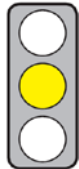


KERNPUNKTE

Ziel der Richtlinie: Langfristige Aktionärsinteressen sollen bei Entscheidungen von Aktiengesellschaften stärker berücksichtigt werden.

Betroffene: Aktionäre, Aktiengesellschaften, Finanzintermediäre, Anleger, institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Stimmrechtsberater.



Pro: Durch die Zustimmungspflichten bei der Vorstandsvergütung sowie bei Geschäften mit nahestehenden Personen und Unternehmen können die Aktionäre ihre Interessen leichter durchsetzen.

Contra: (1) Durch die Zustimmungspflichten bei der Vorstandsvergütung sowie bei Geschäften mit Personen und Unternehmen, die der Gesellschaft nahestehen, droht die unternehmerische Flexibilität beeinträchtigt zu werden.

(2) Die Pflicht für Stimmrechtsberater, zu gewährleisten, dass ihre Empfehlungen „richtig und zuverlässig“ sind, kann dazu führen, dass sie nur vage oder gar keine Empfehlungen abgeben.

INHALT

Titel

Vorschlag COM(2014) 213 vom 9. April 2014 für eine **Richtlinie** 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

Kurzdarstellung

Hinweis: Die Artikelangaben beziehen sich auf die Richtlinie 2007/36/EG in der Fassung des Änderungsvorschlags.

► Hintergrund und Ziel

- Die Aktionärsrechte-Richtlinie (RL 2007/36/EG) legt Stimmrechte und andere Rechte fest, die die Aktionäre von börsennotierten Aktiengesellschaften mit Sitz in der EU rund um Hauptversammlungen haben.
- Die Kommission will, dass sich Entscheidungen der Aktiengesellschaft stärker an ihrer langfristigen Leistungsentwicklung orientieren und weniger an kurzfristigen Aktienkursbewegungen. Hierzu schlägt sie Maßnahmen vor, die zu einer stärkeren Berücksichtigung der Aktionärsinteressen bei Entscheidungen der Aktiengesellschaft führen sollen. Insbesondere ergänzt sie die Aktionärsrechte-Richtlinie um
 - Abstimmungsrechte für Aktionäre auf der Hauptversammlung über
 - die Vergütung des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie
 - Geschäfte mit Personen und Unternehmen, die der Aktiengesellschaft nahestehen,
 - Pflichten für Finanzintermediäre wie Depotbanken, um die Ausübung von Aktionärsrechten zu erleichtern,
 - Pflichten für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter als Aktionäre sowie
 - Pflichten für Stimmrechtsberater, die Aktionären Stimmempfehlungen geben.

► Vergütung des Vorstands und des Aufsichtsrats

- Eine Kontrolle der Vergütung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern durch die Aktionäre soll die Interessen der Leitung mit denen der Aktionäre in Einklang bringen (Erwägungsgrund 15, Art. 2 lit. I).
- Die Aktionäre müssen den Kriterien, nach denen die Vergütung festgelegt wird (im Folgenden: Vergütungspolitik), mindestens alle drei Jahre zustimmen. Die Aktiengesellschaft darf hiervon nicht abweichen. (Art. 9a Abs. 1). Insbesondere müssen die Aktionäre entscheiden über (Art. 9a Abs. 3)
 - einen Höchstbetrag für die Vergütung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern,
 - Kriterien für die Bestimmung der festen und variablen Vergütungsbestandteile sowie für die Gewährung sonstiger Vorteile in jeglicher Form,
 - die „wichtigsten Bestimmungen“ der Verträge mit Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern sowie
 - das Verhältnis zwischen der Durchschnittsvergütung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder einerseits und der der restlichen Mitarbeiter andererseits.
- Die Aktiengesellschaft muss die Vergütungspolitik veröffentlichen (Art. 9a Abs. 4).
- Bei Einstellung neuer Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder kann die Aktiengesellschaft von der Vergütungspolitik abweichen. Die Vergütung muss in diesem Fall unter Vorbehalt ausgezahlt werden, bis die Aktionäre darüber abgestimmt haben. (Art. 9a Abs. 1)
- Aktionäre müssen nach jedem Geschäftsjahr über einen Vergütungsbericht abstimmen, der von der Aktiengesellschaft veröffentlicht werden muss (Art. 9b Abs. 3, neuer Art. 20 Abs. 1 lit. h RL 2013/34/EU).

