

# Deutscher Corporate Governance Kodex

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex  
c/o Deutsches Aktieninstitut e.V. | Niedenau 13-19 | 60325 Frankfurt  
am Main

Dr. Manfred Gentz  
Vorsitzender

An die  
Europäische Kommission  
via E-mail  
CC: JURI und ECON  
CC: Ständige Vertretung der Bundesrepublik  
CC: BMJV  
CC: Bundestag: Rechtsausschuss, Europaausschuss  
CC: Bundesrat

c/o Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niedenau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 92915-0  
Telefax +49 69 92915-13  
E-Mail [regierungskommission@dcgk.de](mailto:regierungskommission@dcgk.de)

30. Januar 15

## **Stellungnahme zum Vorschlag 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**

– unter Berücksichtigung des Kompromissvorschlags der italienischen Ratspräsidentschaft vom 5. Dezember 2014.<sup>1</sup>

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (im Folgenden „Kodex-Kommission“) entwickelt und aktualisiert im Rahmen der Selbstregulierung der deutschen Wirtschaft den Deutschen Corporate Governance Kodex. Der Kodex verdeutlicht die gesetzlichen Regeln der Unternehmensführung in Deutschland und spricht darüber hinaus Empfehlungen und Anregungen aus.

### **I. Stichpunkte:**

1. Die Kodex-Kommission sieht bei einigen der Vorschläge des Richtlinienentwurfs Systembrüche v.a. zu Lasten des dualistischen Systems von Vorstand und Aufsichtsrat, aber auch das Konzernrecht betreffend. Sie hält die Eingriffe für nicht ausreichend begründet und für nicht gerechtfertigt. Außerdem müssen die Regeln angemessen sein. Zu hohe Kosten bei der Umsetzung der Regeln würden die Attraktivität der Börsennotiz verringern und damit dem Ziel der Europäischen Kommission, im Rahmen einer Kapitalmarktunion den Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen zu verbessern, widersprechen.

2. Die Kodex-Kommission spricht sich gegen die geplante Regelung zur Hauptversammlungszuständigkeit für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen (Related Party Transactions, RPTs) aus. Die Folgen für den tiefen Eingriff in die nationalen Gesellschaftsrechte der verschiedenen Mitgliedstaaten scheinen nicht ausreichend geprüft und unverhältnismäßig zu sein. Profitieren würden v.a. aktivistische Aktionäre, zu deren Geschäftsmodell es gehört, Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen zu nehmen. Die Kodex-Kommission schlägt vor, den Komplex im Zusammenhang mit der angekündigten „Anerkennung des Gruppeninteresses“ zu verbinden, da dort die

---

<sup>1</sup> <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15647-2014-INIT/en/pdf>. Die Arbeit des Rats der Europäischen Union geht jedoch unter der lettischen Präsidentschaft weiter.

Konzernsachverhalte geregelt werden sollen. Letztere dürften einen Hauptanwendungsfall der geplanten Regelungen zu RPTs darstellen.

3. Die Kodex-Kommission empfiehlt, die Entscheidung der Hauptversammlung über die Vergütungspolitik als rechtlich nicht verbindlich auszugestalten. Faktisch hat dann ein negatives Votum die gleiche Wirkung, aber die rechtlichen Probleme eines Eingriffs in die „Checks and Balances“ von Vorstand und Aufsichtsrat, wie auch Fragen der Haftung, werden vermieden. Die Kodex-Kommission empfiehlt, nicht zusätzlich über den Vergütungsbericht abstimmen zu lassen, da der Bericht nur Folge der Vergütungspolitik ist.

4. Die Kodex-Kommission begrüßt die Maßnahmen zur Verbesserung der Identifikation der Aktionäre und zur grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten. Detailprobleme bleiben und sollten noch gelöst werden – und zwar bereits in der Richtlinie selbst.

5. Die Kodex-Kommission empfiehlt für die geplanten Regelungen Institutionelle Investoren, Vermögenverwalter und Stimmrechtsberater betreffend, gleichermaßen auf einen „Comply-or-Explain“-Ansatz zu setzen. Die Richtlinie kann nur die Stimmrechtsberater mit Sitz in der EU erfassen und könnte diesen einen Wettbewerbsnachteil gegenüber internationalen Stimmrechtsberatern verschaffen. Das könnte dem europäischen Kapitalmarkt schaden. In den Erwägungen der EU-Kommission fehlt zudem auch der wichtige Dialog der Stimmrechtsberater mit den Emittenten.

## II. Einleitung

Wie schon in ihrer Stellungnahme zum Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rahmen“ vom 7.7.2011 ausgeführt, begrüßt die Kodex-Kommission grundsätzlich eine Einbeziehung der Aktionäre der Gesellschaften und unterstützt die Überlegungen, die Transparenz bei der Wahrnehmung treuhändischer Verpflichtungen zu stärken sowie grenzüberschreitende Abstimmungen weiter zu erleichtern. Die Kodex-Kommission begrüßt auch ausdrücklich, dass die EU-Kommission einige Überlegungen aus dem Grünbuch<sup>2</sup>, die sie kritisch gesehen hatte, wie z.B. zur Rolle des Aufsichtsrats im Risikomanagement oder seiner Besetzung, nicht mit ihrem „one size fits all“-Ansatz weiter verfolgt hat.

Schon zu den ersten Fragestellungen im Grünbuch zum Minderheitenschutz hatte die Kodex-Kommission angemahnt, dass eine gemeinschaftsweite Regelung von Minderheitenaktionären in nationalen Gesellschaftsrechten schon unter dem **Gesichtspunkt der Subsidiarität** und der Zurückhaltung beim Eingriff in nationale Gesellschaftsrechte unterbleiben sollte. Sie hat vorgetragen, dass der Schutz von Minderheitsaktionären in den nationalen Gesellschaftsrechten der Mitgliedstaaten auf unterschiedliche Weise geregelt ist. Aus deutscher Sicht erachtet sie die entsprechenden Vorschriften des Aktienrechtes und die dazu ergangene Rechtsprechung als ausreichend, um Minderheitsaktionäre auch bei Transaktionen mit verbundenen Unternehmen angemessen zu schützen. Die Regelung zu related party transactions als „one size fits all“-Ansatz würde Deutschland und andere Mitgliedstaaten zu weitreichenden Änderungen ihres Gesellschaftsrechts zwingen. Dieser tiefe Eingriff erscheint nicht gerechtfertigt. Es

---

<sup>2</sup> Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 5.4.2011, KOM(2011) 164 endgültig.

besteht kein Bedürfnis nach einer Vereinheitlichung in Europa, wenn die nationalen Regeln ausreichend sind, auch im Hinblick auf die Transparenz.

Auch eine über die nicht bindende Abstimmung der Hauptversammlung über das Vergütungssystem oder den Vergütungsbericht im Rahmen des Entlastungsbeschlusses hinausgehende Einflussnahme der Aktionäre auf die Vergütung des Vorstandes, die festzusetzen nach deutschem Recht allein dem Aufsichtsrat obliegt, würde – so hat die Kodex-Kommission schon 2011 angemahnt – unmittelbar die Kompetenzordnung des deutschen Aktienrechts berühren. Die geplante Regelung sollte daher als rechtlich nicht verbindlich ausgestalteter, aber regelmäßiger Tagesordnungspunkt für Hauptversammlungen vorgesehen werden.

Der Vorschlag führt auch entgegen der Erläuterungen der EU-Kommission nicht nur zu mehr Transparenz, er **greift auch inhaltlich in die Vergütungspolitik der Unternehmen ein**. Problematisch ist hier v.a. die implizite Pflicht des Aufsichtsrats, **Höchstbeträge für die Gesamtvergütung festzulegen**. Auch wenn der Deutsche Corporate Governance Kodex dies bereits im Rahmen des Comply-or-Explain-Prinzips empfiehlt, erscheint eine darüber hinausgehende gesetzliche Pflicht nicht notwendig und müsste überzeugend begründet werden.

