



Stimmrechtsberater

Steigender Einfluss – auch 2019!

DER GANZ GROSSE (ENT-)WURF?

Neuer DCGK in
Sichtweite

JA ODER NEIN?

(Nicht-)Entlastungsvorschläge
richtig formulieren

VORSTANDSVERGÜTUNG

Hebel für eine nachhaltige
Unternehmensführung?



Messe München

SCHÖN, WENN SICH DIE LOCATION
AN DIE VERANSTALTUNG ANPASST.
UND NICHT UMGEKEHRT.



Jetzt Kontakt aufnehmen
und buchen unter:
messe-muenchen.de/locations-buchen

Die Messe München Locations bieten für jede Veranstaltungsgröße und jedes Veranstaltungsformat eine maßgeschneiderte Lösung. Und mit Eröffnung des Conference Center Nord und der individuell teilbaren Messehalle C6 sind Ihre Möglichkeiten jetzt noch vielfältiger. Nach der passenden Location für Ihren nächsten Event müssen Sie also nicht lange suchen.

Die nicht mehr so stille Macht



ANNA BERTELE

Objektleitung HV Magazin
bertele@hv-magazin.de

Es ist noch gar nicht so lange her, da wussten nicht einmal alle börsennotierten Unternehmen genau, was es eigentlich mit Stimmrechtsberatern (engl. Proxy Advisors) auf sich hat. Das galt insbesondere für kleinere Emittenten, die sich plötzlich mit negativen Empfehlungen einer ihnen bislang unbekannteren Macht auseinandersetzen mussten.

Inzwischen hat sich das Bild gewandelt. Sogar manchen weniger kapitalmarktaffinen Menschen dürften Stimmrechtsberater heute ein Begriff sein. Verantwortlich dafür ist u.a. die Süddeutsche Zeitung, die sonst nicht unbedingt für ihre ausführliche Kapitalmarktberichterstattung bekannt ist. Erst kürzlich widmete die Tageszeitung allerdings den Stimmrechtsberatern einen ausführlichen, prominent platzierten Artikel im Wirtschaftsteil. Als „Die Einflüsterer im Dax“ wurden die Proxy Advisors dort in der Überschrift bezeichnet. Eine „stille Macht“ seien sie, die aus Sicht der Konzerne bereits zu viel Einfluss hätten.

Die Stimmrechtsberater sehen die Situation naturgemäß anders. Eigentlich hätten sie ja gar keine Macht, da sie lediglich die institutionellen Investoren bei ihrer Abstimmungsentscheidung unterstützen würden (siehe Seiten 10–15). Größere Investoren verlassen sich tatsächlich meist nicht allein auf die allgemeinen Richtlinien der Stimmrechtsberater. Sie machen sich eigene Gedanken, was den Emittenten die Vorbereitung auf die

Hauptversammlung allerdings auch nicht einfacher macht (siehe Seiten 16–17).

Dem häufig geäußerten Vorwurf, Stimmrechtsberater würden sich im rechtsfreien Raum bewegen und beispielsweise Interessenkonflikte nicht ausreichend offenlegen, begegnet nun der Gesetzgeber, indem er den Proxy Advisors in der neuen Aktionärsrichtlinie ein eigenes Kapital widmet (siehe Seiten 18–20). Der kürzlich vorgelegte Referentenentwurf zur deutschen Umsetzung der Richtlinie (ARUG II) dürfte darüber hinaus auch weitere Folgen für den Ablauf der Hauptversammlung haben (siehe Seiten 22–24). Dieser Entwurf steht derzeit ebenso zur Diskussion wie die von der Regierungskommission auf den Weg gebrachten, umfangreichen Änderungen im Deutschen Corporate Governance Kodex (siehe Seiten 30–31).

Die Wochen rund um den Jahreswechsel werden also spannend. Schließlich treten im Laufe des kommenden Jahres neue für Kapitalmarkt und Hauptversammlung relevante Vorgaben in Kraft, deren genaue Ausgestaltung derzeit noch nicht entschieden ist.

Frohe Weihnachten und einen erfolgreichen Start in das neue HV-Jahr 2019.

Ihre

Bester Service für Sie und Ihre Aktionäre.



KOMPETENT



INNOVATIV



SICHER

Wir führen Sie in die digitale Zukunft der Namensaktie.

- Aktienregisterführung
- Aktionärsstrukturanalyse
- Investor Relations & Management Reporting
- Auskunftsverlangen
- Hauptversammlung
- Proxy Solicitation

INHALT



**ANGELIKA
HORSTMEIER**

IPREO

Die Zeiten quasi-kommunistischer HV-Mehrheiten sind vorbei. Deutsche Emittenten müssen sich an diese Tatsache sowie an vermehrte Kritik von Investoren- bzw. Proxy-Advisor-Seite gewöhnen. Um unliebsame Überraschungen zu vermeiden, ist eine mehrmonatige HV-Vorbereitung erforderlich. Wie das in der Praxis gelingt, erklären Angelika Horstmeier und Torsten Fues. **Seiten 16–17**



**BERNHARD
ORLIK**

LINK MARKET
SERVICES

Früher Ausnahme und heute fast schon Alltag: Die Verwaltung schlägt der HV vor, einzelne Mitglieder von Vorstand oder Aufsichtsrat nicht zu entlasten. Bernhard Orlik und Steffen Carl stellen dar, wie die vorgeschlagene Nichtentlastung rechts- und für die Aktionäre verwechslungssicher auf einer Weisungseintrittskarte, im Internetvoting und dann auch bei der Abstimmung umgesetzt werden kann. **Seiten 26–28**



**DR. ALEXANDER
THOMAS**

PINSENT MASON'S

Am 6. November 2018 hat die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex einen Entwurf für einen geänderten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) veröffentlicht. Welche der vielfältigen Änderungen im Reformentwurf unmittelbare Auswirkungen auf die Hauptversammlung haben könnten, zeigen Dr. Alexander Thomas und Markus Joachimsthaler auf. **Seiten 30–31**

03 Editorial

06 Daten & Fakten

07 HV-Max – Die Kolumne

Dividende mit Kick

Titelthema

10 Stimmrechtsberater

Steigender Einfluss – auch 2019!