- Dieser enthält genaue Angaben über die Umsetzung der Vergütungspolitik, z.B. die tatsächlich an jedes Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied ausgezahlte Vergütung und ihre Bestandteile (Art. 9b Abs. 1).
 - Stimmen die Aktionäre gegen den Vergütungsbericht, muss die Aktiengesellschaft im nächsten Vergütungsbericht darlegen, ob und wie sie diese Abstimmung berücksichtigt hat (Art. 9b Abs. 3).
- **Geschäfte mit Personen und Unternehmen, die der Aktiengesellschaft nahestehen**
- Eine Kontrolle der Geschäfte der Aktiengesellschaft mit Personen und Unternehmen, die der Gesellschaft nahestehen, durch die Aktionäre soll verhindern, dass die Aktiengesellschaft Geschäfte abschließt, die nicht im Interesse der Aktionäre liegen (Erwägungsgrund 19, S. 5 f.).
 - Eine Person steht der Aktiengesellschaft nahe, wenn sie Einfluss auf Entscheidungen der Aktiengesellschaft nehmen kann oder ein Familienangehöriger einer nahestehenden Person ist [Art. 2 lit. j i.V.m. VO (EG) Nr. 1606/2002 i.V.m. IAS (International Accounting Standards) 24.9].
 - Ein Unternehmen steht der Aktiengesellschaft insbesondere nahe, wenn es derselben Unternehmensgruppe angehört oder von einer nahestehenden Person geleitet wird [Art. 2 lit. j i.V.m. VO (EG) Nr. 1606/2002 i.V.m. IAS 24.9]. Die Mitgliedstaaten dürfen Geschäfte mit 100%igen Tochtergesellschaften der Aktiengesellschaft von den Regelungen ausnehmen (Art. 9c Abs. 4).
 - Die Aktionäre müssen einem Geschäft mit einer nahestehenden Person oder einem nahestehenden Unternehmen zustimmen, wenn das Geschäft (Art. 9c Abs. 2, 3)
 - den Umsatz oder Gewinn der Aktiengesellschaft „erheblich“ beeinflussen kann oder
 - dazu führt, dass das Volumen aller Geschäfte der Aktiengesellschaft mit dieser Person oder diesem Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate 5% des Vermögens der Gesellschaft übersteigt.
 Vorher darf die Aktiengesellschaft das Geschäft nur vorbehaltlich der Zustimmung abschließen.
 - Die Aktiengesellschaft muss ein Geschäft mit einer nahestehenden Person oder einem Unternehmen, das 1% des Vermögens der Aktiengesellschaft übersteigt, veröffentlichen. Zur Veröffentlichung muss sie einen Bericht einer unabhängigen dritten Person beifügen, die bewertet, ob das Geschäft marktüblich sowie aus Sicht der Aktionäre „fair und vernünftig“ ist. (Art. 9c Abs. 1)
 - Die Aktionäre können klar definierten wiederkehrenden Geschäfte mit einer nahestehenden Personen oder einem nahestehenden Unternehmen vorab für 12 Monate zustimmen oder die Aktiengesellschaft vorab für 12 Monate von der Pflicht zur Beifügung des Berichts befreien (Art. 9c Abs. 1, 2).
- **Pflichten für Finanzintermediäre**
- Da viele Aktionäre nicht direkt an der Börse tätig werden dürfen, unterhalten sie Depotkonten bei Finanzintermediären wie Banken, über die sie Aktien kaufen und verkaufen.
 - Finanzintermediäre müssen dem Aktionär die Ausübung der Aktionärsrechte erleichtern, indem sie
 - entweder seine Aktionärsrechte nach seiner Genehmigung und seinen Anweisungen ausüben oder „erforderliche Vorkehrungen“ treffen, damit der Aktionär seine Rechte selbst ausüben kann (Art. 3c Abs. 1),
 - Informationen, die sie von der Aktiengesellschaft oder dem Aktionär erhalten und die zur Ausübung der Aktionärsrechte wichtig sind, der jeweils anderen Partei übermitteln (Art. 3b Abs. 1-3), sowie
 - der Aktiengesellschaft auf Antrag Name und Kontaktdaten des Aktionärs übermitteln (Art. 3a Abs. 1-3). Dies gilt auch für EU-Zweigniederlassungen von Finanzintermediären mit Sitz in einem Drittland (Art. 3e).
 - Preise, die Finanzintermediäre für ihre Tätigkeit verlangen, müssen „diskriminierungsfrei und verhältnismäßig“ sein sowie veröffentlicht werden (Art. 3d Abs. 1, 2). Das Diskriminierungsverbot soll unterschiedliche Preise für in- und ausländische Aktienbestände verhindern (Erwägungsgrund 7).
- **Pflichten für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter als Aktionäre**
- Institutionelle Investoren wie Lebensversicherungen und Vermögensverwalter investieren als Aktionäre in die Aktiengesellschaft (Art. 2 lit. f, g). Die Kommission will, dass sie einen stärkeren Einfluss auf Entscheidungen der Aktiengesellschaft nehmen (Erwägungsgründe 8 - 12).
 - Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter müssen eine „Einbeziehungspolitik“ ausarbeiten und veröffentlichen. Diese bestimmt u.a., wie sie sich in der Aktiengesellschaft engagieren, ihre Stimmrechte ausüben und wie sie mit Interessenskonflikten wie Geschäftsbeziehungen zu der Aktiengesellschaft umgehen. Ein Verzicht darauf ist möglich, muss aber begründet werden. (Art. 3f Abs. 1-4)
 - Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter müssen ihre Anlagestrategie veröffentlichen (Art. 3g Abs. 1).
 - Erwirbt ein Vermögensverwalter Aktien für einen institutionellen Investor, muss (Art. 3g Abs. 2, Art. 3h)
 - der Vermögensverwalter den institutionellen Investor halbjährlich über Details zur Umsetzung seiner Anlagestrategie informieren und
 - der institutionelle Investor die Hauptelemente der Vereinbarung zwischen beiden veröffentlichen.
- **Pflichten für Stimmrechtsberater**
- Stimmrechtsberater erteilen dem Aktionär Empfehlungen für die Ausübung seiner Stimmrechte auf der Hauptversammlung (Art. 2 lit. i). Dabei müssen sie (Art. 3i Abs. 1-3)
- gewährleisten, dass ihre Stimmempfehlungen „richtig und zuverlässig“ sind,
 - den Aktionär und die Aktiengesellschaft unverzüglich über Interessenkonflikte wie Geschäftsbeziehungen, die die Stimmempfehlung beeinflussen können, informieren sowie
 - Details wie seine verwendeten Methoden und Hauptinformationsquellen veröffentlichen.

