

## Stellungnahme

der **Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)**

zum

**Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) begrüßt die Möglichkeit zur Stellungnahme zu diesem für Investoren so wichtigen Gesetzgebungsvorhaben, der Umsetzung der zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie 2017/828 (2. ARRL).

In Zeiten, in denen die Aktienportfolios auch deutscher Anleger immer internationaler werden, wird insbesondere die Umsetzung der in der zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie vorgesehenen Verbesserungen hinsichtlich des Informationsaustausches zwischen Anleger und Emittent ausdrücklich von der DSW befürwortet.

Schon die Untersuchung der DSW in unserem „Handbuch der europäischen Hauptversammlungen“<sup>1</sup> sowie die darauf aufbauende Untersuchung „Barriers to Shareholder Engagement“<sup>2</sup> haben gezeigt, dass die Rechtsordnungen der EU-Mitgliedstaaten im Hinblick auf die jeweils geltenden Voraussetzungen für die grenzüberschreitende Ausübung von Aktionärsrechten nicht nur ausgesprochen heterogen sind, sondern auch nach Umsetzung der ersten Aktionärsrechte-Richtlinie weiterhin durch keine sachlichen Erwägungen gerechtfertigte Ausübungshindernisse enthalten.

Rechtsänderungen, die dem Ziel dienen, die grenzüberschreitende Ausübung von Aktionärsrechten zu fördern, sind daher auch heute noch notwendig und hoch willkommen, will man das Ziel, eine europäische Kapitalmarktunion zu schaffen, erreichen.

Ebenso wie Intermediäre Informationen zu den sog. Corporate Actions bereits seit vielen Jahren ohne Probleme zwischen Emittenten und Aktionären übermitteln, muss dies nunmehr endlich auch für die nicht weniger wichtigen Informationen zu zum Beispiel den aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechten, also der Teilnahme an der Hauptversammlung, erfolgen.

---

<sup>1</sup>[https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/HV\\_Handbuch.pdf](https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/HV_Handbuch.pdf)

<sup>2</sup>[http://betterfinance.eu/fileadmin/user\\_upload/documents/Research\\_Reports/en/FI-NAL\\_Barriers\\_to\\_Shareholder\\_Engagement.pdf](http://betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/documents/Research_Reports/en/FI-NAL_Barriers_to_Shareholder_Engagement.pdf)

Obwohl der vorliegende Referentenentwurf eine geringe Intensität in der Umsetzung der europäischen Richtlinie zeigt, was aus Sicht der DSW nicht bei allen, im ARUG II adressierten Themenkomplexen zu begrüßen ist, wertet die DSW den Referentenentwurf insgesamt als positiv.

Als Deutschlands älteste und mitgliederstärkste Anlegervereinigung nehmen wir daher gerne die Gelegenheit wahr, zu folgenden Aspekten des Referentenentwurfs Stellung zu beziehen:

- 1. Identifikation und Information von Aktionären durch Unternehmen**
- 2. Geschäfte mit nahestehenden Personen und Unternehmen**
- 3. Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat**
- 4. Offenlegungspflicht an institutionelle Anleger und Vermögensverwalter**

#### **1. Identifikation und Information von Aktionären durch Unternehmen**

Die DSW begrüßt ausdrücklich die Zielsetzung des Referentenentwurfs, die Ausübung des wesentlichen Aktionärsrechts, nämlich des Stimmrechts, insbesondere in grenzüberschreitenden Fällen zu erleichtern, zu standardisieren und damit im Ergebnis zu beschleunigen. Daneben befürwortet die DSW ausdrücklich, dass der Gesetzgeber ein Nebeneinander verschiedener Kommunikationswege zwischen Aktionär und Emittent zulässt und nicht auf eine zwingende Nutzung der Intermediärenkette abstellt.