16 Wo geht die Reise hin?

Stimmrechtsberater in der Hauptversammlungssaison 2019

Angelika Horstmeier, IPREO,

Torsten Fues, Better Orange IR & HV

NEU!

HV DIALOG – Das HV Magazin Netzwerktreffen

Mit unserer neuen Eventreihe „HV DIALOG“ wollen wir ab sofort 4x jährlich eine persönliche Diskussionsplattform bieten.

Unter dem Motto „Austausch. Netzwerk. Zukunft.“ laden wir Sie am 10. Dezember um 18 Uhr herzlich zum ersten HV DIALOG ins Haus der Bayerischen Wirtschaft nach München ein.

Anmeldung:

www.en.xing-events.com/HV_Dialog

18 Mehr Transparenz – mehr Vertrauen?

Regulierung von Stimmrechtsberatern

Dr. Sebastian Beyer, Taylor Wessing

HV-Praxis

22 Know your Shareholder!

ARUG II: Umfangreiches Neuregelungspaket für das Aktiengesetz

Ingo Wolfarth,

Computershare Deutschland

26 Ja oder Nein – das ist hier die Frage

(Nicht-)Entlastungsvorschläge richtig formulieren

Bernhard Orlik, Link Market Services,

Steffen Carl, Gleiss Lutz

Legal

29 Aktuelle HV-Urteile

Kommentiert von Dr. Thomas Zwissler, Zirngibl Rechtsanwälte Partnerschaft

30 Auswirkungen auf die Hauptversammlung?

DCGK-Reformentwurf für 2019

Dr. Alexander Thomas,

Markus Joachimsthaler,

Pinsent Masons Germany

HV-Splitter

32 Ausgewählte Hauptversammlungen

Rückblick, Ausblick,

Tipps & Spezialitäten

Standpunkt

34 Vorstandsvergütung

Hebel für eine nachhaltige

Unternehmensführung

Dr. Sebastian Pacher,

Kienbaum Consultants International

33 HV-Kalender

33 Impressum

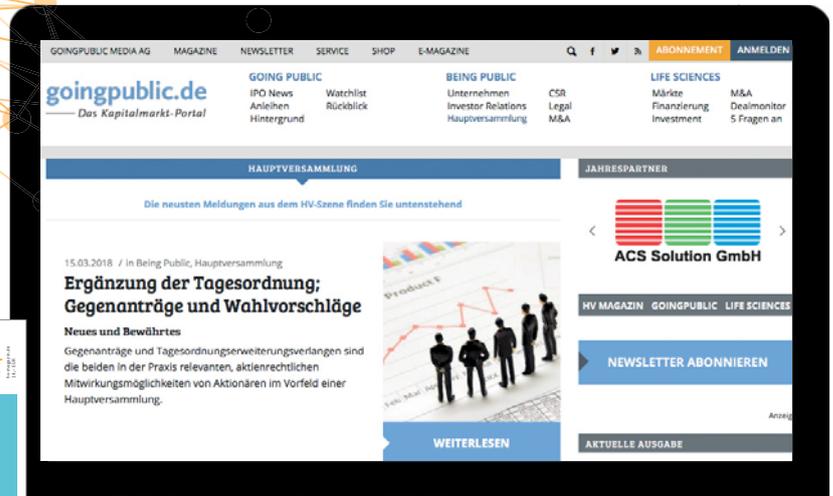


Liebe Leser, dieses Symbol weist Sie auf zusätzlichen Inhalt im Internet hin.



Das komplette Heft ist als E-Magazin online abrufbar: <http://gp-mag.de/emagazine>

(E-)MAGAZIN – ONLINE – EVENT – NETZWERK



Jahrespartner 2018

Jahrespartner im Netz: www.goingpublic.de/jahrespartner-hvmagazin



Richtlinien zur Vorstandsvergütung: für Investoren eine Herausforderung

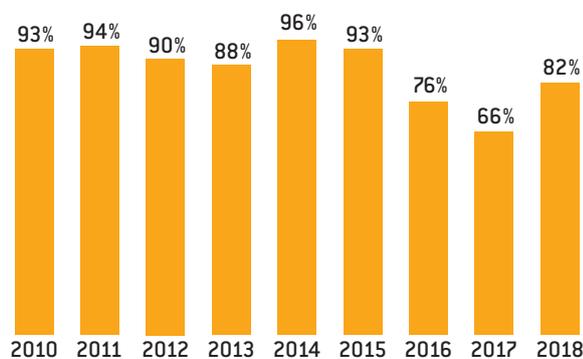
Es bleibt nebulös in Sachen Vorstandsvergütung bei Deutschlands größten börsennotierten Konzernen: Rund die Hälfte der im DAX engagierten Top-Investoren veröffentlicht keine oder nur unzureichende Anforderungen zur Gestaltung und Kommunikation von Vorstandsvergütungen. Abgesehen von wenigen Ausnahmen werden die entsprechenden Abstimmungsrichtlinien (Proxy Guidelines) häufig selbst Mindestansprüchen nicht gerecht. Dies sind die Ergebnisse einer aktuellen Studie, die der DIRK gemeinsam mit der Unternehmensberatung hkp/// group und der Universität Göttingen erhoben hat. Die Krux an der Sache: Die Studienergebnisse stehen im Kontrast zu der in den letzten Jahren massiv erhöhten Kritik von Investoren und Stimmrechtsberatern an scheinbar willkürlichen Vorstandsvergütungssystemen börsennotierter Unternehmen in Deutschland.

