global vernetzten Wirtschaftsordnung, in der es darauf ankommt, sich bietende Chancen umgehend zu nutzen oder aufkommenden Gefahren sogleich zu begegnen, wäre eine zu enge Bindung an jeweils einzuholende Entschlüsse der nicht ständig präsenten, sondern regelmäßig nur mit erheblichem Aufwand an Zeit und Kosten einzuberufenden Hauptversammlung gänzlich unpraktikabel und hätte eine Lähmung der Gesellschaft zur Folge.“**²¹

Die weiteren Schutzmaßnahmen gegen RPTs werden **im Anhang** ausführlicher erläutert. Vor allem dient der von den Aktionären und bei mitbestimmten Gesellschaften auch teilweise von den Arbeitnehmern, gewählte **Aufsichtsrat als primäre Kontrollinstanz des Vorstands**. Er hat einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte zu erlassen, die der Vorstand nicht ohne seine Zustimmung vornehmen darf. Der Aufsichtsrat hat auch die Kompetenz, ad hoc Geschäfte an seine Zustimmung zu binden. Für Geschäfte des Vorstands mit der Gesellschaft ist der Aufsichtsrat zuständig. Die Gewährung von Krediten des Unternehmens an Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihre Angehörigen bedarf zudem der Zustimmung des Aufsichtsrats. Die Rechtsprechung sieht zudem eine **Treupflicht der Aktionäre** untereinander an, so dass ein Mehrheitsaktionär seine Stimmenmehrheit auf der Hauptversammlung nicht missbräuchlich ausnutzen darf, um Sondervorteile zum Schaden der Minderheitsaktionäre zu erlangen.²² Das AktG sieht zudem eine **Schadensersatzpflicht** für denjenigen vor, der unter Benutzung **seines Einflusses** auf die Gesellschaft ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats dazu bestimmt, zum Schaden der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre zu handeln.

²⁰ siehe BGH, a.a.O. S. 16.

²¹ BGH a.a.O. S. 18.

²² BGH 1.2.1988, II ZR 75/87, „Linotype“, ähnlich „abus de majorité“ in Frankreich und „abuso della maggioranza“ in Italien, vgl. *Conac/Enriques/Gelter*, a.a.O. S. 13.

Verbot der verdeckten Gewinnausschüttung

Eine Erklärung, warum in manchen Ländern zusätzliche Maßnahmen wie die Zuweisung von RPTs an die Hauptversammlung eingeführt wurden, mag mit den **Vorschriften zur Kapitalerhaltung** zusammenhängen. Es geht, wie bereits angesprochen, um die Grundsätze der Gleichbehandlung der Aktionäre in Verbindung mit dem Verbot der Eigenkapitalrückgewähr, die z.B. in Deutschland und Polen auch verdeckte Zuwendungen²³ an Aktionäre erfassen. In Deutschland entfaltet § 57 AktG ein umfassendes Schutzkonzept einer umfassenden Vermögensbindung.²⁴ Danach sind nicht nur der Rückfluss des Grundkapitals und der gesetzlichen Rücklagen verboten, sondern auch Leistungen an Aktionäre aus dem freien Vermögen ohne entsprechenden Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung. Das Verbot wird sehr weit verstanden und verbietet auch Geschäfte mit einzelnen Aktionären, wenn sie einem Drittvergleich („at arms' length“) nicht standhalten. Das Verbot kann sich auch auf Zuwendungen an Dritte erstrecken, wenn sie im wirtschaftlichen Ergebnis Zuwendungen an einen Aktionär gleichzustellen sind.²⁵ **Eine so strenge Regelung kennen viele Mitgliedstaaten nicht, mit anderen Worten, dort sind verdeckte Zuwendungen an Aktionäre grundsätzlich erlaubt.** Sie haben sich jedoch vielleicht für andere Schutzmechanismen entschieden, die vor einer Vermögensverlagerung an Aktionäre schützen. **Dies lässt aber auch eine Regelung von RPTs in solchen Mitgliedstaaten, wie Großbritannien, in anderem Licht erscheinen.** Obwohl die EU Kommission zur Kapitalerhaltung eine selbst in Auftrag gegebene umfangreiche Studie²⁶ zur Verfügung hatte, wird in der Richtlinie die Bedeutung der Kapitalerhaltung nicht erwähnt.

Verbundene Unternehmen

Eine Ausnahme der gerade dargestellten Grundsätze wird durch die gesetzlichen Vorgaben zu verbundenen Unternehmen gemacht, sonst würden Geschäfte des kontrollierenden Aktionärs mit der abhängigen Gesellschaft ebenso grundsätzlich verboten sein, wenn sie nicht at arm's length geschlossen werden. Bei verbundenen Unternehmen gelten jedoch andere Regeln. **Es ist erlaubt, dass die „Mutter“ die „Tochter“ veranlasst ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder zu ihrem Nachteil eine Maßnahme zu treffen oder zu unterlassen. Diese muss jedoch ausgeglichen werden.**

Auf diesem Grundsatz baut das gesamte Konzernrecht in Deutschland, ähnlich z.B. in Frankreich, und sein praktischer Nutzen auf. Die geplante Regelung zu RPTs

²³ Zuwendungen in einer nicht als Gewinnausschüttung erkennbaren Form außer der Dividende oder der sonstigen Gewinnverteilung.

²⁴ Bayer in Münchener Kommentar zum AktG, 3. Auflage, § 57 Rn. 10.

²⁵ Bayer, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 57 Rn. 50, 59.

²⁶ Feasibility study, KPMG, a.a.O.

durchbricht dies jedoch, so dass es künftig den Aktionären überlassen würde, Rechtsgeschäfte auch dann abzulehnen, wenn diese aufgrund eines Unternehmensvertrags oder wegen der Kompensation eigentlich zulässig wären. Dabei sind Aktionäre in ihrer Abstimmung völlig frei und würden daneben von anderen aktionärsschützenden Regelungen des Konzernrechts profitieren. Damit wäre eine verlässliche Konzernleitung nicht mehr möglich und zwar auch nicht im Vertragskonzern.²⁷

In verbundenen Unternehmen ist der Minderheitenschutz jedoch anders gelöst (mehr dazu im **Anhang**): Im **Vertragskonzern**, also bei Bestehen eines Unternehmensvertrags unterstellt eine Gesellschaft die Leitung ihrer Gesellschaft einem anderen Unternehmen (Beherrschungsvertrag) oder verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen (Gewinnabführungsvertrag). Für Aktionärsschutz sorgt hier z.B. zunächst die Zuständigkeit der Hauptversammlung für den Unternehmensvertrag (Dreiviertelmehrheit), das Recht der Aktionäre, auszuscheiden und eine Abfindung zu erhalten, die Verlustausgleichspflicht und Garantieleistungen, genauso wie die Verantwortlichkeit der gesetzlichen Vertreter bei Pflichtverletzung.