Während der Informationsfluss bei Inhaberaktien über die Intermediärenkette innerhalb Deutschlands aus Sicht der DSW keine Probleme aufwirft, stellt sich dies im grenzüberschreitenden Kontext völlig anders dar. Derzeit erhalten Aktionäre in der Regel keine Informationen über Hauptversammlungen ausländischer Emittenten, da eine Verpflichtung der Informationsweiterleitung für die Intermediäre bislang nicht bestand.

Aber auch in den Fällen, in denen Aktionäre selbst aktiv an ihre Depotbank herantreten und um Ausstellung einer Eintrittskarte für eine Hauptversammlung eines ausländischen Emittenten ersuchen, ist dies derzeit nur in den wenigsten Fällen faktisch durchführbar.

Dies liegt zum einen an der oftmals unverhältnismäßig langen Intermediärenkette, zum anderen daran, dass bislang keine einheitlichen Standards für die zwischen Aktionär und Emittent zu übertragenden Informationen sowie die hierfür notwendigen Datenformate bestanden. Diese Probleme werden durch die Durchführungsverordnung (EU) 2018/1212 der EU Kommission adressiert und mittels des vorliegenden Referentenentwurfs in deutsches Recht übertragen.

In diesem Zusammenhang möchte die DSW auf folgende Punkte hinweisen:

**a) § 67b Abs. 1 S. 1 AktG-E**

Der Referentenentwurf verlangt in § 67b Abs. 1 S. 1 ausdrücklich die elektronische Übermittlung der Informationen an die Aktionäre, um, wie es in der Begründung heißt, einen „Medienbruch in der Informationskette möglichst zu unterbinden“. Aus Sicht der DSW geht der Referentenentwurf damit über die Vorgaben der Durchführungsverordnung (EU) 2018/1212 hinaus, welche in Artikel 2 Abs. 4 lediglich verlangt, dass die Intermediäre den Aktionären, die keine Intermediäre sind, „Zugang zu allen Informationen ... durch allgemein verfügbare Instrumente und Fazilitäten“ gewähren, sofern die Aktionäre nichts anderes vereinbart haben. Dabei reicht es aus, dass die Intermediäre sicherstellen, dass diese Instrumente und Fazilitäten die Verarbeitung von Aktionärsmaßnahmen zwischen den Intermediären ermöglichen.

Dass von Seiten der EU Kommission ein Ausschluss von anderen als elektronischen Übermittlungsformen gewollt ist, kann hieraus aus Sicht der DSW insbesondere auch deshalb nicht geschlossen werden, da Artikel 2 und auch Erwägungsgrund 4 der Verordnung i.Ü. ausdrücklich zwischen der Informationsübertragung zwischen den Intermediären („elektronisch und maschinenlesbar“) und zwischen Intermediär und Aktionär („durch allgemein verfügbare Instrumente und Fazilitäten“) unterscheiden. Die von der Durchführungsverordnung vorgegebenen Datenfelder z.B. in Tabelle 5 sehen konsequenterweise auch – anders als im Referentenentwurf – keine Angaben zum elektronischen Postfach der Aktionäre vor.

Obwohl auch die DSW die Förderung des elektronischen Informationsflusses zwischen Emittenten und Aktionären, insbesondere auf grenzüberschreitender Basis, gefördert sehen möchte, darf die gesetzliche Ausgestaltung unseres Erachtens jedoch nicht dazu führen, dass diejenigen Aktionäre, die über keinen Zugang zu elektronischen Kommunikationsmitteln verfügen, von dem Informationsfluss faktisch ausgeschlossen werden bzw. diese nur noch gegen ein Entgelt erhalten können werden.

Eine aktienrechtliche Verpflichtung der Intermediäre, allen Aktionären Informationen zu ihren Rechten aus ihren Aktien zu übermitteln, muss aus Sicht der DSW zwingend bestehen bleiben.

Eine Schlechterstellung einzelner Gruppen von Aktionären, insbesondere solcher, die nicht über einen Zugang zu elektronischen Kommunikationsmitteln verfügen, darf es ebenso wenig geben wie eine auch nur mittelbare Weiterbelastung der für die

Informationsübermittlung anfallenden Kosten an die privaten Aktionäre.