Laut Studie mangelt es 70% der Abstimmungsrichtlinien an konkreten, detaillierten und handlungsleitenden Angaben zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung. Folglich können sich die Gesellschaften oftmals nur schwer auf die Wünsche und Anforderungen von Investoren einstellen. Äußerst kritisch dürfte es in dem Zusammenhang ab Juni 2019 werden: Dann tritt die europäische Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) in Kraft, die die Machtverhältnisse in deutschen Aktiengesellschaften in Sachen Vorstandsvergütung hin zu Investoren und zur HV verschieben



Mehr zum Thema und Download der Studie als PDF:
<http://hv-mag.de/sayonpay>

ENTWICKLUNG DES DURCHSCHNITTLICHEN SAY-ON-PAY IN DAX-UNTERNEHMEN 2010-2018



Quelle: hkp/// group Analysen

wird. Die Studie zeigt deutlich, dass das Gros der Investoren darauf nicht vorbereitet ist.

DAX-Konzerne: Prognoseberichte werden transparenter

Die DSW hat gemeinsam mit der Beratungsgesellschaft Kirchhoff Consult erneut die Transparenz und Qualität der Prognoseberichte der DAX-Konzerne unter die Lupe genommen. Überzeugt haben in diesem Jahr insbesondere die quantitativen Angaben zum Konzernergebnis und den Segmentergebnissen. Mit Lufthansa und Merck landeten nur noch zwei Konzerne in der Kategorie „niedrige Transparenz“ – im Vorjahr waren es noch sieben. Insgesamt 13 DAX-Gesellschaften erreichten eine „hohe Transparenz“, zwölf waren es noch im vergangenen Jahr. Den Sprung in die Kategorie „hohe Transparenz“ schafften indes die Deutsche Börse und Fresenius Medical Care. Das gestiegene Transparenzniveau zeigte sich aber vor allem in der mittleren Bewertungskategorie: Mit 15 DAX-Unternehmen – vier mehr als 2017 – fiel erstmals die Hälfte der untersuchten Unternehmen in die Kategorie „mittlere Transparenz“. Insgesamt die meisten Transparenzanforderungen erfüllte die Deutsche Telekom.

DSW-Studie: Doppelspitze unter mächtigsten Aufsichtsräten Deutschlands

In ihrer alljährlichen Aufsichtsratsstudie hat die DSW wieder die Kontrollgremien der DAX-Gesellschaften analysiert. In puncto einflussreichster Aufsichtsrat machte in diesem Jahr der neue Chef des Siemens-Kontrollgremiums, Jim Hagemann Snabe, den größten Sprung. Der dänische Ex-SAP-Manager, der im Vorjahr auf Rang 28 lag, ist nun punktgleich mit dem AR-Chef der Münchener Rück, Bernd Pischetsrieder, auf Platz fünf der Rangliste zu finden. Neu unter den Top Three ist Deutsche-Bank-Chefkontrolleur Paul Achleitner, der im vergangenen Jahr Platz fünf belegte. Rang eins geht gleich an zwei Manager: Der ehemalige Allianz-CEO Michael Diekmann und der Ex-Chef des Pharmakonzerns Merck, Karl-Ludwig Kley, teilen sich die Spitzenposition der einflussreichsten Aufsichtsräte Deutschlands.

Neben der Frage nach dem Einfluss hat die DSW auch die Vergütung analysiert: Mit rund 5,6 Mio. EUR überwies BMW die höchste Gesamtvergütung an sein 20-köpfiges Aufsichtsgremium (+4,6% ggü. 2017). Auf Rang zwei folgt der Siemens-Konzern, der seinen AR-Mitgliedern 5,2 Mio. EUR zahlte (+0,5%). An dritter Stelle reihte sich mit ebenfalls knapp 5,2 Mio. EUR (+5,7%) Continental ein. Damit verdrängte der Automobilzulieferer die Deutsche Bank

HV-MAX DIE KOLUMNE

Dividende mit Kick

Also ich weiß ja nicht, wie es Ihnen geht. Aber mir hat der November in diesem Jahr kaum Freude bereitet. Nicht nur, dass das Wetter – wie so häufig um diese Jahreszeit – meist trüb war, auch die Kurse aller meiner Aktien haben sich noch nicht vom Absturz der Vormonate erholt. Man muss schon froh sein, dass es nicht viel weiter in den Keller ging.

So bleibt mir nur die Hoffnung auf irgendwann mal wieder steigende Kurse und vor allem auf die nächste HV-Saison. Und das nicht nur wegen der Hauptversammlungen selbst. Da weiß man ja vorher nicht immer, ob sie wirklich informa-

tiv und spannend werden. Nein, aus einem ganz anderen Grund: Zumindest bei meinen DAX-Aktien erwartet mich ein warmer Geldregen. Angeblich soll es ja im nächsten Jahr schon wieder einen neuen Dividendenrekord geben. Dann kann man die fallenden Kurse etwas leichter verschmerzen.