### **III. Zu Kapitel IA Identifikation der Aktionäre, Übermittlung von Informationen und Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten:**

Die Kodex-Kommission begrüßt grundsätzlich den Vorschlag zur Erleichterung der Identifikation von Aktionären durch die Gesellschaften und das Ziel, grenzüberschreitende Abstimmungen weiter zu erleichtern, wie bereits in ihrer Stellungnahme zum Grünbuch konstatiert. Die Bedeutung des Dialogs hat zugenommen, sowohl für die Unternehmen einerseits wie auch die (institutionellen) Investoren andererseits. Insofern greift die EU-Kommission die aktuelle Entwicklung auf, verzahnt aber die technischen Erleichterungen auch mit neuen Pflichten für Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter. Es handelt sich hierbei in der Tat um einen Bereich, bei dem die Praxis gezeigt hat, dass grenzüberschreitend Schwierigkeiten bestehen. Nur auf europäischer Ebene kann die Intermediärkette miteinander verknüpft werden. Ob es dafür eines so umfangreichen Rechte- und Pflichtenkatalogs für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter bedarf, erscheint jedoch zumindest fragwürdig. Bei der Formulierung von Art. 3a und 3b bleiben zudem die konkreten Rechte und Pflichten von Aktionären, Emittenten und Intermediären offen.

#### **1. Artikel 3a**

Die Kodex-Kommission vermisst bei der Regelung zur Identifizierung der Aktionäre die **Unterscheidung von Namens- und Inhaberaktien**. Nur bei der Namensaktie ist die Offenbarung von Aktionären vorgesehen. Die Ausübung von Aktionärsrechten wird – zumindest in der Ausgestaltung nach deutschem Recht – grundsätzlich an die Eintragung im Aktienregister geknüpft. Investiert also ein Aktionär in eine Namensaktie, muss er seine Identität offenbaren, auch wenn es die Möglichkeit gibt, sog. Legitimationsaktionäre (in der Regel also Intermediäre) in das Aktienregister einzutragen. Investiert er in eine Inhaberaktie, ist die Offenlegung seiner Identität gegenüber dem Emittenten nicht vorgesehen. Es greifen für Inhaberaktien andererseits die Vorgaben zur Stimmrechtsmitteilung nach der Transparenzrichtlinie bzw. dem Wertpapierhandelsgesetz. In der geplanten Regelung fehlt jedenfalls die systematische Unterscheidung der Aktiengattungen.

Statt dieser Auseinandersetzung führt der Richtlinienentwurf in der Fassung des Kompromissvorschlags der italienischen Ratspräsidentschaft eine Mindestschwelle von 0,5% der Stimmrechte ein. Unterhalb dieser Schwelle dürfen also Aktionäre auch gegenüber der Gesellschaft anonym bleiben. Dies ist jedoch wiederum für Namensaktiengesellschaften fragwürdig, so dass die Auseinandersetzung mit den Aktiengattungen immer noch erforderlich erscheint und der Vorschlag daher für die Verhandlung mit der EU-Kommission und dem Europäischen Parlament noch geändert werden sollte.

Auch die Löschungspflicht nach 24 Monaten ist kritisch zu sehen. Zu denken ist allein daran, dass die Datenerhebung und -übermittlung, die ja Kosten verursacht, nach 24 Monaten zu wiederholen wäre, auch wenn die Person weiterhin Aktionär ist. Eine **Löschungspflicht sollte daher an den Verlust der Aktionärserschaft sowie die Kenntnis des Emittenten hiervon anknüpfen**. Die Kompromissfassung der italienischen Ratspräsidentschaft berücksichtigt dies und macht eine Ausnahme von der Löschungspflicht, wenn die Person weiterhin Aktionär der betreffenden Gesellschaft ist. Allerdings führt diese Fassung dazu, dass die Emittenten erneut recherchieren müssen, ob die betroffene Person noch Aktionär ist, um überhaupt zu wissen, ob eine Löschungspflicht besteht. Es sollte daher, wie bereits angeführt, auf die Kenntnis des Emittenten vom Verlust der Aktionärserschaft ankommen.

## 2. Artikel 3b

Die Kodex-Kommission begrüßt gerade im grenzüberschreitenden Zusammenhang die Regelung zur Übermittlung von Informationen an den Aktionär oder Dritte durch die Intermediäre. Jedoch ist eine Klarstellung erforderlich: Es ist nicht auf den ersten Blick ersichtlich, aber die Bestimmung von Fristen und Formaten zur Übermittlung von Informationen könnte in nationales materielles Gesellschaftsrecht, wie dem Record Date, eingreifen und sollte daher so nicht allein sog. Durchführungsrechtsakten vorbehalten sein. **Es muss bereits in der Richtlinie selbst klargelegt werden, dass die nationalen Gesellschaftsrechte zu respektieren sind**. Grundsätzlich führen die generell abstrakten Regelungen mit weitgehender Delegation von Kompetenzen direkt auf die EU-Kommission ohne entscheidende Einflussmöglichkeit von Parlament und Rat in einen politisch kaum noch kontrollierten Bereich. Ebenso wird nicht geregelt, welche Anforderungen für die Weiterleitung der Informationen in standardisierter Form zu erfüllen sind und welche Kriterien zu einer „ordnungsgemäßen“ Unterrichtung eingehalten werden sollten.

## 3. Artikel 3c

Grundsätzlich begrüßt die Kodex-Kommission, dass die Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte kodifiziert werden soll. Auch die Ausgestaltung als eine Mindestregelung wird begrüßt. Dafür scheint es der EU-Kommission zu genügen, dass der Finanzintermediär die Rechte des Aktionärs nach dessen Anweisungen ausübt.

Art. 3c Abs. 2 führt die Pflicht für die Unternehmen ein, die Abstimmungen zu bestätigen. Dies erscheint als Rückkopplung für den Aktionär, ob seine Stimme auch wirklich angekommen ist, sinnvoll, aber sehr aufwendig. Die Bestätigung sollte immer nur auf Antrag des Aktionärs übermittelt werden müssen. Die präventive Wirkung für die Sorgfalt aller Beteiligten in der Intermediärskette liegt auf der Hand. Jedoch dürfte die technische Herausforderung für Emittenten wie auch Intermediäre nicht zu unterschätzen sein und setzt voraus, dass vor der Hauptversammlung alle

erforderlichen Formalien erfüllt wurden und es in der Intermediärskette nicht zu Reibungsverlusten kam. Die Kodex-Kommission sieht hier ein enormes Haftungspotential für alle Beteiligten.

Zudem kann die Bestätigungspflicht Auswirkungen auf die bisherige und etablierte Praxis auf Hauptversammlungen haben. Zum einen zwingt es faktisch alle börsennotierten Unternehmen die abgegebenen Stimmen elektronisch zu erfassen. Dies ist gerade bei kleineren Unternehmen jedoch nicht unbedingt bereits Praxis. Die EU-Kommission sollte sich der Wirkung dieser Formalie auf die Verfahren und die daraus resultierenden Kosten bewusst sein und sich die Maxime setzen, in diese so wenig wie möglich einzugreifen. **Möglich wäre dies, und würde gerade kleine Unternehmen schonen, wenn die Pflicht auf den Fall beschränkt wird, dass die Stimmen auf elektronischem Wege abgegeben werden.** Der Ratskompromiss geht diesbezüglich in die richtige Richtung, denn er sieht Abstimmungsbestätigungen für einzelne Aktionäre nur auf Anfrage vor und nur dann, wenn diese auf elektronischem Wege übermittelt wurden.