Mindestens sollte eine anlegerschützende Übergangsregelung gefunden werden, solange nicht der überwiegende Teil der Aktionäre/Investoren über den elektronischen Weg erreicht werden kann. Dies ist nach unserem Kenntnisstand heute definitiv nicht der Fall.

#### **b) § 67b Abs. 1 S. 2 AktG-E**

Daneben spricht sich die DSW strikt gegen die durch § 67b Abs. 1 S. 2 AktG-E einzuführende Möglichkeit aus, für die Informationsübermittlung nach § 67a Abs. 1 AktG-E, also insbesondere die Einberufung der Hauptversammlung oder Informationen zu Kapitalmaßnahmen, den Hinweis ausreichen zu lassen, dass die Mitteilung auf der Internetseite der Gesellschaft zu finden ist.

Wir befürchten, dass diese Öffnungsklausel von einer Vielzahl von Intermediären genutzt werden könnte, um mit minimalem Aufwand ihren neuen Informationspflichten gegenüber den Aktionären nachzukommen, welche sich dann auf Hunderten von Internetseiten von Gesellschaften über ihre Rechte informieren müssen. Dass hierdurch eine Stärkung der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten erfolgen wird, ist evident nicht der Fall.

Insofern ist die DSW der Ansicht, dass die Informationen zu derart wesentlichen Aktionärsrechten in gleichem Umfang wie bisher in §§ 125, 128 AktG geregelt an die Aktionäre zu übermitteln sein sollten.

Ergänzend spricht sich die DSW im Übrigen für die Schaffung einer EU-weiten zentralen Hauptversammlungsplattform aus, auf der Aktionäre die Informationen nach § 76a AktG-E abrufen können, die beispielsweise bei den jeweiligen zentralen nationalen Veröffentlichungsorganen (in Deutschland dem Bundesanzeiger) oder den nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden und der ESMA als zentralem Hub angesiedelt sein könnten.

#### **c) § 67a Abs. 4 AktG-E**

Die Definition des Intermediärs ist aus Sicht der DSW zu eng gefasst und bleibt, anders als in der Begründung des Referentenentwurfs angegeben, leider hinter den Möglichkeiten der zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie zurück.

Denn die europäische Regelung bietet in Artikel 1 Nr. 2 b) eine Öffnungsklausel („Intermediär bezeichnet eine Person, **wie etwa** eine Wertpapierfirma im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 1 der Richtlinie 2014/65/EU...“). Damit hätte Deutschland gemeinsam mit den anderen EU-Mitgliedstaaten neben reinen Kreditinstituten und weiteren klassischen Intermediären auch solche Intermediäre in die Verpflichtung gemäß §§ 67a ff. AktG-E einbeziehen können, die in dem Prozess der Stimmrechtsausübung heutzutage ein wesentliches Gewicht haben.

Denn Dienstleister wie Broadridge oder ISS, die ihre technischen Plattformen für die Weiterleitung von Informationen zwischen (institutionellen) Investoren und Emittenten zur Verfügung stellen, fallen aus unserer Sicht gerade nicht unter die abschließende Intermediärsdefinition des § 67a Abs. 4 AktG-E, da sie keine Verwahrung oder Verwaltung von Wertpapieren für Aktionäre übernehmen oder Depotkonten für diese führen.

Denklogisch unterliegen diese Dienstleister also keiner direkten gesetzlichen Weiterleitungspflicht, sondern können lediglich auf dem Vertragswege durch ihre Kunden zur Weiterleitung verpflichtet werden. Angesichts der herausragend starken Marktposition insbesondere von Broadridge auf dem Gebiet der Informationsweiterleitung zwischen Emittent und Aktionär rund um die Hauptversammlung erscheint die Möglichkeit der vertraglichen Verpflichtung allerdings nicht ausreichend. Die Besorgnis eines Bruchs der Informationskette besteht. Dass dies vom Gesetzgeber nicht gewollt sein kann, ist evident.