Im **faktischen Konzern** besteht eine Ausgleichspflicht, Konzernhaftung und Pflicht zur Erstellung eines **Abhängigkeitsberichts**. Daneben gilt bereits aufgrund der **Rechnungslegungsrichtlinie 2013/34/EU** die Pflicht zur Offenlegung von Geschäften mit nahe stehenden Unternehmen. Das Aktiengesetz bestimmt eine Schadensersatzpflicht, wenn die Kompensation für eine Maßnahme der Tochter zugunsten der Mutter ausbleibt.²⁸ Aktionäre, deren Anteil am Grundkapital

²⁷ Die EU Kommission ersetzt dabei teilweise die einheitliche und verlässliche Konzernleitung im durch die Möglichkeit des Unternehmens, sich jährlich zu erneuernde Genehmigungen für gleichartige Transaktionen mit bestimmten RPs, also etwa jeweils Mehrheitsaktionären einholen zu können. Ein Überbleibsel an Konzernleitung wäre also jeweils für 12 Monate in engen Grenzen möglich.

²⁸ § 317 AktG lautet: „(1) Veranlasst ein herrschendes Unternehmen eine abhängige Gesellschaft, mit der kein Beherrschungsvertrag besteht, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder zu ihrem Nachteil eine Maßnahme zu treffen oder zu unterlassen, ohne dass es den Nachteil bis zum Ende des Geschäftsjahrs tatsächlich ausgleicht oder der abhängigen Gesellschaft einen Rechtsanspruch auf einen zum Ausgleich bestimmten Vorteil gewährt, so ist es der Gesellschaft zum Ersatz des ihr daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Es ist auch den Aktionären zum Ersatz des ihnen daraus entstehenden Schadens verpflichtet, soweit sie, abgesehen von einem Schaden, der ihnen durch Schädigung der Gesellschaft zugefügt worden ist, geschädigt worden sind. (2) Die Ersatzpflicht tritt nicht ein, wenn auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer unabhängigen Gesellschaft das Rechtsgeschäft vorgenommen oder die Maßnahme getroffen oder unterlassen hätte. (3) Neben dem herrschenden Unternehmen

500.000 EUR oder 20% entspricht, können eine Sonderprüfung beantragen, wenn Tatsachen vorliegen, die den Verdacht einer pflichtwidrigen Nachteilszufügung rechtfertigen.

Würde der Vorschlag der EU Kommission mit seinem „one size fits all“-Ansatz Realität, müssten Geschäftsführungsmaßnahmen z.B. im Konzern – sofern eines der verbundenen Unternehmen börsennotiert ist – bei weit unterhalb einer Satzungsänderung gleichkommenden Maßnahmen der Hauptversammlung vorgelegt werden. **Der deutsche Gesetzgeber wäre gezwungen, von seinen in der Rechtsprechung des BGH wiedergegebenen Grundsätzen abzuweichen, die aufeinander abgestimmten rechtlichen Mechanismen im Konzern könnten so nicht aufrecht erhalten werden. Für einen solchen Eingriff in den Kern der nationalen Konzernrechte sind keine Gründe ersichtlich. Er ist abzulehnen. Dabei ist es nicht ausreichend, wenn nur 100-Prozent-Töchter aus der Regelung ausgenommen werden. Letzteres würde mit dem faktisch erzeugten Zwang, Konzerne völlig umzustrukturieren, nur zu einer Welle von Squeeze Outs bei Konzerngesellschaften mit unter 100%-Beteiligungsquote führen. Die EU Kommission würde damit also geradezu das Herausdrängen von Minderheitsaktionären aus manchen Gesellschaften fördern, während sie sie doch eigentlich schützen will.**

4. Widerspruch zur angekündigten Anerkennung des sog. Gruppeninteresses²⁹

Wenn die EU Kommission ankündigt, dass sie plant, das „Gruppeninteresse“²⁹ anzuerkennen, kann dies nichts anderes bedeuten, als dass die EU Kommission überlegt anzuerkennen, dass eine Untergesellschaft nicht nur im Interesse der eigenen Gesellschaft und ihrer Aktionäre, sondern unter den dann festzulegenden Voraussetzungen auch im Interesse einer ganzen „Gruppe“ von Unternehmen handeln darf. In einigen Rechtsordnungen sind nachteilige Geschäfte zugunsten einer Mehrheitsgesellschaft oder Gruppe anerkannt, wenn diese auf die eine oder andere Weise kompensiert werden. Solche Geschäfte werden oftmals die Voraussetzungen der geplanten RPTs-Regulierung erfüllen, und würden eben nicht anerkannt. Die Ankündigung der EU Kommission zur Anerkennung des Gruppeninteresses läuft also ins Leere, wenn RPTs von Minderheitsaktionären

haften als Gesamtschuldner die gesetzlichen Vertreter des Unternehmens, die die Gesellschaft zu dem Rechtsgeschäft oder der Maßnahme veranlasst haben.“

²⁹ Zu bedenken ist hierbei, dass die EU Kommission bei der Bankenregulierung bereits Pflichten zur Gruppenführung auferlegt, als ob in der EU Rechte und Pflichten von Unternehmensgruppen bereits geklärt wären. Manches davon mag als „Transaktion“ von related parties zu qualifizieren sein, und sich mit dem Erfordernis eines HV-Votums als Hindernis für die Befolgung der rechtlichen Vorgaben der Bankenregulierung herausstellen.

einer Gesellschaft der Gruppe verhindert werden können. Die EU Kommission verbaut sich damit die Begründung eines verlässlichen „Konzernrechts“ von vornherein zu Gunsten eines falsch verstandenen Minderheitenschutzes.

5. Nachteile der Hauptversammlungszuständigkeit für das Unternehmen und seine Aktionäre

Häufigkeit: Die Nachteile einer solchen Regelung liegen auf der Hand. Da nach IAS 24 alle Unternehmen im Konzern RPs sind, sind alle Geschäfte im Konzern auf die Zuständigkeit der Hauptversammlung hin zu prüfen. Dies mag in den Jurisdiktionen, deren Kapitalmarkt eher von Streubesitz geprägt ist, nicht häufig vorkommen. In Kontinentaleuropa kommen jedoch Blockholder-Strukturen häufig vor, was zur Erhöhung der Frequenz gegenüber angelsächsischen Vorbildern führen wird. Zudem wird nicht nur ein Schwellenwert festgelegt, sondern es werden auch alle Geschäfte erfasst, die einen „wesentlichen Einfluss auf Umsatz und Gewinn haben können“. Das Deutsche Aktieninstitut erwartet zahlreiche Transaktionen auf den Tagesordnungen, wegen dem bereits angesprochenen sehr weiten Anwendungsbereich der Regelung: Der Vorstand muss wegen der Voraussetzung, dass die Hauptversammlung zuständig ist, wenn Geschäfte erheblichen Auswirkungen auf den Gewinn oder den Umsatz haben „können“, eine **Prognoseentscheidung** treffen, die sich hinterher als falsch herausstellen kann. **Das Risiko, dass mangels Hauptversammlungsbeschluss dann eine solche Transaktion nichtig ist, werden weder der Vorstand noch sein Vertragspartner eingehen.** Im Zweifel werden also eher mehr als weniger Transaktionen in die Hauptversammlung gegeben werden.