Auch wenn die Dividenden noch so sprudeln, ein neues Auto werde ich mir davon nicht kaufen können. Ich bin ja auch kein Fußballprofi. Tja, deutscher Nationalspieler müsste man sein. Da hat jetzt eine aktuelle Studie gezeigt, was unsere WM-Versager jährlich von

ihren Vereinen bezahlt bekommen – und was sie sich davon an Immobilien und Autos so leisten.

Das teuerste Auto fährt der Marco Reus. Dabei hat es bei dem bis vor Kurzem nicht mal für den Führerschein gereicht. Da ist mir der Jonas Hector schon sympathischer. Der wird zwar auch in der 2. Liga mit 3 Mio. EUR fürstlich entlohnt, begnügt sich aber mit einem Kleinwagen für 18.700 EUR. Dafür werden zwar meine Dividenden auch im Rekordjahr lange nicht reichen, aber vielleicht kann ich mir ja ein Fahrrad kaufen...

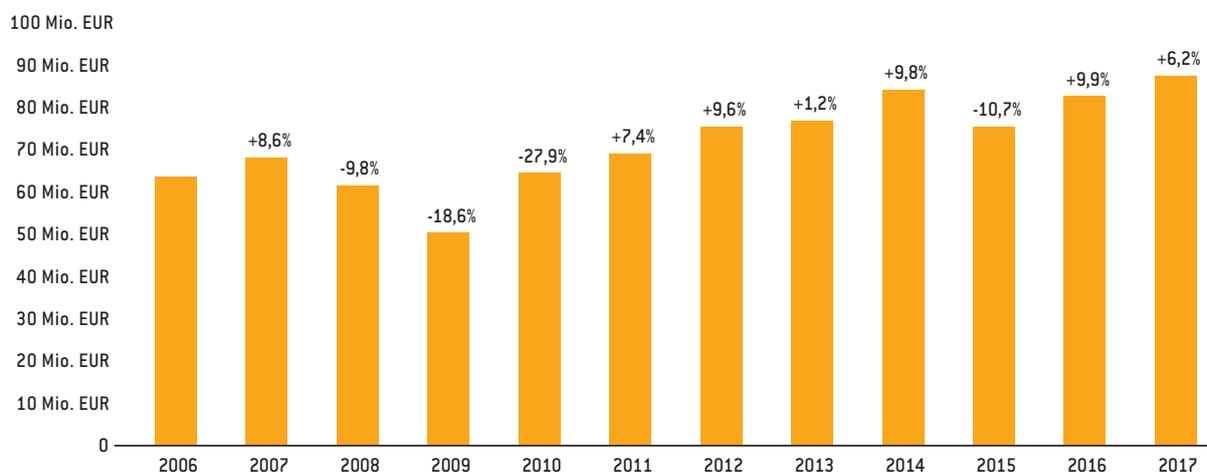


auf Platz vier. Die höchste Einzelvergütung erhielt mit 800.000 EUR Paul Achleitner in seiner Position als AR-Chef der Deutschen Bank. Auf den Plätzen zwei und drei folgen der BMW-Aufsichtsratsvorsitzende Norbert Reithofer und der mittlerweile Ex-Siemens-Chefkontrolleur Gerhard Cromme. Im Durchschnitt lag die Vergütung für die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden im DAX bei rund 378.000 EUR und damit 4,9% höher als im Vorjahr.

HV-Saison 2019 im Fokus: Computershares HV-Management-Seminar 2018

Ende Oktober war es wieder so weit – Computershare lud ins Frankfurter Hilton-Hotel zum alljährlichen HV-Management-Seminar. Traditionell werden bei dem zweitägigen Event Kunden und Interessierte auf die Herausforderungen der kommenden

GESAMTVERGÜTUNGEN AN DAX-AUFSICHTSRÄTE IM ZEITVERLAUF UND VERÄNDERUNGEN ZUM VORJAHR



Quelle: DSW AR-Studie 2018

HV-Saison vorbereitet. Im Fokus der Referentenvorträge standen diesmal Themen wie die zunehmende Digitalisierung der HV, die im kommenden Jahr in Kraft tretende Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) oder erste Erfahrungsberichte zur Umsetzung der DSGVO. Dauerbrenner wie aktivistische Aktionäre, Abstimmungsrichtlinien zur Vorstandsvergütung oder der aktuelle DCGK-Entwurf wurden ebenfalls ausführlich gewürdigt. Abgerundet wurde der Branchentreff mit Best-Practice-Tipps, spannenden Expertendiskussionen und nicht zuletzt der Abendveranstaltung im cineastischen Ambiente des Deutschen Filmmuseums am Frankfurter Museumsufer.

Seminare zur HV – Informationen zur Saison 2019

Bevor im Frühjahr die Hochphase der HV-Saison beginnt, bereiten wieder zahlreiche Seminare auf die wichtigsten zu erwartenden Themen der kommenden Hauptversammlungen sowie IR- und Kapitalmarktrechtsfragen vor.