Die DSW regt insofern an, den Wortlaut des § 67a Abs. 4 S. 1 AktG-E an den der zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie anzugleichen und eine vergleichbare Öffnungsklausel einzufügen bzw. in der Begründung des Referentenentwurfs klarzustellen, dass auch Dienstleister, die einen wesentlichen Teil der sog. Proxykette ausmachen, den gleichen Verpflichtungen wie Intermediäre selbst unterliegen sollen.

#### **d) § 67 Abs. 3 AktG, Aktienregister, Pflichten des Emittenten**

In der jüngeren Vergangenheit sind der DSW vermehrt Fälle zugetragen worden, in denen Aktionäre die Unrichtigkeit der Aktienregister von Unternehmen mit Namensaktien bemängelt haben. Insbesondere zeigt sich, dass Emittenten, trotz entsprechender Hinweise von Aktionären, eine Berichtigung des Registers nicht immer vornehmen (können).

Die DSW möchte daher die Gelegenheit dieser Stellungnahme nutzen und die Frage aufwerfen, welche Verpflichtungen Emittenten haben, denen aktiv bekannt wird, dass ihr Namensre-

gister fehlerhaft ist. Diese Frage ist aus unserer Sicht nicht geklärt. Die DSW regt daher an, die vorgelegte Aktiengesetzänderung zu einer entsprechenden klarstellenden Regelung zu nutzen.

## **2. Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen**

Die DSW bedauert, dass im Rahmen der Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie II nicht die vom europäischen Gesetzgeber geschaffene Möglichkeit genutzt wurde, die sog. Related Party Transactions in einen für Minderheitsaktionäre angemessenen Governancerahmen zu gießen.

Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen stehen insbesondere deshalb im Fokus der freien Aktionäre, da hier die Besorgnis von Vermögenstransfers zu ihren Lasten bestehen, in die sie, anders als der regelmäßig im Aufsichtsrat vertretene Großaktionär, keinen Einblick haben.

Daher befürwortet die DSW ein Höchstmaß an Transparenz hinsichtlich derartiger Geschäfte, die der Einschaltung des Aufsichtsrates als Sicherungsmechanismus gegen eine Benachteiligung der freien Aktionäre immer vorzuziehen ist.

Der Referentenentwurf hat sich gegen die von der Aktionärsrechte-Richtlinie eröffnete Möglichkeit entschieden, die Hauptversammlung über die sog. Related Party Transactions abstimmen zu lassen, sondern die Zustimmung grundsätzlich auf den Aufsichtsrat zu übertragen – die Hauptversammlung erhält nur eine subsidiäre Zuständigkeit: Die Eigentümer werden immer nur dann zuständig sein, wenn der Aufsichtsrat die Zustimmung versagt und der Vorstand die Abstimmung der Hauptversammlung über den Abschluss des Geschäfts verlangt.

Aus diesem Grund meinen wir, dass an die Pflichten des Aufsichtsrats und seine Unabhängigkeit besonders hohe Anforderungen zu stellen sind, und bedauern, dass im Referentenentwurf der Entlastung der Unternehmen mehr Gewicht zugesprochen wurde, als dem Schutz der freien Aktionäre.

Aus Sicht der DSW besteht in diesem Zusammenhang - vor allem mit Blick auf die vier nachfolgenden Punkte – folgender Nachbesserungsbedarf:

### **a) § 107 Abs. 4 S. 4 AktG-E**

Der Referentenentwurf ermöglicht die Einrichtung eines Ausschusses, der dem Aufsichtsrat zu Geschäften mit nahestehen-

den Unternehmen und Personen einen Vorschlag für die Beschlussfassung unterbreitet. Dieser Ausschuss muss zwar mehrheitlich mit unabhängigen Mitgliedern besetzt sein, wobei die Einschätzung der Unabhängigkeit dem Aufsichtsrat selbst obliegt. Sämtliche Mitglieder des Ausschusses, also auch die nach Einschätzung des Aufsichtsrates konfligierten Mitglieder, sollen bei diesem Beschlussvorschlag mitstimmen können, was die Gefahr birgt, dass die Beschlussfassung des Gesamtaufwichtsrates durch eine entsprechende Vorgabe des Ausschusses in eine bestimmte Richtung gelenkt werden könnte oder, wenn die unabhängigen Ausschussmitglieder in der Entscheidung „uneins“ sind, in bestimmten Ausschusskonstellationen sogar die Abstimmung in einer für sie gewünschten Weise entscheiden.