#### **4. Art. 3d: Transparenz der Kosten**

Nach Art. 3d dürfen Finanzintermediäre für die in diesem Kapitel genannten „**Dienstleistungen**“ Entgelte verlangen. Hierfür empfiehlt die Kodex-Kommission, in der Richtlinie klar zu stellen, wo es sich um eine Pflicht oder um eine zusätzliche Dienstleistung handelt, um Rechtssicherheit für alle Beteiligten zu schaffen.

Auch die Idee, eine Rechtfertigung für Kostenunterschiede bei inländischen und grenzüberschreitenden Sachverhalten vorzuschreiben, wie in Absatz 2 vorgesehen, sieht die Kodex-Kommission positiv.

#### **4. Artikel 3e**

Die Kodex-Kommission begrüßt, dass die EU-Kommission versucht, auch Intermediäre aus Drittländern auf die Anforderungen dieses Kapitels zu verpflichten. Die Rechtsausübung steht und fällt mit dem Funktionieren der Intermediärskette, auch international. Allerdings fragt sich, ob der Begriff der „**Zweigniederlassung**“ **nicht schon zu hohe Hürden** aufstellt, ein Großteil der Intermediäre also nicht erfasst würde. Da es sich bei den Tätigkeiten von Finanzintermediären in der Regel um erlaubnispflichtiges Geschäft handelt, könnte man die Voraussetzung daran knüpfen, dass der Finanzintermediär in der EU ein solches Geschäft betreibt oder hier werblich auftritt. Die mögliche Sanktion könnte dann in den Zusammenhang mit der Erlaubnis gestellt werden.

Die italienische Ratspräsidentschaft schlägt nun vor, Artikel 3e zu streichen und den internationalen Bezug bereits bei der Definition der Intermediäre in Artikel 2 herzustellen, indem daran angeknüpft wird, ob Dienstleistungen erbracht werden, die sich auf Aktien von Unternehmen mit Sitz in der EU beziehen. Dies erscheint sinnvoll.

#### **IV. Kapitel IB Transparenz bei institutionellen Anlegern, bei Vermögensverwaltern und bei Beratern für die Stimmrechtsvertretung**

Wie schon in ihrer Stellungnahme zum Grünbuch unterstützt die Kodex-Kommission Überlegungen, die Transparenz bei der Wahrnehmung treuhändischer Verpflichtungen zu stärken, eine ausreichende Unabhängigkeit der Vermögensverwalter von ihren Gesellschaftern festzuschreiben und die Transparenz der Stimmrechtsberater bei der

Stimmrechtsvertretung zu stärken, wenn es um Analysen, Methoden, Interessenkonflikte, Konfliktbewältigungsstrategien oder um die Anwendung bzw. Nichtanwendung eines Verhaltenskodex geht.

Die Kodex-Kommission begrüßt, dass die EU-Kommission für die Seite der Investoren und ihrer Dienstleister zumeist auf Transparenz und eine Art „Comply or Explain-Prinzip“ setzt, das sich für börsennotierte Unternehmen bewährt hat. Die EU-Kommission betont damit eine gewisse Verantwortung der Beteiligten für ihre Kunden, ohne zu viel Flexibilität zu nehmen. Es fragt sich jedoch, ob die Verbindung mit dem „Comply-or-Explain-Prinzip“ dafür reicht, alle Regelungen in der Aktionärsrechterichtlinie auch richtig verortet zu sehen, oder ob der Zusammenhang mit anderen Richtlinien nicht enger ist.

### **1. Artikel 3f**

Die Kodex-Kommission begrüßt grundsätzlich die Vorschläge zur Einbeziehungspolitik. Dies trägt dazu bei, dass sich die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter Gedanken über ihre eigene „Corporate Governance“ machen. Die jährliche Darstellung der Art und Weise und der Ergebnisse der Umsetzungspolitik sowie des Abstimmungsverhaltens samt dessen Erläuterung scheinen jedoch mit erhöhtem Verwaltungsaufwand verbunden zu sein, der nicht unbedingt im Interesse der Kunden liegen muss. Auch wenn institutionelle Investoren und Vermögensverwalter nicht verpflichtet werden, sondern sich bei Nichterfüllung erklären können, erscheint die Vorgabe viel zu detailliert und aufwendig. Die Regelung sollte sich auf wenige Schwerpunkte beschränken.

### **2. Artikel 3g**

Die Regelungen zur Offenlegung der Anlagestrategie im Verhältnis zu Profil und Laufzeit der Verbindlichkeiten bzw. des Beitrags zur Wertentwicklung etc. scheint der Kodex-Kommission in einer Aktionärsrechterichtlinie, die sich mit der Corporate Governance befasst, thematisch nicht richtig verortet zu sein, auch wenn hierfür eine Art Comply-or-Explain-Prinzip eingeführt wird. Dies scheint eher im Prospektrecht oder in der (Zulassungs-)Regulierung zu erfassen zu sein, um die Aktionärsrechterichtlinie nicht zu überfrachten. Die Adressaten der Regelung unterliegen bereits einer umfangreichen Regulierung mit ähnlichen Zielen. Auch erscheinen die Vorgaben zu detailliert.

Zwar ist die Ratsfassung vom 5.12.2014 immer noch sehr detailliert, jedoch sind die o.g. Vorgaben, die eher regulatorischer Natur sind, entschärft bzw. gestrichen worden.

### **3. Artikel 3h**

Ähnliches gilt für die geplante Pflicht der Vermögensverwalter, institutionelle Anleger, mit denen sie eine Vereinbarung gemäß Artikel 3g Absatz 2 geschlossen haben, halbjährlich darüber zu informieren, wie ihre Anlagestrategie und deren Umsetzung mit der zugrundeliegenden Vereinbarung in Einklang stehen und wie die Anlagestrategie und deren Umsetzung zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung der Vermögenswerte des institutionellen Anlegers beitragen. Die Kodex-Kommission versteht, dass die EU-Kommission in der Kette auch die Vertragspartner der institutionellen Anleger miteinbeziehen will. Jedoch entfernt sich der Regelungsgehalt stark vom Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie, der in Erwägungsgrund 1 als Festlegung der „Anforderungen an die Ausübung bestimmter, mit Stimmrechtsaktien

verbundener Rechte von Aktionären im Zusammenhang mit Hauptversammlungen von Unternehmen [... angegeben wird], die ihren Sitz in einem Mitgliedstaat haben und deren Aktien zum Handel an einem in einem Mitgliedstaat gelegenen oder dort betriebenen geregelten Markt zugelassen sind.“ Die Transparenzanforderungen für das institutionelle Asset Management scheinen zu weitgehend zu sein. Man darf und muss im Auge behalten, dass es sich bei Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern um Professionals handelt, die selbst entscheiden können, was sie für den Umgang miteinander für notwendig und sinnvoll halten. Es ist daher konsequent, dass der unter italienischer Ratspräsidentschaft gefundene Kompromissvorschlag Art. 3h ganz gestrichen wurde.