Computershare's HV-Management-Seminar 2018: Diskussion zum Aufsichtsratsdialog mit den Investoren

Foto: © Computershare

SEMINARE ZUR HAUPTVERSAMMLUNG

Termin	Veranstaltung	Ort	Veranstalter/Internet
10.12.2018	NEU: „HV Dialog“ – Das Netzwerktreffen des HV Magazins	Haus der Bayerischen Wirtschaft, München	HV Magazin, GoingPublic Media AG www.en.xing-events.com/HV_Dialog
10.12.2018	Zeitenwende in der Vorstandsvergütung – und für IR	hkp/// group, Frankfurt/Main	DIRK e.V., hkp/// group www.dirk.org/termine
14.1.2019	Update Kapitalmarktrecht 2019	Stellwerk Nordbahnhof, Berlin	Link Market Services GmbH www.linkmarketservices.de/seminare.html
16.1.2019	Update Kapitalmarktrecht 2019	Latham & Watkins, Hamburg	Link Market Services GmbH www.linkmarketservices.de/seminare.html
17.1.2019	Update Kapitalmarktrecht 2019	Börse Düsseldorf	Link Market Services GmbH www.linkmarketservices.de/seminare.html
22.1.2019	Update Kapitalmarktrecht 2019	DVFA-Center, Frankfurt/Main	Link Market Services GmbH www.linkmarketservices.de/seminare.html
24.1.2019	Update Kapitalmarktrecht 2019	Haus der Bayerischen Wirtschaft, München	Link Market Services GmbH www.linkmarketservices.de/seminare.html
24.1.2019	Digitale IR-Trends 2019	NetFederation, Köln	DIRK e.V., NetFederation GmbH www.net-federation.de/aktuelles/events
24.-25.1.2019	Gremienbetreuung aktuell: Vorstandssitzung – Aufsichtsrats-sitzung – Hauptversammlung	Mövenpick Hotel, Frankfurt/Main	Management Circle www.managementcircle.de/seminare.html
29.1.2019	IR 2019	Sofitel Frankfurt Opera, Frankfurt/Main	IR Club, cometis www.ir-community.de
13.2.2019	Kompaktseminar HV 2019	Radisson Blu Köln Messe/Deutz	Computershare www.computershare.de
14.2.2019	Kompaktseminar HV 2019	Empire Riverside Hotel Hamburg	Computershare www.computershare.de
25.2.2019	Kompaktseminar HV 2019	Haus der Bayerischen Wirtschaft, München	Computershare www.computershare.de
26.–27.2.2019	Winterlehrgang Gesellschaftsrecht	Eden Hotel Wolff, München	FORUM Institut http://hv-mag.de/forum1



Lenzing

Innovative by nature

Natürlich

Fasern aus Holz

Innovativ & nachhaltig.

Der nachwachsende Rohstoff Holz sowie die umweltfreundliche Herstellung machen LENZING™ Fasern zu besonders nachhaltigen Produkten. Dank ihrer einzigartigen Eigenschaften bieten sie optimale Lösungen für Textilien, Hygieneprodukte, Verpackungen und Schutzbekleidung. Für anspruchsvolle Kunden und eine intakte Umwelt.



 **Tencel™**
Feels so right

 **Veocel™**
Purely for you

LENZING™

LENZING EcoVero™

www.lenzing.com



Foto: © ojogabonitoo – stock.adobe.com

Steigender Einfluss – auch 2019!

Stimmrechtsberater

Vorstände und Aufsichtsräte bekommen auf Hauptversammlungen zunehmend Gegenwind zu spüren. Das liegt vor allem an den Stimmrechtsberatern, deren Dienste von immer mehr professionellen Anlegern geschätzt werden. Bei Vergütungsfragen und Managerverfehlungen haben sie großen Einfluss auf die Unternehmen. Da weltweit nur zwei große Player den Markt beherrschen, ist die Rolle der Stimmrechtsberater jedoch nicht unumstritten.

Die Aktionärsberater wirken indirekt, indem sie vor allem institutionelle Investoren wie Fonds, Pensionskassen oder Versicherungen bei ihren Abstimmungen auf der HV beraten. Da immer mehr Investoren solche Dienstleistungen in Anspruch nehmen, haben diese Empfehlungen oft auch spürbare Folgen für die Pläne der Vorstände und Aufsichtsräte: Wer auf seiner HV den Unmut der beiden großen Player ISS und Glass Lewis (Deutschland und Österreich: IVOX Glass Lewis) zu spüren bekommt, kann sogar eine herbe Abstimmungsniederlage erleiden.

Münchener Rück: Bonimodell durchgefallen

Dies passierte zum Beispiel Aufsichtsratschef Bernd Pischetsrieder während der letztjährigen HV der Münchener Rück. Stimmrechtsberater hatten empfohlen, seine vorgeschla-

genen Boni für die Versicherungsvorstände abzulehnen. Die Vergütungen würden sich an langfristigen Zielen orientieren und keine Anreize für unverhältnismäßig hohe Risiken bieten, warb der Ex-BMW-Chef auf der HV nochmals für sein Modell. Trotzdem folgten fast zwei Drittel der Aktionäre den Stimmrechtsberatern und stimmten gegen die Boni. Das Unternehmen nenne zwar die Kriterien, an denen sich die Boni orientieren, aber nicht, welche Zielvorgaben für eine Auszahlung erreicht werden müssen, kritisierten die Analysten. Diese Intransparenz lasse Spielraum für überhöhte variable Vergütungen.