Auch wenn die Entscheidungsbefugnis in letzter Konsequenz beim Gesamtaufwichtsrat liegt, bei dessen Beschlussfassung die konfligierten Aufsichtsratsmitglieder einem Stimmverbot unterliegen, sollte die Wirkung eines Beschlussvorschlages eines vorbereitenden Ausschusses nicht unterschätzt werden.

Die DSW spricht sich daher dafür aus, dass ein vorbereitender Ausschuss zwingend vor Abschluss eines Geschäfts mit nahestehenden Unternehmen oder Personen einzurichten sein sollte, wobei dieser ausschließlich aus nicht konfligierten Aufsichtsratsmitgliedern zusammengesetzt ist.

#### **b) § 111b AktG-E**

Der Referentenentwurf sieht ein Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrates nur bei solchen Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen vor, wenn mit diesen innerhalb der letzten 12 Monate Geschäfte im Umfang von mehr als 2,5% der Summe von Anlage- und Umlaufvermögen der Gesellschaft bzw. des Konzerns getätigt wurden. Aus Sicht der DSW ist diese Wesentlichkeitsschwelle deutlich zu hoch angesetzt, insbesondere werden hierdurch Geschäfte mit nahestehenden Personen sicherlich zu einem weit überwiegenden Teil nicht vom Zustimmungsvorbehalt erfasst werden.

Der Schutzmechanismus des Zustimmungsvorbehalts wird durch den Einzug einer derart hohen Schwelle praktisch auf Null reduziert, was sicher nicht gewollt ist und daher einer Anpassung bedarf.

**c) § 111c Abs. 1 AktG-E**

Schlägt der Ausschuss vor, die Zustimmung zu verweigern, so darf der Aufsichtsrat einem Geschäft mit nahestehenden Unternehmen oder Personen nur zustimmen, wenn ein Wirtschaftsprüfer/eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft die Angemessenheit des Geschäfts aus Sicht der Gesellschaft und der unbeteiligten Aktionäre bestätigt (sog. Fairness Opinion). Nach dem Verständnis der DSW muss diese Fairness Opinion jedoch - anders als das Geschäft selbst - nicht unverzüglich bekannt gemacht werden, da § 48a WpHG-E die Fairness Opinion nicht umfasst.

Warum zwar das Geschäft selbst, jedoch die die Zustimmung des Aufsichtsrates ersetzende Einschätzung der Transaktion durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer nicht zeitgleich mit diesem bekannt gemacht werden soll, erklärt sich für uns nicht.

Gerade diese Information ist für die freien Aktionäre von großer Bedeutung.

**d) § 111a AktG-E**

Bedenklich ist aus Sicht der DSW ferner, dass der Referentenentwurf Geschäfte zwischen Mutter- und Tochterunternehmen weitgehend von einem Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrates ausnehmen will. Dies bedeutet, dass dadurch bedeutende Vermögenswerte der Muttergesellschaft aufgrund des Einflusses einer nahestehenden Person/eines nahestehenden Unternehmens ohne Einbeziehung des Aufsichtsrates übertragen werden können.

### **3. Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat**

Der Referentenentwurf nutzt die Wahlmöglichkeit der zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie, die Festsetzung der Vergütung weiterhin beim Aufsichtsrat zu belassen und das Votum der Aktionäre über die Vergütungspolitik rein beratend auszugestalten. Die Erfahrungen mit dem beratenden Vergütungsvotum in Deutschland haben gezeigt, dass diese Ausgestaltung in unserem zweistufigen System funktioniert.