Zeitfaktor: Warum ist das ein Problem? Während es unkritisch sein dürfte, eine Hauptversammlung abzuwarten, wenn etwa ein Vorstandsmitglied ein Grundstück von der Gesellschaft kauft, ist dies beim operativen Geschäft anders. Die Vorstellung, „Windows of Opportunity“ nicht mehr nutzen zu können, sondern die lange Anlaufzeit bis zur Abstimmung der Aktionäre in Kauf nehmen zu müssen, erscheint befremdlich. Die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung kann je nachdem, wie zeitkritisch und wichtig eine Transaktion ist, erforderlich werden. Die Kosten hierfür dürften bei größeren Unternehmen in Deutschland nicht unter 1 Mio EUR, bei großen Gesellschaften eher bei mehreren Mio Euro, liegen.

Geschäftsgeheimnisse: Wenn Aktionäre rechtlich bindend über Geschäftsvorfälle entscheiden sollen, müssen sie dies auf der Grundlage angemessener Information tun. Dies wären bei einem langfristigen Liefervertrag zwischen Zulieferer-Tochter und Automobilhersteller-Mutter doch wohl zumindest die Eckpunkte des Vertrags. Da eine Information an die Aktionäre immer auch eine öffentliche Information ist, kann auch der Wettbewerber von diesen Informationen profitieren. **Dies schadet**

letztlich auch den Aktionären. Hier liegt der große Vorteil, wenn nur der Aufsichtsrat oder die nicht exekutiven Mitglieder des Boards zustimmen müssten. Die Vertraulichkeit bliebe gewahrt. Dagegen sind ja etwa in Großbritannien Geschäftsführungsmaßnahmen von der Regelung ausgeschlossen. Daher konnte dies bislang nicht zu Problemen führen. Es fragt sich, ob die EU-Kommission das bedacht hat.

6. Vorteilhaft für Aktionäre?

Aber auch für die Aktionäre kann die Vorschrift zum Problem werden. In der Hauptversammlungssaison muss ein institutioneller Investor mit breit aufgestelltem Portfolio, der sich international engagiert, auf bis zu 200 Hauptversammlungen in der Woche abstimmen. Das Deutsche Aktieninstitut erwartet, wie gerade dargestellt, zahlreiche Transaktionen auf den Tagesordnungen. Wie in diesem Richtlinienentwurf festgestellt wird, bedienen sich die Investoren schon jetzt der Abstimmungsempfehlungen von Dienstleistern, den Proxy Advisors, um der Flut an Tagesordnungen Herr zu werden. Bei komplexen Einzelfallentscheidungen über operative Transaktionen dürfte diese Praxis des Abgleichs mit Abstimmungsrichtlinien an ihre Grenzen stoßen. Wie können Investoren also gegenüber ihren Kunden verantwortungsvoll damit umgehen? Eines erscheint sicher: Nicht nur für die Unternehmen, sondern auch für die Aktionäre werden die Transaktionskosten steigen. Da sich durch den Ausschluss etwa des kontrollierenden Aktionärs plötzlich die **Mehrheitsverhältnisse stark verschieben** können, ist bei den Aktionären **erhöhte Wachsamkeit** gefordert.

Größten Nutzen dürften aus dem Potential der RPTs sog. „**aktivistische Aktionäre**“ wie **Hedge Funds** ziehen, die aber oftmals gerade einen kurzen Anlagehorizont haben, also einen Anlagehorizont, den die EU-Kommission eigentlich nicht fördern will. Es ist ihr Geschäftsmodell, sich ausführlich mit der Struktur, Strategie und dem operativen Geschäft ihrer Beteiligungen zu beschäftigen. Ihre Struktur ist darauf ausgerichtet, sich auch ausführlich mit Geschäftsführungsmaßnahmen auseinandersetzen, diese bewerten zu können und mit den hierfür erforderlichen Transaktionskosten umzugehen. Dabei ist es oftmals ihr Ziel, Maßnahmen der Geschäftsführung zu erreichen, die kurzfristig den Aktienkurs beflügeln, z.B. Veräußerung von Geschäftsbereichen, oder die Ausschüttung von Sonderdividenden³⁰.

Nach der geplanten Regelung haben sie nun die Möglichkeit, wichtige Transaktionen zu blockieren. Dadurch, dass z.B. im Konzern die Konzernmutter von der Abstimmung ausgeschlossen sein mag, hat eine niedrige Beteiligung solcher Minderheitsaktionäre plötzlich ein Gewicht, das nicht mehr den tatsächlichen

³⁰ Vgl. zuletzt z.B. Lüßmann/Beyer „Aggressive Aktionäre als Reputationsrisiko“, Börsenzeitung, 27.9.2014, S. 9.

Beteiligungsverhältnissen und von den nationalen Gesellschaftsrechten vorgesehenen Sperrminoritäten entspricht und möglicherweise die Abstimmung entscheidet.

Hinzu kommt das Recht der Aktionäre, Beschlüsse der Hauptversammlung **anzufechten**. Nach deutschem Recht muss ein Aktionär nur Grundkapital im Wert von 1000 Euro halten, um dies zu tun. Bis ein Gericht dann über die Gültigkeit des Beschlusses entscheidet, stünde dann die Wirksamkeit der Transaktion in Frage und dürfte nicht vollzogen werden.³¹ Während dies in berechtigten Fällen ein starkes Instrument des Minderheitenschutzes ist, hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass dieses Instrument von Aktionären missbräuchlich eingesetzt wird. Das bedeutet, dass selbst dann, wenn der Aktionär keine Mehrheit bei der Abstimmung erreicht, er die Transaktion mit geringstem Einsatz blockieren kann. Dabei mag das Geschäft obsolet werden, wenn monatelang auf eine Gerichtsentscheidung gewartet werden muss.

Diese neue Macht würde natürlich helfen, über das Vehikel der Abstimmungsmacht über eine andere Transaktion die eigenen Ziele zu erreichen.

Das Deutsche Aktieninstitut bewertet hierbei nicht das Geschäftsmodell von aktivistischen Aktionären und deren Berechtigung als Player im Kapitalmarkt. Es möchte aber darauf hinweisen, dass die geplante Regelung der RPTs den Aktionären ein weiteres Instrument in die Hand gibt, ihr Geschäftsmodell „aktivistisch“ zu verfolgen.

Aber auch unabhängig von der Beteiligung von Aktionären, die aktivistisch ihre eigenen Ziele verfolgen: die Hauptversammlungszuständigkeit hat nun einmal rechtliche Konsequenzen. Werden die Aktionäre richtig vom Vorstand informiert und wird die Transaktion durch das dann oberste Organ genehmigt, kommt dies einer **Weisung an den Vorstand gleich**. Ihm ist dann auch die Entscheidung genommen, die Transaktion nicht durchzuführen. **Bei Weisungen ist dann aber der Vorstand gegenüber den Aktionären enthaftet.**

³¹ Hinzu kommt das Recht der Aktionäre, Beschlüsse der Hauptversammlung anzufechten. „Challenges to the validity of shareholder resolutions have traditionally been used as a shareholder remedy in Italy and Germany, because it is an effective bargaining tool against the company and its dominant shareholders. In fact, thanks to the possibility of obtaining a court order requiring directors not to execute the transaction, shareholders might block important transactions,“ *Conac/Enriques/Gelter*, a.a.O. S. 25.