Deutsche Bank: Achleitner bangt um Job

Verärgert waren die Berater auch über den Softwarekonzern SAP, dessen Vorstandschef

Bill McDermott für das Geschäftsjahr 2016 rund 15 Mio. EUR kassierte. Auf der HV empfahlen sie den Aktionären, den Aufsichtsrat nicht zu entlasten. Da 50,49% der Aktionäre jedoch gegen den Antrag stimmten, scheiterte der Plan. Deutliche Kritik bekam zudem Aufsichtsratschef Paul Achleitner im Mai auf der HV der Deutschen Bank zu hören. Der einflussreiche Aktionärsberater Hans-Christoph Hirt warf dem Chefkontrolleur unzureichende Amtsführung vor. Er sei mitverantwortlich für den Zickzackkurs in den vergangenen Jahren. „An der Spitze des Aufsichtsrats braucht unsere Bank dringend eine effektivere Führung“, monierte der Manager des britischen Pensionsfonds Hermes. Hirt, hinter dem 40 Pensionsfonds mit einem Aktienvermögen von 370 Mrd. EUR stehen, sprach sich trotzdem dafür aus, Aufsichtsrat und Vorstand zu

entlasten. Seine einzige Begründung: Es dürfe keine abermalige Führungsdebatte geben.

Deutsche Börse: Druck auf Aufsichtsratschef

Bei der Deutschen Börse führte die scharfe Kritik der Stimmrechtsberater an Carsten Kengeter zu dessen Entlassung. Der Vorstandschef stand unter dem Verdacht des Insiderhandels, weil er Aktien gekauft haben soll, obwohl er schon von der zunächst geplanten, dann aber geplatzten Fusion mit der London Stock Exchange wusste. Wichtige Investoren hatten danach Aufsichtsratschef Joachim Faber mit schönen Worten unter Druck gesetzt.

Empfehlungen für HV-Anträge

In erster Linie geben Stimmrechtsberater den Investoren Abstimmungsempfehlungen.



„Deutlich aktiver und kritischer geworden“

Fragen an Michael Siegle, Syndikusrechtsanwalt,
SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger

Haben Stimmrechtsberater in den vergangenen Jahren mehr Macht ausgeübt?

Siegle: Ihr Einfluss auf Abstimmungen der HV ist vor allem deshalb gestiegen, weil sie deutlich aktiver und kritischer geworden sind. Gerade bei Konzernen mit einem hohen Streubesitzanteil können sie viel bewegen. Vor allem Fonds aus den USA und Großbritannien richten sich

nach den Empfehlungen von Stimmrechtsberatern, sodass diese je nach Aktionärsstruktur einen erheblichen Einfluss haben können.

Welche knappen HV-Abstimmungen wegen negativer Empfehlungen der Berater gab es 2018?

Siegle: Es gab den Fall Stefan Wolf, der als Aufsichtsratsvorsitzender des hessischen Industrie- und Automobilzulieferers NORMA im Mai 2018 seinen Posten räumen musste. Wolf war zeitgleich und ist bis heute Vorstandsvorsitzender von ElringKlinger. Mit nur 49,6% der Stimmen verpasste er die erforderliche Mehrheit für den Verbleib im Aufsichtsrat. Den Ausschlag gaben einflussreiche Stimmrechtsberater, die seine Ämterhäufung kritisierten und nach deren Empfehlungen viele Investoren abstimmten.

Anzeige

MERRY
CHRISTMAS
and
Happy New Year



HBW
CONFERENCE
CENTER

WIR DANKEN UNSEREN
HV-KUNDEN FÜR DIE
TOLLE ZUSAMMENARBEIT
UND FREUEN UNS
AUF 2019!

hbw ConferenceCenter
Max-Joseph-Straße 5 | 80333 München
team@hbw.de | www.hbw.de
<https://www.facebook.com/hbw.de>



„Investoren unterstützen, ihr Stimmrecht informiert wahrzunehmen“

Frage an Anke Zschorn, Director of Research, IVOX Glass Lewis

Was sind die Aufgaben der Stimmrechtsberater?

Zschorn: Wir unterstützen institutionelle Investoren, ihrer treuhänderischen Pflicht nachzukommen, informiert ihr Stimmrecht auf HVs wahrzunehmen. Technisch bedeutet das im Wesentlichen, eine Plattform für die Durchführung des weisungsgebundenen Abstimmungsprozesses bereitzustellen. Inhaltlich werden Analysen anhand von Richtlinien angeboten, die der Entscheidungsfindung zu den Abstimmungspunkten dienen. Glass Lewis hat zu diesem Zweck eigene, länderspezifische Richtlinien entwickelt. IVOX Glass Lewis nutzt allerdings ausschließlich die Richtlinien Dritter – die Standardrichtlinie ist die des Bundesverbands Investment und Asset Management. Sowohl Glass Lewis als auch IVOX Glass Lewis bieten zudem an, kundeneigene Richtlinien anzuwenden.

Nach eigenen Leitlinien oder den Kriterien ihrer Kunden prüfen sie in der Tagesordnung die Beschlussvorschläge von Vorstand und Aufsichtsrat und raten auf Grundlage einer Analyse, für oder gegen einen Antrag zu stimmen. Geprüft wird hauptsächlich, ob die Vorschläge mit ihren Vorstellungen von guter Unternehmensführung (Corporate Governance) übereinstimmen. Dafür wälzen die Berater Geschäftsberichte, prüfen Vergütungssysteme und checken den Hintergrund von Aufsichtsratskandidaten. „Zudem weisen wir auf potenzielle Risiken in den Bereichen Umwelt und Soziales hin“, erklärt Thomas von Oehsen, Associate Director bei ISS Europe.