#### **4. Artikel 3i**

Die Kodex-Kommission begrüßt, dass sich die EU-Kommission dem Thema „Stimmrechtsberater“ annimmt. Sie hat sich selbst des Themas der Arbeit der Stimmrechtsberater angenommen und in einer Arbeitsgruppe zahlreiche Gespräche mit den beteiligten Parteien geführt. Sie sieht einen Gewinn darin, dass nicht nur der verständige **Dialog** zwischen Emittenten und Investoren gefördert wird, sondern auch **zwischen Emittenten und den Stimmrechtsberatern**. Die Berater bündeln durch ihre Proxy Guidelines eine Vielzahl gleichartiger Interessen oder Ansichten von Investoren und/oder beeinflussen u.U. faktisch deren Stimmverhalten. Die Investoren treten wegen der Transaktionskosten möglicherweise nicht selbst in den Dialog mit den Emittenten. Eine mögliche Effizienzsteigerung durch Grundsatzgespräche über Corporate Governance-Fragen zwischen Emittenten und Beratern gegenüber Emittenten und einzelnen Investoren liegt daher auf der Hand. Solche Gespräche ermöglichen den Emittenten gerade gegenüber internationalen Stimmrechtvertretern, das nationale System noch einmal zu erklären. Es kommt immer beiden Seiten zu Gute, wenn Missverständnisse aufgeklärt werden können und vielleicht nicht andere, aber zumindest besser informierte Entscheidungen getroffen werden. Der Dialog ermöglicht u.U. auch noch einmal eine Fehler- und Qualitätsprüfung, wenn es um die konkrete Hauptversammlungsagenda eines Emittenten geht. Wenn die EU-Kommission den Beratern zudem beträchtlichen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten von Investoren konstatiert, kann die Seite der Emittenten, als die davon letztlich direkt Betroffenen, nicht einfach ausgeblendet werden. **Die EU-Kommission gibt dem Dialog** allein mit der Offenlegungspflicht für Berater, ob Gespräche mit Unternehmen geführt werden, nach Ansicht der Kodex-Kommission daher keinen ausreichenden **Impuls**. Dies gilt leider auch für die Ratsfassung vom 5.12.2014.

Der Vorschlag wäre daher, **den Dialog ausdrücklich anzuregen**. Als Mindeststandard der „Fairness“ sollte die Stimmrechtspolitik vor der Hauptversammlungssaison veröffentlicht werden. Zu denken wäre auch daran, es zum **Mindeststandard** einer informierten Entscheidung der Berater zu machen, die **Emittenten, vielleicht auch über ihre Verbände oder die Börsenbetreiber des relevanten Marktes, auf die sie sich beziehen (z.B. Deutschland, Europa), vor Verabschiedung der Abstimmungsrichtlinien zu hören**. Die Emittenten sollten zudem die Möglichkeit erhalten, **konkrete Abstimmungsempfehlungen** etwa auf ihre vollständige **Übereinstimmung mit den einzelnen Tagesordnungspunkten** der Hauptversammlung zu **überprüfen und Korrekturen bei Fehlern in den zugrundeliegenden Tatsachen anzuregen**, zumindest kurz nachdem diese an die Kunden der Berater versendet werden.

Die EU-Kommission wählt für die Regulierung jedoch nicht den Weg eines „Comply or Explain“-Ansatzes. Es wäre jedoch darüber nachzudenken, auch angesichts der begrenzten Reichweite der Vorschrift (d.h. Stimmrechtsberater mit

Sitz außerhalb der EU sind nicht betroffen) **zunächst von einer zwingenden Regelung abzusehen und die Berater zu verpflichten**, wie Emittenten gem. Artikel 20 der EU Richtlinie 2013/34/EU in einer Erklärung anzugeben, in welchen Punkten und aus welchen Gründen sie von den sie betreffenden Bestimmungen abweichen. Der Abschlussbericht nach dem Konsultationsverfahren der Europäischen Wertpapieraufsicht ESMA von 2013 schlägt dies vor und im März 2014 wurde ein Code of Conduct „Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis“<sup>3</sup> veröffentlicht, der dem „Comply or Explain“-Ansatz folgt. Es ist aus diesen Gründen erfreulich, dass der Kompromiss, den der Rat 2014 unter italienischer Ratspräsidentschaft gefunden hat, nun eine Anbindung an das „Comply or Explain“-Prinzip vorsieht.

### **III. Zu Kapitel II: Hauptversammlungen**

#### **1. Artikel 9a**

Die Kodex-Kommission sieht Artikel 9a kritisch. Beim verbindlichen Hauptversammlungsvotum zur Vergütungspolitik handelt es sich um eine echte Entscheidungskompetenzübertragung vom Aufsichtsrat oder Board auf die Hauptversammlung, deren Vor- und Nachteile sorgfältig gegeneinander abgewogen werden müssten. Während ein Votum der Hauptversammlung zur Vergütungspolitik grundsätzlich ein sinnvolles Signal für den Aufsichtsrat über das Einverständnis der Aktionäre darstellt, erscheint es der Kodex-Kommission nicht erforderlich, vielleicht sogar schädlich, diesem Beschluss rechtliche Bindungswirkung zukommen zu lassen. Dabei ist insbesondere in Erwägung zu ziehen, dass durch einen rechtlich nicht bindenden Beschluss eine vergleichbare Wirkung erreicht werden kann, aber die auf der Hand liegenden Nachteile vermieden werden. Die Kodex-Kommission stellt hierzu folgende Überlegungen an:

Ein Votum der Hauptversammlung kann drei Gegenstände haben:

- die Vergütungspolitik und die darin angewandten Methoden und Systeme, u.U. einschließlich der zu berücksichtigten Kriterien;
- die Höhe der Vergütung als Summe oder individuell jeweils als Maximum;
- den Vergütungsbericht.

Es muss geklärt werden, was im Votum beurteilt wird:

- Die Vergütungspolitik mit System und Methoden;
- Die Übereinstimmung der beschlossenen Politik mit deren Umsetzung und Anwendung/Abweichungen im Berichtsjahr;
- Die Art der Darstellung, z.B. Verständlichkeit, Transparenz, Vollständigkeit, etc.;
- Bezieht sich das Votum auf die Gegenwart (laufendes Geschäftsjahr) oder die Zukunft oder bezieht es sich auf das Berichtsjahr (Vergangenheit).

---

<sup>3</sup> <http://bppgrp.info/>



- Soll sich das Votum auf die Gesamtvergütung für den Vorstand und getrennt den Aufsichtsrat jeweils als Gruppe oder auf die individuelle Vergütung jedes einzelnen Mitglieds der Unternehmensleitung beziehen?

Wenn es sich auf die Gegenwart und Zukunft bezieht, muss geklärt werden, wie nicht vorhergesehene oder geplante Veränderungen, z.B. Neu- oder Zusatzeinstellungen behandelt werden sollen. Vorläufige Zahlungen mit Rückforderung, wenn die Genehmigung nicht erteilt wird, sind wenig praktikabel und dürften kaum akzeptiert werden.

Das Problem ließe sich lösen, wenn eine Gesamthöchstzahl für die Unternehmensleitung (in dem Fall der Vorstand oder die Executives) festgelegt würde, deren individuelle Verteilung der Aufsichtsrat vornimmt. Ergänzend könnte ein Zusatzbudget für Unvorhergesehenes, z.B. Zusatzeinstellungen, vorgesehen werden.

Wenn sich das bindende Votum auf die Vergangenheit bezieht, sind mögliche Konsequenzen für den Fall zu klären, das die Hauptversammlung die Genehmigung versagt. Müssen dann u.U. bereits ausgezahlte und vertraglich verbindliche Zusagen zurückgefordert oder aufgehoben werden? Das ist wiederum bei einem großzügig bemessenen Volumen für den Gesamtvorstand weniger schwierig als bei individuellen Vergütungen.

Wenn sich das Votum nur auf die Vergütungspolitik bezieht, würde es ausreichen, dass der Aufsichtsrat sie überarbeitet und sie für die Zukunft einer erneuten Beschlussfassung der Hauptversammlung vorlegt?

Diese Probleme treten bei einem nicht bindenden Votum der Hauptversammlung nicht auf. Wichtig erscheint nur, dass die Verantwortung des Aufsichtsrats voll erhalten bleibt und er für falsche Entscheidungen haftbar gemacht werden kann. Dagegen ist die Hauptversammlung und sind die abstimmenden Aktionäre weder greifbar noch haftbar.