7. Wirtschaftliche Bedeutung des Vorschlags

70 Prozent des Umsatzes und 53 Prozent der Beschäftigten aller Unternehmen in Deutschland entfallen auf konzernverbundene Unternehmen.³² Der Konzern hat also erhebliche wirtschaftliche Bedeutung. Sicherlich dürfte dies strukturell in anderen Mitgliedstaaten ähnlich sein, denn abgesehen z.B. von Großbritannien prägt das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs die Kapitalmärkte Kontinentaleuropas. Wie bereits angeführt, wird jedoch der Konzernverbund durch die geplante Regelung in Frage gestellt. Es ist weder klar, ob **zunächst nachteilige Transaktionen im Verbund, wenn sie im Laufe des Jahres ausgeglichen werden, überhaupt noch erlaubt sind**, noch kann der Wertungswiderspruch bei marktüblichen Transaktionen zwischen Konzernunternehmen und vergleichbaren mit Dritten aufgelöst werden. Bezüglich letzterem erscheint es künftig besser für Unternehmen das gleiche Geschäft mit einem Dritten ohne Bürokratie abzuschließen, als mit einem verbundenen Unternehmen.

Im Konzern dürften zukünftig viele Transaktionen mit Unsicherheit behaftet sein, was **wirtschaftlichen Schaden anrichten könnte**. Mögliche Auflösungstendenzen von Konzernverbänden oder Vermeidungsverhalten von Unternehmen, etwa künftig noch Joint Ventures mit jungen Unternehmen einzugehen, **hat unabsehbare strukturelle Folgen für die deutsche wie europäische Wirtschaft**.

8. Einzelheiten zu Art. 9c

Strenger als andere nationale Regelungen von RPTs: Operatives Geschäft in der Hauptversammlung

Da der Begriff der Transaktion sehr weit gefasst ist, wird er sämtliche Geschäfte erfassen. Das können auch übliche Geschäftsvorfälle größeren Umfangs zwischen Tochter und Mutter sein, solange nur eine von beiden börsennotiert ist. Transaktionen können z.B. Zuliefererverträge zwischen Tochter und Mutter sein, aber auch die Beteiligung eines Aktionärs an einer Kapitalerhöhung.

Unverständlicherweise ist die EU Kommission dabei strenger als die nationalen Regelungen, die Hauptversammlungsvoten bei RPTs vorsehen. Sie schafft also einen ganz neuen, unerprobten Standard.

³² Hauptgutachten der Monopolkommission von 2007, Bundestagsdrucksache (BT-Drs.) 17/2600, S. 80, www.monopolkommission.de/images/PDF/HG/HG18/1702600.pdf.

Z.B. Ist zwar ist für **Großbritannien** Listing Rule 11 dem Vorschlag ähnlich, aber die Regelungen finden nur Anwendung auf **Unternehmen des Premium Listing-Segments**³³, nicht auf alle börsennotierten Unternehmen. Zudem sind Transaktionen **“in the ordinary course of business” von der Regelung ausgenommen**. Diese Einschränkung nimmt die EU Kommission nicht vor. Andere Rechtsordnungen, die eine Vertragskontrolle vorsehen, wie z.B. **Frankreich**, nehmen **laufende Geschäfte**, die die Gesellschaft gewöhnlicherweise trifft und die nicht über den Vertragsgegenstand hinausgehen und unter normalen, d.h. **Marktbedingungen** geschlossen werden, **ebenfalls von der Regulierung aus**.³⁴

Daneben gilt bereits aufgrund der **Rechnungslegungsrichtlinie 2013/34/EU** die Pflicht zur Offenlegung von Geschäften mit nahe stehenden Unternehmen. dabei gelten jedoch einige Ausnahmen, z.T. auch für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU). gemäß Art. 17 Abs. 1 lit. r Abs. 2.³⁵ Obwohl die vorgeschlagene Richtlinie nun statt Transparenz auf Geschäftsführungsübertragung bei solchen Geschäften setzt, fehlt eine Auseinandersetzung der EU-Kommission mit dem selbst geschaffenen Transparenzregime und seiner Bedeutung oder gegebenenfalls eines Versagens Bedeutung für den Minderheitenschutz. Dabei fällt zum Beispiel die Differenz auf, dass sich die **Transparenz** ausweislich des Opt Outs der Mitgliedstaaten nach Art. 17 Abs. 1 lit. r Abs. 2 auf **nur marktunübliche Geschäfte erstrecken darf, die Übertragung der HV-Kompetenz aber künftig unabhängig davon bestehen soll, ob die Transaktion marktüblich ist, also einem Drittvergleich standhält**. Dieser Wertungsunterschied ist augenfällig.

³³ <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR/11/1>.

³⁴ Ebenroth, /Reiner „Der Schutz der abhängigen Kapitalgesellschaft vor nachteiliger Vermögensverlagerung in Frankreich“, BB-Beilage Nr. 13 zu Betriebsberater 1992, Heft 22, S. 1, 9 mit Hinweis auf Artt. 102 bzw. 50-I L. 66 Code de Commerce.

³⁵ Gemäß der Rechnungslegungsrichtlinie können die Mitgliedstaaten „gestatten oder vorschreiben, dass nur Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen, die unter **marktunüblichen Bedingungen** zustande gekommen sind, angegeben werden. Die Mitgliedstaaten können Geschäfte zwischen zwei oder mehr Mitgliedern derselben Unternehmensgruppe ausnehmen, sofern die an dem Geschäft beteiligten Tochtergesellschaften hundertprozentige Tochtergesellschaften sind. Nach Erwägungsgrund 10 der Richtlinie soll „dafür gesorgt werden, dass die Anforderungen für kleine Unternehmen innerhalb der Union weitgehend harmonisiert werden. Diese Richtlinie basiert auf dem Prinzip "Vorfahrt für KMU". Um einen unverhältnismäßigen Verwaltungsaufwand für diese Unternehmen zu vermeiden, sollte es den Mitgliedstaaten lediglich gestattet sein, im Wege von Anhangangaben ergänzend zu den in den Anhängen zu den Abschlüssen zwingend vorgeschriebenen Angaben einige wenige Informationen zu verlangen.“

An Unschärfe nicht mehr zu überbieten ist die Voraussetzung, dass die Hauptversammlung zuständig ist, wenn Geschäfte **erheblichen Auswirkungen auf den Gewinn oder den Umsatz haben „können“**. Dies beinhaltet eine Prognoseentscheidung, die vom Vorstand ex ante beurteilt werden muss und daher mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist. An eine solche Prognose darf nicht die Wirksamkeit einer Transaktion geknüpft werden.

Verweis auf Rechnungslegungsgrundsatz

Die EU Kommission bedient sich mit IAS 24 einer nicht geeigneten Regelung, um die geplante Anforderung genauer zu bestimmen.