Die DSW begrüßt insbesondere, dass durch die Umsetzung der zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie nunmehr eine Aufhebung von § 286 Abs. 5 HGB, dem sog. Opting-out, erfolgt. Mit dieser Ausnahmenvorschrift können Gesellschaften bislang von einer individualisierten Offenlegung der Vergütung ihrer Vorstände für einen Zeitraum von fünf Jahren absehen, wenn die Hauptversammlung mit der hierfür notwendigen Mehrheit einem entsprechenden Beschluss zustimmt.

Diese Möglichkeit haben insbesondere Familiengesellschaften oder solche mit einem Großaktionär genutzt, deren Vertreter über den Aufsichtsrat in der Regel Informationen über die individualisierte Vergütung der Vorstände erhalten haben. Die freien Aktionäre konnten demgegenüber praktisch nicht nachvollziehen, ob die Vergütung der Vorstände im Einklang mit der Unternehmensentwicklung steht.

Die DSW geht aufgrund der Formulierungen von § 26 EGAktG-E in Verbindung mit Artikel 83 Abs. 1 S. 1 EGHGB-E davon aus, dass ein Bestandschutz für Gesellschaften, die sich von der individualisierten Offenlegung kürzlich haben befreien lassen, nicht besteht und regt insoweit eine ausdrückliche Klarstellung in der Begründung des Referentenentwurfs an.

Daneben besteht aus Sicht der DSW Klarstellungsbedarf hinsichtlich der Frage, ab welchem Zeitpunkt die Darstellung des Vergütungsberichts nach den neuen Regeln erfolgen muss. Hier spricht sich die DSW für ein Gleichlaufen von Abstimmung über das Vergütungssystem und der Vorlage des Vergütungsberichts nach neuer Rechtslage aus.

#### **4. Offenlegungspflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter**

Immer wieder geraten Aktiengesellschaften ins Visier sogenannter Shortseller. Unterstützt werden diese unverständlicherweise von langfristig orientierten Fondsgesellschaften, wie zum Beispiel Pensionsfonds, die Aktien der betroffenen Unternehmen halten und eigentlich an steigenden Kursen interessiert sein sollten. Trotzdem leihen sie den Shortsellern die Papiere, die sie für ihr Geschäft benötigen.

Aus Sicht der DSW stellt dieses Verhalten auf Seiten der langfristigen institutionellen Investoren einen Interessenkonflikt par excellence dar, der zumindest gegenüber den Anteilsinhabern offengelegt werden sollte. Denn mit einem derartigen Verhalten agieren die langfristig orientierten institutionellen Anleger im Zweifel gegen die Interessen ihrer Anteilsinhaber.

Die DSW regt insofern an, in der Begründung des Referentenentwurf klarzustellen, dass die Offenlegungspflichten der institutionellen Anleger (§ 134c Abs. 1 AktG-E) und der Vermögensverwalter (§ 134c Abs. 4 AktG-E) die Verpflichtung umfassen, potenzielle Interessenkonflikte, die sich aus der Wertpapierleihe ergeben können, gegenüber den Fondsanteilsinhabern (§ 134c Abs. 1 AktG-E) bzw. den institutionellen Anlegern (§ 134c Abs. 4 AktG-E) ebenso offenzulegen wie die Angabe, ob die Anlagestrategie bzw. die Strategie des effizienten Portfoliomanagements ein Entleihen an sog. Shortseller zulässt oder nicht.

Würde eine Transparenz zu derartigen Leihgeschäften nicht möglich sein, würde letztendlich aus Anlegerschutz Gesichtspunkten ein Verbot derartiger Geschäfte gefordert werden müssen. Nimmt man den Anlegerschutz ernst und will man ein hohes Maß an Transparenz schaffen, darf es den institutionellen Anlegern bzw. Vermögensverwaltern nicht freigestellt bleiben, ob sie über mögliche Interessenkonflikte und deren Vermeidung an ihre Anleger berichten. Hier darf kein Gestaltungsspielraum für eine intransparente Darstellung bestehen.

Düsseldorf, den 23. November 2018



Marc Tüngler