Die Hauptversammlung nach deutschem Recht und der gelebten Praxis ist völlig ungeeignet über komplexe Vergütungssysteme zu diskutieren und darüber abzustimmen. Das gilt umso mehr, wenn sie über die individuellen Vergütungen der Vorstände bindend entscheiden soll. Das schließt selbstverständlich nicht aus, dass Aktionäre in der Hauptversammlung Fragen zur Vergütungspolitik und dem angewandten System, aber auch zur individuellen Höhe von Vergütungen stellen können.

Dies vorweggeschickt, soll nun zur Umsetzung der Richtlinienkonzeption im einzelnen Stellung genommen werden.

### **1.1. Rechtliche Verbindlichkeit des Votums**

Seit einigen Jahren wird auch auf Hauptversammlungen von Unternehmen mit Sitz in Deutschland ein rechtlich nicht bindendes Votum über das Vergütungssystem durchgeführt. Die Zustimmungsqoten liegen hier wie auch in anderen Mitgliedsstaaten in der Regel bei 90 % und mehr<sup>4</sup>. In der Regel haben vertiefte Diskussionen oder Nachfragen nicht

---

<sup>4</sup> Siehe z.B. die Übersicht bei 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](http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol14-No7/PDF_Vol_14_No_07_749-795_Articles_Vesper-Graske.pdf), S. 35 (783) und 40 (788). Das Unternehmen, das im ersten Jahr des unverbindlichen Hauptversammlungsvotums im Jahre 2010 beispielsweise das niedrigste Zustimmungsergebnis hatte, legte im nächsten Jahr ein verändertes Vergütungssystem vor.

stattgefunden. Das signalisiert sehr klar, dass von Seiten der Aktionäre ein wirkliches Bedürfnis nach einem rechtlich verbindlichen Votum nicht besteht. Der Aufsichtsrat als Organ, das direkt von den Aktionären gewählt wird, wird es sich zudem nicht erlauben, ein eindeutiges Aktionärsvotum zu ignorieren. Dies zeigt auch die Praxis der wenigen Fälle, die geringere Zustimmungsqoten erreicht haben.

### **1.1.1. Verantwortung des Aufsichtsrats und Berücksichtigung der „Ansichten“ der Aktionäre**

Die Abkopplung der abschließenden und zu verantwortenden Vergütungskompetenz vom Aufsichtsrat, ist v.a. für das dualistische System problematisch. Die Position des Aufsichtsrats wird geschwächt. Dies ist insbesondere unter dem Aspekt zu sehen, dass er nach dem Entwurf der EU-Kommission die „Ansichten“ der Aktionäre nach einem Votum berücksichtigen muss (s.u.).

#### **1.1.1.1. Der Aufsichtsrat im System der deutschen Corporate Governance**

Wie alle Rechtsordnungen versucht auch die deutsche das Problem zu lösen, dass in der Publikumsgesellschaft eine Überwachung der Geschäftsführung nicht direkt durch die Aktionäre erfolgen kann, schon allein wegen des Informationsgefälles und der rationalen Apathie der Aktionäre. Das deutsche System sieht hierfür ein eigenes Organ vor, das unabhängig vom Vorstand diesen überwacht, und wiederum von den Aktionären überwacht wird – den Aufsichtsrat. Dabei hat sich der Gesetzgeber dafür entschieden, den Aufsichtsrat nicht allein auf das Aktionärsinteresse zu verpflichten, sondern in Unternehmen ab einer bestimmten Anzahl von Arbeitnehmern neben den Aktionärsvertretern auch die Arbeitnehmer bzw. Gewerkschaften zu beteiligen und alle Mitglieder des Aufsichtsrats auf das Unternehmensinteresse zu verpflichten.

Während die Hauptversammlung die Vergütung des Aufsichtsrats festlegt, ist diesem System der „Checks and Balances“ immanent, dass der Aufsichtsrat über die Vergütung des Vorstands entscheidet. Dies ist ein Unterscheid zum Board-System, in dem je nach Ausprägung oftmals von der Hauptversammlung weder über die Vergütung der exekutiv noch über die der nicht exekutiv tätigen Direktoren entschieden wird. Viele Rechtsordnungen kennen zudem die Entlastungsentscheidung der Hauptversammlung hinsichtlich Vorstand und Aufsichtsrat nicht. Während zudem das gesamte Board die Unternehmensstrategie bestimmt, ist der Aufsichtsrat im deutschen System nicht so unmittelbar in die Strategieentwicklung eingebunden, wie die nicht exekutiven Direktoren im Board. Allerdings ist die vom Vorstand entwickelte Strategie mit dem Aufsichtsrat abzustimmen. Die Einbindung des Aufsichtsrats in die Strategie schlägt sich auch in der wichtigen Personalkompetenz nieder, die untrennbar mit der Vergütungskompetenz verbunden ist. Der Aufsichtsrat überwacht zudem die Umsetzung der Strategie. Ein Mittel hierzu kann darin liegen, das Vergütungssystem durch Incentivierung auf die (geänderte) Strategie auszurichten. Dabei ist insbesondere die fortlaufende Rückbindung des Vorstands durch die Festlegung von Zielparametern von Bedeutung. Muss sich der Aufsichtsrat für Vergütungsentscheidungen ein Placet der Aktionäre einholen, liegt es auf der Hand, dass in seine Position eingegriffen und seine Verantwortung gemindert wird. Damit wird das dualistische System mit seinen „checks and balances“ unnötigerweise durchbrochen. Derartige Durchbrechungen können dazu führen, dass das System nicht mehr funktioniert.

### 1.1.1.2 Berücksichtigung der „Ansichten“ der Aktionäre

Artikel 9a Absatz 3 bestimmt: „Bei Überarbeitung der Politik enthält diese eine Erläuterung sämtlicher wesentlicher Änderungen sowie dazu, inwiefern die Ansichten der Aktionäre bezüglich der Politik und der Vergütungsberichte der vergangenen Jahre dabei berücksichtigt wurden.“ Es mag sein, dass die „Ansichten“ der Aktionäre auf der Hauptversammlung zu Tage treten, insbesondere, da es ein Rede- und Fragerecht in Deutschland gibt. Dies ist in anderen Mitgliedstaaten nicht unbedingt der Fall. Die Kodex-Kommission muss aber darauf hinweisen, dass auch **solche Äußerungen nicht unbedingt die vielfältigen Ansichten aller Aktionäre widerspiegeln und auch nur die Ansichten von Minderheitenaktionären sein mögen**. Wie eine wie auch immer geartete „Ansicht der Aktionäre“ zustande kommt und berücksichtigt werden muss, ist daher unklar. Diese unscharfen Begrifflichkeiten verdeutlichen, dass das Konzept des verbindlichen Votums nicht ausgereift ist.

### 1.1.2 Haftung des Aufsichtsrats?

Nach dem Aktiengesetz haftet der Aufsichtsrat für die Festsetzung einer unangemessenen Vergütung. Er hat das Recht und die Pflicht, die Vergütung herabzusetzen, wenn sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so verschlechtert, dass die Weitergewährung der Bezüge unbillig für die Gesellschaft wäre. Beide nationalen Rechtsvorschriften stehen nach dem vorgeschlagenen Regime in Frage.

## 1.2 Im Einzelnen

### 1.2.1 Änderungen in der Vergütungspolitik

Die EU-Kommission stellt in ihrem Vorschlag Verbindlichkeit des Hauptversammlungsbeschlusses her, indem sie festlegt, dass Unternehmen die Mitglieder der Unternehmensleitung nur entsprechend der von den Aktionären genehmigten Vergütungspolitik entlohnen dürfen. Die EU-Kommission hat dabei das Problem gesehen, dass die Bindung der Vergütung der Unternehmensleitung an einen Hauptversammlungsbeschluss zwangsläufig **zu Trägheit des Systems** führt, und erlaubt vorläufige Auszahlung von Vergütung. Zum einen dürfte es bei Vertragsverhandlungen jedoch schwierig sein, dem Wunschkandidaten dieses Vorgehen zu vermitteln. Der Kandidat muss damit rechnen, mit (Teil-)Rückforderungen und einer gänzlich anderen als der vereinbarten Vergütung konfrontiert zu werden. Eine Vorab-Vorlage an die Hauptversammlung kann aber unmöglich sein, da man dem Markt bei einer wichtigen und damit kursrelevanten Vorstandsposition Informationen preisgeben könnte, die zu Spekulationen über die Person und damit zu Kursreaktionen führt.