Der Begriff der Related Party umfasst eine große Anzahl möglicher Beziehungen und ist nicht unkompliziert zu bestimmen.³⁶ Er sollte beschränkt werden, wie es auch nach der Rechnungslegungsrichtlinie für die Offenlegung für KMU möglich ist.³⁷ **Unternehmen werden wohl zum Führen einer Liste mit möglichen RPs gezwungen sein und Compliance-Maßnahmen einrichten müssen, damit Transaktionen nicht ohne Prüfung vorgenommen werden.**

Welchen Mechanismus sieht die EU-Kommission eigentlich vor, dass sich RPs, deren Beziehung nicht offensichtlich ist, gegenüber den Unternehmen offenbaren?

Sind zwei Unternehmen eines Joint Ventures RPs, oder kommt es auf die vertragliche Ausgestaltung an?

Die EU Kommission überträgt einen Rechnungslegungsstandard, nach dem Transaktionen ex post bewertet werden, auf den **Zeitpunkt der Transaktion**. Der Referenzwert ist bei der Berichtspflicht einheitlich festgelegt. Aber was ist mit unterjährigen Transaktionen? Der Wert des Unternehmens ist ja nicht fest, sondern schwankt. Muss das Vermögen einzeln und zu dem jeweiligen Zeitpunkt ermittelt werden? Dies wäre nicht nur unpraktikabel, sondern würde zusätzliche Kosten verursachen.

³⁶ z.B. Drygala, Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions, AG 2013, 198.

³⁷ Nach der Rechnungslegungsrichtlinie können die Mitgliedstaaten dagegen gestatten, dass **mittlere Unternehmen** die Angaben zu Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen auf Geschäfte beschränken können, die getätigt wurden mit i) Eigentümern, die eine Beteiligung an dem Unternehmen halten, ii) Unternehmen, an denen das Unternehmen selbst eine Beteiligung hält, und iii) Mitgliedern der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane eines Unternehmens.

Die Begriffe „Vermögen“ und „Transaktion“ sind völlig unklar und die Regelung dürfte nach der erforderlichen Klarstellung wohl etwas komplizierter werden, z.B. so:

„Member States shall ensure that companies announce all transactions with related parties that result in the recognition or derecognition, in the company's statutory balance sheet, of assets or liabilities the recognized cost (in case of recognitions) or the book value upon derecognition (in case of derecognitions) of which amount to more than 5% of the total assets as reported in the company's most current disclosed full year statutory financial statements.“

Aggregation: Unternehmen werden durch unverhältnismäßige Sanktion aus dem Konzern gedrängt

Art. 9c Abs. 3 sieht vor, dass Transaktionen mit denselben nahe stehenden Unternehmen und Personen, die in den vorangegangenen 12 Monaten getätigt wurden und die nicht von den Aktionären genehmigt wurden, zu aggregieren sind. Ergibt der Gesamtwert der aggregierten Transaktionen mehr als 5 % des Vermögens des Unternehmens, wird die Transaktion, mit der dieser Wert überschritten wird, **sowie jede spätere Transaktion** mit demselben nahe stehenden Unternehmen bzw. derselben nahe stehenden Person den Aktionären zur Abstimmung vorgelegt und darf erst nach Genehmigung durch die Aktionäre bedingungslos abgeschlossen werden.

Das Deutsche Aktieninstitut versteht den Sinn dieser Regelung nicht. Zwar ist klar, dass sie verhindern soll, dass die 5-Prozent-Hürde nicht durch Aufteilung auf kleine Transaktionen umgangen werden soll. Aber dies ist zum einen nun einmal bei Schwellenwerten der Fall. Zum anderen kann es doch nicht die Folge sein, dass dann in alle Ewigkeit mit der betroffenen RP getroffenen Transaktionen, der Hauptversammlung vorgelegt werden müssen, v.a. wenn es sich nicht um einen Umgehungsachverhalt gehandelt hat? Ist der EU Kommission die faktische Konsequenz bewusst? Es wird unmöglich, mit dieser RP noch kurzfristig Geschäfte abzuschließen, egal wie unbedeutend sie im Einzelnen für die Aktionäre sind. Um das zu verhindern, kann die RP nur – wenn es sich um ein verbundenes Unternehmen handelt – seine Beteiligung aufgeben. Selbst wenn diese Pflicht nur 12 Monate umfassen sollte, kann dies prohibitiv wirken. **Diese Sanktion ist völlig unverhältnismäßig.**

Art. 9c Abs. 1: Offenlegungsregelung

Auch die Transparenzvorschrift nach Abs. 1 ist problematisch. Zum einen ist hier natürlich die **Dopplung** zu der bereits angesprochenen **Rechnungslegungsrichtlinie** augenfällig. Müssen die RPTs ab einem Schwellenwert von 1% des Vermögens sofort veröffentlicht werden, wobei zusätzlich eine Fairness Opinion beizufügen ist? Muss der Abschlussprüfer dann trotzdem diesen Teil im Anhang noch einmal

prüfen, schließlich ist Art. 17 der o.g. Richtlinie nicht geändert worden? Wäre eine solche doppelte Prüfungspflicht noch verhältnismäßig?

Marktübliche Bedingungen und Konzernrecht

Möglicherweise werden bei Transaktionen im Konzern nicht immer „marktübliche Bedingungen“ eingehalten. Dies muss dann jedoch anders kompensiert werden. Dann kann aber eine solche Fairness Opinion nicht erbracht werden. Damit werden Transaktionen im **Konzern**, die nach deutschem oder auch französischem Recht zulässig sind, aber kompensiert werden müssen, in Frage.

Der Maßstab für „**fair und vernünftig**“ fehlt, er wird dem Urteil des unabhängigen Dritten überlassen. Die **Sicht der Minderheitsaktionäre** kann durchaus **divergieren**. Sie ist kein geeigneter Maßstab für eine Fairness Opinion. Besser wäre auf das **Unternehmensinteresse** abzustellen, das auch die Interessen der Aktionäre mit einschließt. Das Unternehmensinteresse ist jedenfalls nicht mit dem Interesse des Mehrheitsaktionärs gleichzusetzen.

Pauschale Einholung von „Fairness Opinions“ ist abzulehnen

Sollte es bei RPTs, die 1 Prozent des Vermögens entsprechen, erforderlich werden die Meinung eines Dritten hierzu einzuholen, werden die Transaktionskosten v.a. in Unternehmensgruppen erheblich steigen.

Das deutsche Aktieninstitut kann sich auch die Befunde aus dem Impact Assessment der EU Kommission nicht erklären. So wird für die Expertise eines Dritten, der die Fairness einer Transaktion von 1% des Unternehmenswerts bewerten soll, ein Betrag zwischen 1.500 Und 5.000 EUR festgesetzt. Unseres Erachtens wird dieser Betrag allein für die Bestimmung des Unternehmenswerts zum Zeitpunkt der Transaktion fällig werden.