Auf allen wichtigen HVs vertreten

Einige Wochen vor der HV erhält der Kunde den Report mit Abstimmungsempfehlungen. „Gerade kleineren Investmentfirmen oder ausländischen Aktionären fehlt es häufig an Ressourcen oder Expertise, um solche Analysen selbst zu machen“, erläutert Dr. Martina Schmid, Partnerin bei CMS Hasche Sigle. Da Stimmrechtsberater mittlerweile auf fast allen HVs präsent sind, halten Wirtschaftsvertreter es für bedenklich, dass die Urteile zum Teil zu pauschal ausfallen. „Ihre Prämissen sollten transparent und nachvollziehbar sein“, fordert Dr. Götz

Schlegtendal, Partner bei Kirchhoff Consult. „Der Investor muss erkennen, ob eine Empfehlung zu seinen individuellen Kriterien beim Abstimmungsverhalten passt.“



„Kritisierte Punkte außerhalb der HV-Saison prüfen“

Fragen an Christiane Hölz, Landesgeschäftsführerin NRW, Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)

Wie viel Macht haben Stimmrechtsberater und welche negativen Folgen ergeben sich aus dieser?

Hölz: Von Stimmrechtsberatern und institutionellen Investoren hören wir immer wieder, dass letztlich die Anleger entscheiden, wie sie abstimmen. Empfehlungen würden nicht ungeprüft übernommen.

Wie institutionelle Anleger, die mit Teams von fünf bis zehn Personen ihre Stimmrechte bei mehreren Tausend HVs pro Jahr ausüben, das schaffen, bleibt unklar. Ein weiteres Problem ist, dass die Berater ihre Empfehlungen bereits gut zwei Wochen vor einer HV abgeben. Eine Änderung ist dann praktisch nicht mehr möglich. Das bedeutet, dass Erläuterungen während der HV oft nicht zu einem anderen Abstimmverhalten der Investoren führen, da die Berater zumeist nicht auf der HV vertreten sind.

Wie sollen Unternehmen auf kritische Empfehlungen für eine HV reagieren?

Hölz: Die beste Strategie besteht aus Transparenz und Kommunikation. Es reicht aber nicht, sich als Unternehmen nur im Vorfeld der HV mit Stimmrechtsberatern und ihren Empfehlungen zu beschäftigen. Vielmehr sollten sie gerade die Zeit außerhalb der HV-Saison nutzen, um kritisierte Punkte zu prüfen und ggf. zu handeln. Nehmen wir den Fall Münchener Rück: Der Konzern hatte auf die Kritik an der intransparenten Darstellung seines Bonisystems reagiert und dieses grundlegend überarbeitet. Das neue Vergütungssystem ist jetzt viel einfacher und wurde auch transparenter dargestellt. In der HV 2018 erhielt es deshalb eine Zustimmung von 92%.

Einfluss auf viele Stimmen

Das ist notwendig, weil nicht nur in Deutschland der Einfluss der Stimmrechtsberater in den vergangenen Jahren stetig gestiegen ist. Die US-Firma ISS Institutional Shareholder Services, Marktführer in den USA und Europa mit einem Anteil von 60%, beschäftigt inzwischen über 920 Mitarbeiter, 2014 waren es noch 700. Mit Büros in zwölf Ländern werden über 20.000 Unternehmen rund um den Globus analysiert. Damit deckt ISS rund 42.000 Aktionärstreffen im Jahr ab. „Zum einen gibt es immer mehr institutionelle Anleger, vor allem aus dem Ausland“, erläutert Rechtsanwältin Schmid. „Zum anderen nehmen viel mehr Investoren die Dienste in Anspruch.“ Aus diesen Gründen schätzen Experten, dass die beiden Marktführer ISS und IVOX Glass Lewis derzeit 30% bis 40% der auf einer HV abgegebenen Stimmen mittelbar beeinflussen. Besonders deutlich ist das Gewicht der

Aktionärsberater bei Abstimmungen über Vorstandsvergütungen erkennbar. „Werden diese nur knapp gebilligt oder teilweise sogar abgelehnt, ist das oft auf Empfehlungen von Stimmrechtsberatern zurückzuführen“, weiß Schmid.

Mehr kundenspezifische Analysen

Allerdings entscheiden sich immer mehr professionelle Investoren zu einem kundenspezifischen Research, bei dem sie selbst die Abstimmungsrichtlinien festlegen. „Bei diesen Analysen haben wir keinen besonderen Einfluss, da sich der Investor quasi selber Empfehlungen gibt“, behauptet von Oehsen. „2018 haben über 80% unserer Top-100-Kunden einen solchen Custom Research bezogen.“ Diesen Trend bestätigt Anke Zschorn, Director of Research bei IVOX



„Stimmrechtsberater besitzen überhaupt keine Macht“

Frage an Thomas von Oehsen, Associate Director Head of Research Germany, Austria, Switzerland, ISS Institutional Shareholder Services Europe

Haben Stimmrechtsberater zu viel Macht und wenn ja, gibt es negative Folgen?

Von Oehsen: Streng genommen besitzen sie überhaupt keine Macht, da sie an den Unternehmen, die sie analysieren, keine Aktien halten und nicht abstimmen können. Stimmrechtsberater könnten auch nur „mächtig“ sein, wenn Investoren sich selbst keine Gedanken über die Abstimmungspunkte machen würden. Dafür wären aber nicht die Berater verantwortlich, da Investoren entscheiden müssen, ob und wie sie abstimmen. Die meisten institutionellen Investoren stimmen jedoch verantwortlich nach eigener Analyse ab, sodass ich objektiv gesehen keine negativen Folgen erkennen kann.