### 1.2.2 Abstimmung alle drei Jahre

Die Vergütungspolitik muss den Aktionären mindestens alle drei Jahre zur Genehmigung vorgelegt werden. Die Kodex-Kommission ist der Auffassung, dass die Vorlage an die Hauptversammlung **nur bei Änderungen im Vergütungssystem** erfolgen sollte.

### **1.2.3 Inhaltlicher Eingriff in die Vergütungspolitik, nicht nur Transparenz**

Entgegen der Überschrift verpflichtet der Richtlinienvorschlag nicht nur zur Transparenz. Er greift auch inhaltlich in die Vergütungssysteme ein, indem er Mindestvorgaben zu Bestandteilen der Vergütungspolitik macht. Beispielsweise sieht Artikel 9a Absatz 3 vor: „In der Politik sind die Höchstbeträge der Gesamtvergütung angegeben, die gewährt werden kann“. Die Bestimmung führt implizit die Pflicht zur Festlegung von Höchstbeträgen ein. Die Kodex-Kommission hält die **Festlegung von Höchstbeträgen zwar für sinnvoll** und hat eine entsprechende Kodexempfehlung eingeführt, die sogar auch noch zusätzlich die Festlegung von Höchstbeträgen für jedes einzelne Vergütungselement empfiehlt. Diese Höchstbeträge soll der Aufsichtsrat eigenverantwortlich festlegen. Er kann aber in begründeten Fällen abweichen (Comply or Explain). Das deutsche System der strengen Funktionstrennung von Vorstand und Aufsichtsrat ist sinnvoll und hat sich bewährt. Das muss sich auch in der Vergütung für beide Gruppen niederschlagen. Die EU-Vorgaben sind insoweit zu detailliert und im Kern nur sinnvoll für den Vorstand, also die operative Unternehmensleitung. **Daher sollte klargestellt werden, dass die Vorgaben nur für diese Funktion gelten.**

### **1.2.4 Vertikalvergleich**

Die Kodex-Kommission hat jüngst die Empfehlung bekräftigt, dass der Aufsichtsrat als Kriterium für die Angemessenheit der Vorstandvergütung die Vergütungsstruktur, die ansonsten in der Gesellschaft gilt, heranziehen soll. Nach Ziffer 4.2.2. Absatz 2 soll „der Aufsichtsrat das Verhältnis der Vorstandsvergütung zur Vergütung des oberen Führungskreises und der Belegschaft insgesamt auch in der zeitlichen Entwicklung berücksichtigen.“ Der Vertikalvergleich ist als zu berücksichtigendes Kriterium für die Festlegung der Vorstandsvergütung durch den Aufsichtsrat sinnvoll. Aber eine Veröffentlichung würde leicht zu Missverständnissen führen, wegen der sehr unterschiedlichen Rahmenbedingungen der Unternehmen. Nachfragen in der Hauptversammlung sind aber möglich.

### **1.2.5 Vertragsbestimmungen**

Artikel 9a Absatz 3 sieht außerdem vor: „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.“ Auch dies zeigt, dass der „one size fits all“-Ansatz nicht gerechtfertigt ist. **Mit Aufsichtsratsmitgliedern werden keine Verträge abgeschlossen.** Die Vergütung wird durch Hauptversammlungsbeschluss festgelegt und kann in die Satzung aufgenommen werden. Die Vergütung des Aufsichtsrats wird selbstverständlich veröffentlicht.

Die Vorgabe der „wichtigsten Bestimmungen“ ist zudem zu unscharf und würde die Unternehmen zu sehr im Unklaren lassen, welche Voraussetzungen sie für das rechtlich bindende Votum erfüllen müssen.

### **1.2.6 Entscheidungsprozess**

Die Kodex-Kommission sieht keinen Mehrwert darin, den „Entscheidungsprozess bei der Festlegung der Vergütungspolitik“ zu erläutern. Dieser auch in der Empfehlung der EU-Kommission zum „Comply or Explain“-Prinzip<sup>5</sup> verfolgte Ansatz, nicht nur die Ergebnisse einer Entscheidung, sondern auch den Prozess darzustellen, sollte nicht weiter verfolgt werden. Aus guten Gründen unterliegen die Diskussionen im Aufsichtsrat im Übrigen der Geheimhaltung. Die Vorgabe sollte gestrichen werden.

### **1.3. Kompromissvorschlag der Italienischen Ratspräsidentschaft:**

Der Kompromissvorschlag der italienischen Ratspräsidentschaft sieht nunmehr ein nicht bindendes Votum vor, solange die Mitgliedstaaten nur festlegen, dass bei einem negativen Votum die Vergütungspolitik in der darauf folgenden Hauptversammlung erneut zur Abstimmung vorgelegt wird. Dieser Vorschlag ist erfreulich, da er den Mitgliedstaaten mehr Flexibilität einräumt. Es ist auch in dieser Version nicht eindeutig geklärt, ob die Vergütungspolitik und die Abstimmung sich auf das gesamte Board, die einzelnen Boardmitglieder oder Vorstand und Aufsichtsrat, jeweils nach Gremien getrennt oder auf Individuen beziehen müssen. Diese Klärung hat aber mit der neuen Flexibilität der Mitgliedsstaaten an Dringlichkeit verloren. Dies gilt z.B. für die Frage, ob die Festlegung von Höchstvergütungsbeträgen in der Vergütungspolitik verlangt werden soll, was nunmehr der politischen Diskussion auf nationaler Ebene überlassen bleibt. Die Kodex-Kommission begrüßt, dass die Veröffentlichung des Verhältnisses der Vorstandsvergütung zur Vergütung der Belegschaft (Vertikalvergleich) zudem im Kompromissvorschlag nicht mehr vorgeschrieben ist.

## **2. Artikel 9b**

Die Kodex-Kommission empfiehlt, keine Abstimmung über den Vergütungsbericht vorzusehen, sondern nur über die Vergütungspolitik und nicht über individuelle Einkommen.

Die Regelungen zum Vergütungsbericht sind viel zu detailliert und enthalten viele Unklarheiten. Unklar ist beispielsweise, ob sich die Angaben auf individuelle Personen beziehen, wenn die „Gesamtvergütung“ nach Absatz 1 lit. (a) oder „jegliche Vergütung“ in der Unternehmensgruppe nach lit. (c) anzugeben ist.

Auch hier verliert der Vorschlag der EU-Kommission durch die Fassung der italienischen Ratspräsidentschaft an Rigidität, denn es kann auch nur eine Diskussion über den Vergütungsbericht auf der Hauptversammlung angeordnet werden, nicht unbedingt eine Abstimmung. Es bleibt aber weiterhin der Detaillierungsgrad, der zudem noch ausdrücklich der Europäischen Wertpapieraufsicht ESMA, zur weiteren Ausfüllung und Vereinheitlichung zur Aufgabe gemacht wird.

---

<sup>5</sup> Empfehlung vom 9. April 2014 zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung („Comply or Explain“), (2014/208/EU).

### **3. Artikel 9c**

Die Kodex-Kommission hält die Regelung des Artikel 9c für überflüssig und schädlich. Dies gilt v.a. für Absatz 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. Diese Regelung greift tief in die nationalen Gesellschaftsrechte ein und hat wegen ihrer Konzernrelevanz für die deutsche Wirtschaft erhebliche Bedeutung.