Wir können uns diese Einschätzung nur mit der Praxis **qualitativ minderwertiger formeller Absicherung** erklären: Die EU Kommission könnte sich bei ihrer Annahme, dass Fairness Opinions nur 5.000 Euro kosten, von der Praxis leiten lassen, bei der in solchen Schriftstücken quasi nur den Sachverhalt und am Ende die bloße Einschätzung, dass die Transaktion fair sei, enthalten ist. Die Gründe und die Grundlage der Entscheidung wird in solchen Dokumenten nicht angegeben, aber eine Haftungsfreizeichnung enthalten sie schon. Diese Praxis ist abzulehnen und eine solche Art von letztlich nur formellen Absicherungen statt materieller Prüfung sollte durch pauschale EU-Vorgaben nicht auch noch gefördert werden. Solche Papiere nützen weder den Unternehmensorganen noch den Aktionären und generieren nur Kosten. Es fragt sich, ob diese **Praxis der formellen statt materiellen Absicherung** wirklich gegen missbräuchliches Handeln geeignet ist. Dagegen sollte in erster Linie der **Aufsichtsrat bzw. die nicht-exekutiven Direktoren ihre Zustimmung zur Transaktion erteilen müssen**. Diese werden sich in Zweifelsfällen selbst um eine „echte“ Fairness Opinion bemühen, um sich gegen

die eigene Haftung abzusichern. Diese Dokumente könnten dann zwar erhebliche Kosten verursachen, es ist aber der Aufsichtsrat, der die Abwägung trifft, nicht pauschal der Gesetzgeber durch Schwellenwerte, die Fairness Opinions auslösen.



5 Kapitel II A: Durchführungsrechtsakte und Sanktionen

Nach dem neuen Kapitel IIa der Aktionärsrechterichtlinie soll Art. 20 der Richtlinie 2013/34/EU dahingehend geändert werden, **dass der neue Vergütungsbericht in die Erklärung zur Unternehmensführung aufzunehmen** ist. Art. 17 der Richtlinie 2013/34/EU sieht jedoch bereits vor, dass „die den Mitgliedern von Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorganen für ihre Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Bezüge sowie die gegenüber früheren Mitgliedern der genannten Organe entstandene oder eingegangene Verpflichtungen betreffend Altersversorgung [im Anhang zu machen sind]. Diese Angaben sind zusammengefasst für jede Kategorie dieser Organe zu machen.“ **Zudem soll der Abschlussprüfer künftig prüfen, ob die Angaben nach Art. 9b gemacht wurden. Da der Vergütungsbericht Erläuterungen enthalten wird, die nicht standardisiert sind, fragt sich, wie kostenintensiv die Prüfungen durch den Abschlussprüfer sein werden. Es sollte daher nur verlangt werden zu prüfen, ob ein Vergütungsbericht eingefügt ist.**

6 Anhang

1. Hauptversammlungszuständigkeit nach dem Aktiengesetz

Dem Deutschen Recht ist eine Hauptversammlungszuständigkeit für bestimmte Maßnahmen nicht fremd. Dem sind angesichts der Zuweisung der Geschäftsführung an den Vorstand jedoch enge Grenzen gesetzt.

§ 119 Aktiengesetz (AktG) weist die Zuständigkeit der Hauptversammlung grundsätzlich für die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrats, für die die Verwendung des Bilanzgewinns, die Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, die die Bestellung des Abschlussprüfers, Satzungsänderungen, Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und der Kapitalherabsetzung, die Bestellung von Prüfern zur Prüfung von Vorgängen bei der Gründung oder der Geschäftsführung und die die Auflösung der Gesellschaft vor. Darüber hinaus gilt das z.B. für die Verpflichtung zur Übertragung des ganzen Vermögens der Gesellschaft (§ 179 a AktG), für Unternehmensverträge (§§ 293, 295 AktG), für die Fassung eines Fortsetzungsbeschlusses (§ 274 AktG) oder für Eingliederungsbeschlüsse (§§ 319, 320 AktG).

Die deutsche Rechtsprechung sieht zudem in sehr engen Grenzen eine ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten bei grundlegenden Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes vor. Grund hierfür ist aber nicht der Schutz vor „Related Party Transactions“, im Folgenden RPTs, sondern die **Festlegung der Grenzen des bei der deutschen Aktiengesellschaft dem Vorstand übertragenen eigenverantwortlichen Handelns**, die wegen der Bedeutung bei vernünftiger Abwägung einer **Satzungsänderung gleichkäme**.

Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH) ist in der Literatur mit dem Stichwort "Holzmüller"-Doktrin³⁸ gekennzeichnet. In seinem „Gelatine“-Urteil³⁹, 22 Jahre nach „Holzmüller“ hat der BGH Vorstellungen, die zu einer erheblichen Ausweitung einer Mitwirkungsbefugnis der Hauptversammlung über die gesetzlich angeordneten Fälle hinaus geführt hätten, eine Absage erteilt und dabei vor allem

³⁸ "Ungeschriebene" Hauptversammlungszuständigkeit in einem Fall, in dem eine Aktiengesellschaft zwar nicht ihr ganzes Gesellschaftsvermögen, jedoch einen Betrieb, welcher den wertvollsten Teil des Gesellschaftsvermögens ausmachte, auf eine zu diesem Zweck gegründete Tochtergesellschaft ausgegliedert hat, BGH, 25.02.1982 - II ZR 174/80, (BGHZ 83, 122).

³⁹BGH, 26.4.2004 – II ZR 155/02 "Gelatine" Leitsatzentscheidung, abrufbar unter www.bundesgerichtshof.de/DE/Entscheidungen/entscheidungen_node.html.

nicht zugelassen, aus seiner Holz Müller-Doktrin eine allgemeine Konzernbildungs- und Konzernleitungskontrolle⁴⁰ abzuleiten.

Da die EU Kommission mit dem vorliegenden Vorschlag jedoch genau dies vorsieht, sind die Erwägungen des BGH für die Ablehnung einer Konzernbildungs- und -leitungskontrolle hier von großer Bedeutung und daher im Anhang im Einzelnen zu finden. Der BGH hat auf das gesetzliche Modell der Kompetenzverteilung der Organe der Aktiengesellschaft hingewiesen, wonach der Vorstand die Geschäfte der Gesellschaft in eigener Verantwortung führt. Er wird kontrolliert von einem eigenständigen und von der Hauptversammlung berufenen Organ, dem Aufsichtsrat. Die Satzung gibt hierfür den Rahmen für das Vorstandshandeln vor. Die Aktionäre bestimmen und ändern den Inhalt der Satzung, also über die "Verfassung" der Aktiengesellschaft, und befinden im Nachhinein über die Geschäftsführung des Vorstands. Der BGH hat befunden: „Dieses aus wohl erwogenen Gründen ausbalancierte Verhältnis darf nicht ohne zwingende Gründe durch im Gesetz nicht vorgesehene Mitwirkungsbefugnisse der Aktionäre gestört werden“⁴¹. Daher kommt eine Mitwirkung der Hauptversammlung nur in Ausnahmefällen in Betracht. Sie kommt „allein dann in Betracht, wenn eine von dem Vorstand in Aussicht genommene Umstrukturierung der Gesellschaft an die Kernkompetenz der Hauptversammlung, über die Verfassung der Aktiengesellschaft zu bestimmen, rührt, weil sie Veränderungen nach sich zieht, die denjenigen zumindest nahe kommen, welche allein durch eine Satzungsänderung herbeigeführt werden können.“ Wann diese besondere Voraussetzung für eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit erfüllt ist, hat der II. Zivilsenat nicht in allgemeingültiger Weise entschieden, sondern dies über Ausgliederungsfälle hinaus nur für die Umstrukturierung einer Tochter- in eine Einzelgesellschaft als denkbar anerkannt. Auch dann reicht es aber nicht aus, dass die Schwellenwerte der wirtschaftlichen Bedeutung einer solchen Maßnahme zwischen 10% und 50% liegen, wie das Schrifttum erwägt. Von einer wesentlichen Beeinträchtigung der ungeschriebenen Mitwirkungsbefugnisse der Aktionäre kann vielmehr erst dann gesprochen werden, wenn sie in etwa die Ausmaße des "Holz Müller"-Falls - dort ging es um eine Ausgliederung eines Teilbetriebs, der 80% des Gesellschaftsvermögens ausmachte - erreicht. Dann allerdings bedarf die erforderliche Zustimmung der Hauptversammlung wegen der Bedeutung der Maßnahme für die Aktionäre - ungeachtet der Tatsache, dass es sich um eine Geschäftsführungsangelegenheit handelt - einer **Dreiviertel-Mehrheit**.