Wesentliche Änderungen zum Status quo

- ▶ Neu ist die Zustimmungspflicht bei der Vergütung des Vorstands und des Aufsichtsrats, beim Vergütungsbericht sowie bei Geschäften mit Personen und Unternehmen, die der Aktiengesellschaft nahestehen.
- ▶ Neu ist, dass Finanzintermediäre der Aktiengesellschaft auf Antrag Name und Kontaktdaten des Aktionärs übermitteln müssen. Momentan muss ein Aktionär seinen Namen der Aktiengesellschaft nur mitteilen, wenn er mindestens 5% der Stimmrechte hält (Art. 9 Abs. 1, Art. 12 Abs. 1 RL 2004/109/EG).
- ▶ Neu sind auch die weiteren Pflichten, die Finanzintermediären, institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern auferlegt werden.

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Ziele der Richtlinie können aufgrund des grenzüberschreitenden Charakters des Aktienmarktes auf EU-Ebene besser verwirklicht werden (Erwägungsgrund 23).

Politischer Kontext

Die Kommission hat im April 2014 ein Gesellschaftsrechts- und Corporate-Governance-Paket vorgelegt, das neben dieser Richtlinie eine Richtlinie über Gesellschaften mit beschränkter Haftung mit einem einzigen Gesellschafter [COM(2014) 212, s. [cepAnalyse](#)] und eine Empfehlung zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung (2014/208/EU) enthält. Im Vorfeld der vorliegenden Richtlinie befragte die Kommission 2010 und 2011 Interessenträger im Zusammenhang mit den Grünbüchern „Corporate Governance in Finanzinstituten“ [KOM(2010) 284] und „Corporate Governance Rahmen“ [KOM(2011) 164, s. [cepAnalyse](#)] und erstellte einen Aktionsplan „Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ [COM(2012) 740, s. [cepAnalyse](#)].