Die Regelung nützt letztlich vor allem **aktivistischen Aktionären**, deren Geschäftsmodell es ist, das Management zu beeinflussen. Nur sie halten die entsprechenden Ressourcen dafür vor. Im Konzern würde diesen Minderheitsaktionären ein Erpressungspotential zufließen, das mit den vorhandenen Minderheitenschutzregelungen im Konzern nicht vereinbar ist. Eine Rechtfertigung für diesen one-size-fits-all-Ansatz und eine Auseinandersetzung mit den Schutzmechanismen fehlt im Vorschlag völlig.

#### **3.1 Rechtslage in Deutschland**

Auch das deutsche Recht kennt die Hauptversammlungszuständigkeit für bestimmte Maßnahmen. Dies gilt z.B. für die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrats, für die Verwendung des Bilanzgewinns, die Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, aber auch bei einer Verpflichtung zur Übertragung des ganzen Vermögens der Gesellschaft oder für Unternehmensverträge. Eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit sieht die Rechtsprechung bei grundlegenden Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes vor, wenn sie bei vernünftiger Abwägung einer **Satzungsänderung gleichkämen**. Dabei kommt es nicht darauf an, ob eine related party beteiligt ist, oder nicht.

Daneben überwacht der Aufsichtsrat den Vorstand, und erteilt oder verweigert zu Transaktionen seine Zustimmung (nach dem von ihm selbst aufzustellenden Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte). Er ist auch für Kreditgewährung und Eigengeschäfte des Vorstands mit der Gesellschaft zuständig. Bei einer Ablehnung durch den Aufsichtsrat kann der Vorstand das Geschäft der Hauptversammlung vorlegen, die dann mit einer Dreiviertelmehrheit das Geschäft genehmigen kann.

In verbundenen Unternehmen gelten zusätzliche Regeln. Im **Vertragskonzern** bestehen eine Verlustausgleichspflicht und Garantieleistungen verbunden mit einer Haftung der gesetzlichen Vertreter bei Pflichtverletzung. Im **faktischen Konzern** besteht eine Ausgleichspflicht für nachteilige Geschäfte verbunden mit einer Schadensersatzpflicht, wenn die Kompensation ausbleibt. Dem Abhängigkeitsbericht, in dem über die Beziehungen der Gesellschaft zu verbundenen Unternehmen zu berichten ist, kommt präventive Wirkung zu, denn er unterliegt der Prüfung durch den Abschlussprüfer. Aktionäre, deren Anteil am Grundkapital 500.000 EUR oder 20% entspricht, können eine Sonderprüfung beantragen, wenn Tatsachen vorliegen, die den Verdacht einer pflichtwidrigen Nachteilszufügung rechtfertigen.

Aufgrund der **Rechnungslegungsrichtlinie 2013/34/EU** besteht zudem die Pflicht zur Offenlegung von Geschäften mit nahe stehenden Unternehmen.

Zentral erscheint der Kodex-Kommission die Frage, ob ein Bedürfnis nach einer Kontrolle von RPTs durch die Hauptversammlung besteht, wie eine Rechtsordnung die Grundsätze der Gleichbehandlung der Aktionäre in Verbindung mit dem Verbot der Eigenkapitalrückgewähr versteht. **In Deutschland, aber z.B. auch Polen, werden auch verdeckte Zuwendungen an Aktionäre erfasst.** Das bedeutet, dass Geschäfte der Gesellschaften (außerhalb des Konzernrechts) mit einzelnen Aktionären verboten sind, es sei denn sie werden wie unter Dritten geschlossen („at arms' length“). Das Verbot gilt auch, wenn Zuwendungen an Dritte im wirtschaftlichen Ergebnis einer solchen an einen Aktionär gleichzustellen sind. Dieses strenge Verbot kennen viele Mitgliedstaaten nicht. Zumindest sollte den Mitgliedstaaten, die den Weg über die Kapitalerhaltung und ein elaboriertes Konzernrecht gehen, nicht ein anderer Ansatz aufgezwungen werden, der dann auch noch mit den entwickelten vielgestaltigen Schutzmechanismen kollidiert. Die Regelung zu RPTs als „one size fits all“-Ansatz würde entsprechende Mitgliedstaaten zu weitreichenden Änderungen ihres Gesellschaftsrechts zwingen. Dieser tiefe Eingriff ist nicht gerechtfertigt.

### **3.2 Nachteile der geplanten Regelung**

#### **3.2.1. Hauptversammlungszuständigkeit bei 5 Prozent**

Neben dem Eingriff in die nationalen Rechtsordnungen und ihren „Checks and Balances“ hätte die Hauptversammlungszuständigkeit für RPTs eine ganze Reihe von Nachteilen, die im Vorschlagspapier der EU-Kommission nicht ausreichend gewürdigt worden sind.

Der Begriff der Transaktion ist weit gefasst. Die geplante Regelung macht keine Ausnahme für laufendes Geschäft oder Transaktionen, die zu marktüblichen Bedingungen abgeschlossen werden. Es kann sich also auch um **übliche Geschäftsvorfälle größeren Umfangs z.B. langfristige Zuliefererverträge zwischen Tochter und Mutter** handeln. Ein betroffener Aktionär ist dann von der Abstimmung der Hauptversammlung ausgeschlossen, also z.B. die Obergesellschaft im Konzern. Transaktionen mit denselben nahe stehenden Unternehmen und Personen sind für die Zwecke des Schwellenwerts über einen Zeitraum von 12 Monaten zu aggregieren. 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 derselben related party zur Abstimmung vorgelegt und darf erst nach Genehmigung durch die Aktionäre ohne Bedingung abgeschlossen werden. So kann nach Erreichung des Schwellenwerts jede noch so kleine Transaktion dem Hauptversammlungsvorbehalt unterliegen. **„Jede weitere Transaktion“ lässt hier auch kein Ende der Vorlagepflicht erkennen.**

Die Entscheidungskompetenz der Aktionäre dürfte voraussetzen, dass sie über die Verträge umfassend informiert werden. **Die Reichweite der Informationspflicht bleibt im Richtlinienvorschlag unklar.** Welchen Detaillierungsgrad muss die Information haben, damit der Aktionär sich ein Bild machen kann? Jede Selektion von Informationen durch Vorstand und Aufsichtsrat birgt doch das Risiko der Unwirksamkeit des Beschlusses. Dies bedeutet aber, dass u.U. **Geschäftsgeheimnisse offenbart** werden müssen. Da die Informationen veröffentlicht werden, stehen sie natürlich auch **Wettbewerbern** der betroffenen Unternehmen zur Verfügung.

Verträge können, da die Hauptversammlung ex ante zustimmen muss, nur unter dem Vorbehalt der nachträglichen Genehmigung der Transaktion durch die Aktionäre geschlossen werden, so bestimmt der Vorschlag der EU-Kommission ausdrücklich. Auf diese Unsicherheit wird sich vielleicht nicht jeder Vertragspartner einlassen. In Deutschland kommt die Besonderheit hinzu, dass Aktionäre den Beschluss z.B. mit dem Argument, nicht richtig informiert worden zu sein, **anfechten** können. **Die Gültigkeit des Vertrages wird dann bis zum Abschluss des gerichtlichen Instanzenzugs nicht feststehen.** Wird die betreffende Transaktion vor Abschluss eines solchen Verfahrens vollzogen, schwebt über dem Vorstand eine mögliche Schadensersatzpflicht. Der Regelung wohnt also, transferiert in die deutsche Rechtsordnung, die Tendenz zur Lähmung des Vorstands inne.