⁴⁰ Im Sinne etwa eines weiten Bereich grundlegender Geschäftsführungsaufgaben, an denen mitzuwirken die Aktionäre durch die Hauptversammlung der herrschenden Gesellschaft berufen seien, BGH, 26.4.2004 – II ZR 155/02, S. 11.

⁴¹ Pressemitteilung vom 26.4.2004, <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=4edc90247bb68b2d8d53b2c6528d6a9a&nr=29017&linked=pm&Blank=1>.

Die Einschaltung der Hauptversammlung bei derartigen Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes soll nämlich der bei der Verabschiedung des Gesetzes nicht erkannten besonderen Fallgestaltung Rechnung tragen, dass das Handeln des Vorstandes zwar durch seine Vertretungsmacht, den Wortlaut der Satzung und die nach § 82 Abs. 2 AktG im Innenverhältnis begrenzte Geschäftsführungsbefugnis formal noch gedeckt ist, die Maßnahmen aber "so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse eingreifen", dass diese Auswirkungen an die Notwendigkeit einer Satzungsänderung heranreichen. Sie sind nicht ausschließlich auf die Verfolgung von Schadenersatzansprüchen gegen den Vorstand wegen pflichtwidriger Ausübung seiner Leitungsmacht verwiesen.⁴²

Der BGH lehnt es dabei ab, nach Bagatellgrenzen zu suchen, ohne deren Überschreiten der Vorstand bei seinem Handeln frei ist. Der Gesetzgeber habe das Recht und Pflicht zur eigenverantwortlichen, an objektiven Sorgfaltsmaßstäben orientierten Geschäftsführung allein dem - bei seinem Handeln der Überwachung durch den von der Hauptversammlung gewählten Aufsichtsrat unterworfenen - Vorstand zugewiesen und der Hauptversammlung dagegen ist, von den gesetzlich geregelten Fällen abgesehen, **die Mitwirkung an und die Einflussnahme auf Geschäftsführungsmaßnahmen versagt. Dies war eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers aufgrund von Erfahrungswerten**, denn bis Anfang des 20. Jahrhunderts hatte die Hauptversammlung die zentrale Stellung als des für die Geschicke der Aktiengesellschaft maßgebenden Organs, von dem Aufsichtsrat und Vorstand ihre Befugnisse herleiten. Die Gründe dafür, etwa eine inhomogene, dem Zufall ausgelieferten Zusammensetzung und ihrer Ferne zu den jeweils zu treffenden Geschäftsführungsmaßnahmen⁴³, sind heute aktueller denn je: **„In einer global vernetzten Wirtschaftsordnung, in der es darauf ankommt, sich bietende Chancen umgehend zu nutzen oder aufkommenden Gefahren sogleich zu begegnen, wäre eine zu enge Bindung an jeweils einzuholende Entschlüsse der nicht ständig präsenten, sondern regelmäßig nur mit erheblichem Aufwand an Zeit und Kosten einzuberufenden Hauptversammlung gänzlich unpraktikabel und hätte eine Lähmung der Gesellschaft zur Folge.“**⁴⁴

⁴² BGH, a.a.O. S. 15.

⁴³ Siehe BGH, a.a.O. S. 16.

⁴⁴ BGH, S. 18. hinzu kommt das Recht der Aktionäre, Beschlüsse der Hauptversammlung anzufechten. „Challenges to the validity of shareholder resolutions have traditionally been used as a shareholder remedy in Italy and Germany, because it is an effective bargaining tool against the company and its dominant shareholders. In fact, thanks to the possibility of obtaining a court order requiring directors not to execute the transaction, shareholders might block important transactions,“ *Conac/Enriques/Gelter*, a.a.O. S. 25.

2. Weitere Regelungen zum Schutz der Minderheitenaktionäre

Unabhängig von konkreten Regelungen, ist der von den Aktionären und bei mitbestimmten Gesellschaften auch teilweise von den Arbeitnehmern, gewählte **Aufsichtsrat die Kontrollinstanz des Vorstands**. Er hat einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte zu erlassen, die der Vorstand nicht ohne seine Zustimmung vornehmen darf. Der Aufsichtsrat hat auch die Kompetenz, ad hoc Geschäfte an seine Zustimmung zu binden. Auch unter der Ägide des Aktiengesetzes ist also der Vorstand in seinem konkreten Handeln nicht gänzlich frei. Nicht nur die konkrete Abstimmung des Aufsichtsrats hat dabei Bedeutung, sondern bereits der Pflicht, Geschäfte vorlegen zu müssen, kann eine präventive Wirkung für das Vorstandshandeln entfalten. Die Gesetzliche Regelung wird flankiert durch die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex

Der Vorstand kann Eigengeschäfte mit der Gesellschaft nicht selbst vornehmen. Hierfür ist der Aufsichtsrat zuständig, vgl. § 112 AktG. Dies gilt ausnahmslos, eine Bagatellgrenze ist nicht vorgesehen. Die Rechtsprechung hat hierzu eine ganze Reihe von Grundsätzen entwickelt, z.B. was Geschäfte der Gesellschaft mit einer anderen angeht, an der ein Vorstandsmitglied beteiligt ist. Verweigert der Aufsichtsrat das Geschäft, kann der Vorstand das Geschäft der Hauptversammlung vorlegen. Hierfür ist dann eine Dreiviertelmehrheit erforderlich, vgl. § 111 Abs. 4 AktG. Die Gewährung von Krediten des Unternehmens an Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihre Angehörigen bedarf zudem der Zustimmung des Aufsichtsrats.