Stand der Gesetzgebung

09.04.14 Annahme durch Kommission
 Offen 1. Lesung Europäisches Parlament
 Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Binnenmarkt und Dienstleistungen (federführend)
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Recht (federführend), Berichtersteller N.N.
Bundesministerien:	Justiz und Verbraucherschutz (federführend)
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Recht und Verbraucherschutz (federführend); Finanzen; Wirtschaft; Angelegenheiten der Europäischen Union
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 260 von 352 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

Formalien

Kompetenznorm:	Art. 50 AEUV (Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit) und Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Aktiengesellschaften stehen untereinander im Wettbewerb um das Kapital der Aktionäre. Daher können nur Gesellschaften, die im Interesse der Aktionäre handeln, langfristig am Markt bestehen. **Vorstände von Aktiengesellschaften handeln kurzfristig jedoch nicht immer im Interesse der Aktionäre**, weil sie in der Regel keine maßgeblichen Eigentümer der Aktiengesellschaft sind und eigene Interessen verfolgen, z.B. ein möglichst hohes Gehalt. **Um dies zu unterbinden, müssten die Aktionäre den Vorstand umfassend kontrollieren. Viele Aktionäre, die nur einen kleinen Teil der Aktien halten, unterlassen dies, weil ihre Stimme kaum Einfluss hat und deshalb ihre Informationskosten zu hoch sind (rationale Apathie).**

In einigen Mitgliedstaaten wählen die Aktionäre, um das Problem der rationalen Apathie zu überwinden, den Aufsichtsrat, der den Vorstand für sie überwachen soll. Die Überwachung ist jedoch aus mehreren Gründen unzureichend: Der Vorstand, der ein Interesse an einer nicht zu engen Überwachung hat, wirkt z.B. oft bei der Auswahl der Aufsichtsratsmitglieder mit. Gesetzliche Vorschriften bestimmen in Deutschland, dass auch Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vertreten sind, die nicht dieselben Interessen haben wie die Aktionäre.

Durch die geplanten Zustimmungspflichten bei der Vorstandsvergütung sowie bei Geschäften mit nahestehenden Personen und Unternehmen können die Aktionäre einerseits ihre Interessen leichter durchsetzen. Andererseits droht die unternehmerische Flexibilität dadurch beeinträchtigt zu werden. Außerdem besteht die Gefahr, dass Aktionäre aufgrund der rationalen Apathie nicht ausreichend informiert sind und deshalb Entscheidungen treffen, die nicht in ihrem Interesse liegen. Im Einzelnen gilt:

Durch die Zustimmungspflicht bei der Vorstandsvergütung können die Aktionäre einerseits die Leistungsanreize des Vorstands, die durch die Vergütung gesetzt werden, so beeinflussen, dass dieser ihre Interessen berücksichtigt. Beispielsweise kann die Vergütung so ausgestaltet werden, dass der Vorstand seine Entscheidungen nicht nur an kurzfristigen Erfolgen des Unternehmens ausrichtet. Andererseits nimmt beispielsweise die zwingende Festlegung eines Höchstbetrags für die Vergütung der Aktiengesellschaft die Möglichkeit, flexibel auf neue Situationen zu reagieren. Denn die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung ist zu teuer. Aus diesem Grund wäre eine unverbindliche Abstimmung über die Vergütungspolitik – wie gegenwärtig in Deutschland vorgesehen – sachgerecht. Auch bei einer unverbindlichen Abstimmung kann die Aktiengesellschaft nicht ohne ausreichenden Grund gegen das Abstimmungsergebnis handeln, da dies ein offensichtliches Handeln gegen das Aktionärsinteresse wäre, durch das sie ihren guten Ruf bei den Aktionären und in der Öffentlichkeit verlieren könnte.

Die Zustimmungspflicht bei der Vorstandsvergütung muss keinesfalls das von der Kommission verfolgte Ziel der stärkeren Orientierung an der langfristigen Leistungsentwicklung der Aktiengesellschaft erreichen, weil Aktionäre nicht immer langfristig orientiert sind. Auch muss sie nicht zu einer (ggf. gewollten) spürbaren Deckelung der Vorstandsvergütung führen, da die Aktionäre ein Interesse daran haben, dass die Vergütungsstruktur attraktiv für fähige Manager bleibt.