Zwar gibt es die Möglichkeit für Mitgliedstaaten vorzusehen, dass Unternehmen die Genehmigung der Aktionäre für Transaktionen vorab für bis zu 12 Monaten einholen können. Dies gilt aber nur für genau festgelegte Arten wiederkehrender Transaktionen mit einem bestimmten nahe stehenden Unternehmen bzw. einer bestimmten nahe stehenden Person. Auch diese Genehmigung dürfte nach deutschem Recht angefochten werden können, so dass dann eben die Gültigkeit der Genehmigung bis zum Abschluss der Gerichtsverfahren in Frage steht.

Es ist darauf hinzuweisen, dass das gleiche Geschäft, wenn es mit einem Dritten geschlossen würde, diese Hürden nicht nehmen muss. Unter dem geplanten Rechtsregime wäre es also einfacher für Unternehmen, Geschäfte mit Dritten abzuschließen als mit Konzerngesellschaften. Nur Gesellschaften, die sich zu 100 Prozent im Besitz der anderen Gesellschaft befinden, sind von der Regelung ausgenommen. Die Regelung stellt damit also in dieser Hinsicht den Sinn von Konzernverbänden in Frage.

### **3.2.2 Cui bono?**

Auch für die Aktionäre ist die Vorschrift nicht unproblematisch, da sie zu zahlreichen durch die Aktionäre zu bewertenden Transaktionen führen wird.

In der Hauptversammlungssaison muss ein institutioneller Investor, der sich international engagiert, auf bis zu 200 Hauptversammlungen in der Woche abstimmen. Schon jetzt bedienen sich die Investoren aus diesem Grund den in dieser Richtlinie angesprochenen Dienstleistern, den Stimmrechtsberatern, und ihren Abstimmungsempfehlungen. Dies dürfte bei Einzeltransaktionen nicht möglich sein. Wenn also europaweit unzählige Transaktionen auf den Tagesordnungen stehen, fragt sich, wie die Investoren eine profunde und gegenüber ihren Kunden verantwortungsvolle Entscheidung treffen wollen. Dies wäre jedoch sehr wichtig, da sich nach einem Votum die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat in der Regel deutlich verschiebt, da die Hauptversammlung nach der Konzeption der EU-Kommission rechtlich verbindlich entscheidet.

**„Aktivistischen Aktionäre“ wie Hedge Fonds** käme die Regelung dagegen entgegen, da die Einflussnahme auf das Management ihrem Geschäftsmodell entspricht. Diesen strukturell darauf eingerichteten Aktionären gibt die geplante Regelung das Instrument an die Hand, u.U. wichtige Transaktionen zu blockieren – und im Ergebnis mehr Druckpotential, die eigenen, vielleicht kurzfristigen Ziele durchzusetzen. Die Kodex-Kommission will hier nicht die



Existenzberechtigung von aktivistischen Aktionären im Kapitalmarkt bewerten, sondern Bewusstsein für die Konsequenzen der geplanten Regelung schaffen.

### **3.3 Ad hoc Information der Hauptversammlung und Fairness Opinion bei 1 Prozent**

Neben der Hauptversammlungszuständigkeit für Transaktionen im Gegenwert von 5 Prozent, müssen RPTs, die mehr als 1 % des Vermögens des börsennotierten Unternehmens betreffen, zum Zeitpunkt ihres Abschlusses öffentlich bekanntgemacht werden. Der Bekanntmachung ist ein Bericht eines unabhängigen Dritten beizufügen, in dem bewertet wird, ob die Transaktion zu marktüblichen Bedingungen getätigt wird, und bestätigt wird, dass sie aus Sicht der Aktionäre und Minderheitsaktionäre fair und vernünftig ist. Die Bekanntmachung muss dabei alle für die Bewertung der Transaktion erforderlichen Informationen enthalten.

Auch „kleinere“ Transaktionen müssen künftig also offengelegt werden, so dass u.U. regelmäßig **Geschäftsgeheimnisse** offenbart werden müssen. Auch der **Zeitpunkt einer bestimmten Transaktion** kann übrigens für einen Wettbewerber eine interessante Information sein.

Im **Konzern** stehen mit dieser Regelung (zunächst) nachteilige Transaktionen in Frage, die nach deutschem oder auch französischem Recht zulässig sind, aber kompensiert werden müssen. Möglicherweise handelt es sich bei solchen Transaktionen nicht immer um „marktübliche Bedingungen“. Der Maßstab für „fair und vernünftig“ fehlt, er wird dem Urteil des unabhängigen Dritten überlassen.

Zudem kommt es zu einer **doppelten Prüfung**, da nach der **Rechnungslegungsrichtlinie 2013/34/EU RPTs auch von Abschlussprüfer geprüft werden**.

Die Vorschrift wird zu erheblichen Kosten führen, die Schätzung der EU-Kommission von 5.000 Euro für diese „Fairness Opinion“ ist nicht nachvollziehbar.

Die EU-Kommission erwähnt in den Vorschlägen zu RPTs die **Rolle des Aufsichtsrats oder von nicht geschäftsführenden Direktoren bei der Überwachung des Vorstands** bei seiner Geschäftsführung nicht. Sie scheint eher dem Urteil eines (zu bezahlenden) Dritten zu vertrauen, die Bedeutung des Aufsichtsrats wird völlig ausgeklammert. Die Kodex-Kommission fragt sich, ob die EU-Kommission Anhaltspunkte für ein Versagen von Aufsichtsräten bei RPTs hat. Der Vorschlag zu mehr Minderheitenschutz hätte ja auch durch ausdrückliche Zustimmungspflichten des Aufsichtsrats fortentwickelt werden können. Im Übrigen wird noch einmal darauf hingewiesen, dass die Hauptversammlung, wie sie in Deutschland rechtlich konzipiert und tatsächlich gehandhabt wird, ein völlig ungeeignetes Forum für die Diskussion und Entscheidung hoch komplexer Sachverhalte ist. Die Entscheidungskompetenz ist insoweit in Deutschland aus gutem Grunde auf den Aufsichtsrat bzw. auf Vorstand und Aufsichtsrat übertragen worden.

### 3.4 Kompromissvorschlag der Italienischen Ratspräsidentschaft:

Die Ratsfassung vom 5.12.2014 gibt den Mitgliedstaaten gegenüber dem Kommissionsentwurf mehr Freiheiten. So sollen die Mitgliedstaaten nicht gezwungen, sondern es soll ihnen die Möglichkeit eingeräumt werden, in ihren nationalen Rechtsordnungen die oben genannte Fairness Opinion vorzuschreiben. Zudem wird nicht nur der unabhängige Dritte genannt, sondern auch die Möglichkeit, dass der Aufsichtsrat den Aktionären einen entsprechenden Bericht abgibt. Letztere Regelung respektiert schon eher die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats. Auch das Verfahren einer Billigung von RPTs wird nunmehr prinzipienbasierter formuliert, was eine Fortentwicklung innerhalb der bestehenden Corporate Governance-Rahmen der Mitgliedstaaten schon eher ermöglicht. Danach sollen nunmehr „wesentliche“ Transaktionen von Aktionären oder dem Aufsichtsrat gebilligt werden, wobei Verfahren angewendet werden sollen, die die Related Party davon abhalten, aus ihrer Position einen Vorteil zu ziehen und einen angemessenen Minderheitenschutz für Aktionäre bieten. Normale Geschäftsvorfälle unter Marktbedingungen werden ausgenommen, allerdings nur, wenn sie vom Aufsichtsrat ohne Einflussnahme der Related Party zuvor bewertet wurden. Transaktionen zwischen dem Unternehmen und einem Tochterunternehmen sollen zudem ausgenommen werden können. Dies erscheint als für das deutsche Rechtssystem so wichtige Konzernausnahme jedoch nicht ausreichend zu sein.

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex ist gerne bereit, mit den beteiligten Stellen in Deutschland und in der EU-Kommission in einen weiter führenden Dialog einzutreten.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Manfred Gentz  
Vorsitzender