3. Konzern

Im **Vertragskonzern**, also bei Bestehen eines Unternehmensvertrags; durch die eine Gesellschaft die Leitung ihrer Gesellschaft einem anderen Unternehmen unterstellt (Beherrschungsvertrag) oder sich verpflichtet, ihren ganzen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen (Gewinnabführungsvertrag), sorgen z.B. für eine Verlustausgleichspflicht und Garantieleistungen, vgl. §§ 302, 304-307 AktG, für Aktionärsschutz, genauso wie die Verantwortlichkeit der gesetzlichen Vertreter bei Pflichtverletzung, vgl. §§ 308-310 AktG. Im **faktischen Konzern** besteht eine Ausgleichspflicht, Konzernhaftung und Pflicht zur Erstellung eines **Abhängigkeitsberichts**, vgl. §§ 311-318 AktG. § 317 bestimmt eine Schadensersatzpflicht, wenn die Kompensation ausbleibt.⁴⁵

⁴⁵ § 317 aktG lautet: „(1) Veranlasst ein herrschendes Unternehmen eine abhängige Gesellschaft, mit der kein Beherrschungsvertrag besteht, ein für sie nachteiliges

Im Abhängigkeitsbericht ist über die Beziehungen der Gesellschaft zu verbundenen Unternehmen zu berichten. In dem Bericht sind alle Rechtsgeschäfte, welche die Gesellschaft im vergangenen Geschäftsjahr mit dem herrschenden Unternehmen oder einem mit ihm verbundenen Unternehmen oder auf Veranlassung oder im Interesse dieser Unternehmen vorgenommen hat, und alle anderen Maßnahmen, die sie auf Veranlassung oder im Interesse dieser Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr getroffen oder unterlassen hat, aufzuführen. Bei den Rechtsgeschäften sind Leistung und Gegenleistung, bei den Maßnahmen die Gründe der Maßnahme und deren Vorteile und Nachteile für die Gesellschaft anzugeben. Bei einem Ausgleich von Nachteilen ist im Einzelnen anzugeben, wie der Ausgleich während des Geschäftsjahrs tatsächlich erfolgt ist, oder auf welche Vorteile der Gesellschaft ein Rechtsanspruch gewährt worden ist. Der Bericht unterliegt der Prüfung durch den Abschlussprüfer. Er hat den Abhängigkeitsbericht dahingehend zu prüfen, ob die tatsächlichen Angaben des Berichts richtig sind, ob bei den im Bericht aufgeführten Rechtsgeschäften nach den Umständen, die im Zeitpunkt ihrer Vornahme bekannt waren, die Leistung der Gesellschaft nicht unangemessen hoch war; soweit sie dies war, ob die Nachteile ausgeglichen worden sind und bei den im Bericht aufgeführten Maßnahmen keine Umstände für eine wesentlich andere Beurteilung als die durch den Vorstand sprechen. Aktionäre, deren Anteil am Grundkapital 500.000 EUR oder 20% entspricht, können gemäß § 315 AktG eine Sonderprüfung beantragen, wenn Tatsachen vorliegen, die den Verdacht einer pflichtwidrigen Nachteilszufügung rechtfertigen (§ 315 Abs. 1 Satz 2 AktG).

Würde der Vorschlag der EU Kommission aber Realität, müssten Geschäftsführungsmaßnahmen im Konzern – sofern eines der verbundenen Unternehmen börsennotiert ist – bei weit unterhalb einer Satzungsänderung gleichkommenden Maßnahmen der Hauptversammlung vorgelegt werden. Der deutsche Gesetzgeber wäre gezwungen, von seinen in der Rechtsprechung des

Rechtsgeschäft vorzunehmen oder zu ihrem Nachteil eine Maßnahme zu treffen oder zu unterlassen, ohne dass es den Nachteil bis zum Ende des Geschäftsjahrs tatsächlich ausgleicht oder der abhängigen Gesellschaft einen Rechtsanspruch auf einen zum Ausgleich bestimmten Vorteil gewährt, so ist es der Gesellschaft zum Ersatz des ihr daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Es ist auch den Aktionären zum Ersatz des ihnen daraus entstehenden Schadens verpflichtet, soweit sie, abgesehen von einem Schaden, der ihnen durch Schädigung der Gesellschaft zugefügt worden ist, geschädigt worden sind. (2) Die Ersatzpflicht tritt nicht ein, wenn auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer unabhängigen Gesellschaft das Rechtsgeschäft vorgenommen oder die Maßnahme getroffen oder unterlassen hätte. (3) Neben dem herrschenden Unternehmen haften als Gesamtschuldner die gesetzlichen Vertreter des Unternehmens, die die Gesellschaft zu dem Rechtsgeschäft oder der Maßnahme veranlasst haben.“

BGH wiedergegebenen Grundsätzen abzuweichen. Die aufeinander abgestimmten rechtlichen Mechanismen im Konzern könnten so nicht aufrecht erhalten werden.

Daneben gilt bereits aufgrund der **Rechnungslegungsrichtlinie 2013/34/EU** die Pflicht zur Offenlegung von Geschäften mit nahe stehenden Unternehmen, wobei der deutsche Gesetzgeber die Pflicht auf Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen, die unter marktunüblichen Bedingungen zustande gekommen sind, beschränkt hat gemäß Art. 17 Abs. 1 lit. r Abs. 2.⁴⁶

⁴⁶ Gemäß der Rechnungslegungsrichtlinie können die Mitgliedstaaten „gestatten oder vorschreiben, dass nur Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen, die unter **marktunüblichen Bedingungen** zustande gekommen sind, angegeben werden. Die Mitgliedstaaten können Geschäfte zwischen zwei oder mehr Mitgliedern derselben Unternehmensgruppe ausnehmen, sofern die an dem Geschäft beteiligten Tochtergesellschaften hundertprozentige Tochtergesellschaften sind. Die Mitgliedstaaten können gestatten, dass **mittlere Unternehmen** die Angaben zu Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen auf Geschäfte beschränken, die getätigt wurden mit

- i) Eigentümern, die eine Beteiligung an dem Unternehmen halten,
- ii) Unternehmen, an denen das Unternehmen selbst eine Beteiligung hält, und
- iii) Mitgliedern der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane eines Unternehmens. Nach Erwägungsgrund 10 der Richtlinie sollte mit den Regelungen „dafür gesorgt werden, dass die Anforderungen für kleine Unternehmen innerhalb der Union weitgehend harmonisiert werden. Diese Richtlinie basiert auf dem Prinzip "Vorfahrt für KMU". Um einen unverhältnismäßigen Verwaltungsaufwand für diese Unternehmen zu vermeiden, sollte es den Mitgliedstaaten lediglich gestattet sein, im Wege von Anhangangaben ergänzend zu den in den Anhängen zu den Abschlüssen zwingend vorgeschriebenen Angaben einige wenige Informationen zu verlangen.“

Kontakt

Dr. Cordula Heldt
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederanau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 22
Fax + 49 69 92915 - 12
heldt@dai.de
www.dai.de

Dr. Gerrit Fey
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederanau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 41
Fax + 49 69 92915 - 12
fey@dai.de
www.dai.de

Dr. Claudia Royé
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederanau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 40
Fax + 49 69 92915 - 12
roye@dai.de
www.dai.de