Die Zustimmungspflicht bei Großgeschäften mit nahestehenden Personen und Unternehmen senkt einerseits die Gefahr, dass mit solchen Geschäften die Aktiengesellschaft gezielt übervorteilt wird. Andererseits können sich lukrative Geschäfte verzögern oder ganz unterbleiben, wenn diese unter einem Zustimmungsvorbehalt stehen, da der Vorstand oder der beteiligte Vertragspartner das damit einhergehende Risiko scheut. Da auch Geschäfte zwischen Unternehmensgruppen von der Regelung erfasst sind, kann diese Gefahr für eine große Anzahl an Geschäften bestehen. Es ist unklar, wie die Zustimmungspflicht in der Praxis umgesetzt werden soll. Dies dürfte schwierig werden. Eine Zustimmung durch eine außerordentliche Hauptversammlung ist regelmäßig nicht praktikabel.

Aufgrund der rationalen Apathie können Aktionäre ganz von einer Stimmabgabe absehen. Stimmrechtsberater überwinden dieses Problem, indem sie Empfehlungen für eine große Anzahl an Aktionären aussprechen. Dadurch sinken die Informationskosten für den einzelnen Aktionär. Außerdem wird das Abstimmungsverhalten durch die Stimmrechtsberater koordiniert, wodurch die einzelne Stimme mehr Einfluss gewinnt. Geben Stimmrechtsberater Empfehlungen ab, die nicht im Interesse der Aktionäre liegen, können sie langfristig am Markt nicht bestehen. Problematisch ist die Tätigkeit von Stimmrechtsberatern jedoch, wenn diese Interessenkonflikten ausgesetzt sind, z.B. wenn sie zusätzlich zur Stimmrechtsberatung den Vorstand der Aktiengesellschaft beraten. Durch eine Offenlegung solcher Interessenkonflikte können die Aktionäre besser einschätzen, ob Stimmrechtsberater in ihrem Interesse handeln, und, wenn nicht, den Berater wechseln. Jedoch sollte, statt der Vorgabe gesetzlicher Offenlegungspflichten, zunächst geprüft werden, ob eine Selbstregulierung durch die Branche mit einem freiwilligen Verhaltenskodex, wie sie gerade gestartet wurde (s. [Link](#)), ausreicht. Stimmrechtsberater müssen sich daran halten, um ihre Kunden nicht zu verlieren.

Die Pflicht für Stimmrechtsberater, zu gewährleisten, dass ihre Empfehlungen „richtig und zuverlässig“ sind, kann dazu führen, dass sie nur vage oder gar keine Empfehlungen abgeben, wenn es unmöglich ist, eine Gewährleistung für die „Richtigkeit“ abzugeben. In diesem Fall könnten Aktionäre wieder in rationale Apathie verfallen und von der Stimmabgabe absehen.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Unproblematisch. Um das Funktionieren des Binnenmarktes im Allgemeinen sicherzustellen, darf die EU Maßnahmen zur Angleichung der nationalen Rechts- und Verwaltungsvorschriften erlassen (Art. 114 AEUV). Auch darf sie die nationalen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften, die Gesellschaften zum Schutz der Interessen von Gesellschaftern und Dritten wie Anlegern befolgen müssen, angleichen (Art. 50 Abs. 2 lit. g AEUV).

Subsidiarität

Unproblematisch. Vorschriften zur Berücksichtigung von Aktionärsinteressen können sinnvoll nur auf EU-Ebene erfolgen, da es sich beim Aktienmarkt um einen grenzüberschreitenden Markt handelt.

Zusammenfassung der Bewertung

Vorstände von Aktiengesellschaften handeln kurzfristig nicht immer im Interesse der Aktionäre. Um dies zu unterbinden, müssten die Aktionäre den Vorstand umfassend kontrollieren. Viele Aktionäre unterlassen dies, weil ihre Stimme kaum Einfluss hat und deshalb ihre Informationskosten zu hoch sind (rationale Apathie). Durch die Zustimmungspflichten bei der Vorstandsvergütung sowie bei Geschäften mit Personen und Unternehmen, die der Gesellschaft nahestehen, können die Aktionäre einerseits ihre Interessen leichter durchsetzen. Andererseits droht die unternehmerische Flexibilität dadurch beeinträchtigt zu werden. Außerdem besteht die Gefahr, dass Aktionäre aufgrund der rationalen Apathie Entscheidungen treffen, die nicht in ihrem Interesse liegen. Die Pflicht für Stimmrechtsberater, zu gewährleisten, dass ihre Empfehlungen „richtig und zuverlässig“ sind, kann dazu führen, dass sie nur vage oder gar keine Empfehlungen abgeben.