Glass Lewis, Nummer zwei der Stimmrechtsberater: „Bei Glass Lewis machen diese Kunden weltweit 60% aus, bei uns sieht es ähnlich aus.“

Meinungsbildung der Investoren

Dazu müssen sie sich oft mit dem Alltagsgeschäft der Unternehmen befassen. Hier

Anzeige

Die moderne Art, Stimmkarten auszuwerten. Ob Hauptversammlung, Aufsichtsrats- oder Betriebsratswahlen.



	JA	NEIN
TOP 2	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
TOP 3	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
TOP 4	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
TOP 5	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
TOP 6	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

- SCANNEN
- INTERPRETIEREN
- ARCHIVIEREN

bei 300 Stimmkarten pro Minute

- UNGÜLTIG
- FRAGLICH
- GUT

abgelegt im intelligenten 3-Schacht-System

- FRAGLICHE SICHTEN
- AUSLEGEN
- DOKUMENTIEREN

transparent digital aufbereitet

3 x 3 = Perfekt ausgewertet! ✓

HVBEST
Event-Service GmbH
Mainzer Straße 180
66121 Saarbrücken

Telefon +49 (0)681 92629-0
Telefax +49 (0)681 92629-29
E-Mail info@hvbest.de
Internet www.hvbest.de





„Frühzeitiger und offener Austausch“

Frage an Patrick Kofler, Teamlead Investor Relations, Zalando

Sind Stimmrechtsberater in den letzten Jahren mächtiger geworden?

Kofler: Ja, ihr Einfluss ist sicherlich gestiegen. Investoren sind stärker an Abstimmungen auf HVs interessiert und achten bei ihrem Stimmverhalten neben den eigenen Richtlinien verstärkt auf die Empfehlungen der Aktionärsberater.

Welche Strategie verfolgen Sie im Umgang mit Stimmrechtsberatern bei negativen Empfehlungen auf der HV?

Kofler: Im Idealfall findet bereits vor der Veröffentlichung der Empfehlungen ein frühzeitiger und offener Austausch mit ihnen sowie den Governance-Teams der größten Investoren des Unternehmens statt.

tragen Stimmrechtsberater immer mehr zur Meinungsbildung der Investoren bei. Dass viele von ihnen mittlerweile die Boni in deutschen Konzernen kritisch sehen, ist sicherlich eine Folge der „Barrikadenkämpfe“ der Aktionärsberater. Das kommt nicht zuletzt Privatanlegern zugute. In seinen „Voting Guidelines“ fordert Glass Lewis, dass mindestens die Hälfte der Aufsichtsräte der Kapitaleseite „keine finanziellen, familiären oder anderen Verbindungen zum Unternehmen“ hat. ISS drängt sogar auf zwei Drittel. Sehr empfindlich reagieren Stimmrechtsberater außerdem auf Managerfehler und Skandale.

Zwei große Player weltweit

Haben Stimmrechtsberater deshalb schon zu viel Macht? „Wenn solche Empfehlungen ‚blind‘ übernommen werden, sollte sich der Vorwurf gegen die Investoren richten“, fordert Schmid. Positiv für den Aktienmarkt sei auf jeden Fall, dass jetzt institutionelle Anleger im In- und Ausland ihre Pflichten auf HVs viel häufiger erfüllen. Negativ zu bewerten ist sicherlich der geringe Wettbewerb unter den Beratern – der Markt wird von nur zwei Akteuren mit einem weltweiten Anteil von 90% dominiert. „Dass immer mehr große Investoren über Stimmrechtsberater abstimmen, schränkt den direkten Dialog zwischen Unternehmen und Aktionären stark ein“, kritisiert Kirchhoff-Partner

Schlegtehdal. Und wegen drohender Interessenkonflikte ist es problematisch, wenn die Berater eine Doppelrolle spielen. „Teil-



„Stimmrechtsberater bewegen bereits 30% der Stimmen weltweit“

Frage an Dr. Götz Schlegtehdal, Partner, Kirchhoff Consult

Ist der Einfluss der Stimmrechtsberater auf HV-Abstimmungen in den letzten ein bis zwei Jahren weiter gestiegen?

Schlegtehdal: Definitiv, vor allem wegen der weltweit stark gestiegenen Volumina passiver Investments wie ETFs. Experten schätzen, dass sie mittlerweile etwa 30% der Stimmen weltweit bewegen können. Wir sehen es auch bei der Vorbereitung von HVs für unsere Kunden und den

Abstimmungsergebnissen; heutzutage ist es bei einigen Themen überaus schwierig, qualifizierte Mehrheiten auf einer HV zu erzielen, ohne zuvor Stimmrechtsberater einzubinden bzw. deren Kriterien im Vorfeld zu berücksichtigen. Ein Grund dafür ist, dass bei institutionellen Investoren das Thema HV nicht zu den Top-Prioritäten zählt. Entsprechend schwach sind teilweise deren Governance-Abteilungen aufgestellt, vor allem bei kleineren Investmentgesellschaften.



„Viele passive Investoren nutzen sie“

Frage an Henning Gebhardt, Leiter Wealth and Asset Management, BERENBERG

Ist der Einfluss der Stimmrechtsberater in den letzten zwei Jahren weiter gestiegen?

Gebhardt: Nicht merklich. Allerdings nutzen inzwischen viele passive Investoren die Beratungsangebote, was in meinen Augen der allgemeinen Entscheidungsfindung hilft. Ihre professionelle Herangehensweise führt eher zu besseren Ergebnissen.

weise beraten sie nicht nur Investoren, sondern auch die Emittenten selbst – wie die anstehenden Beschlüsse ‚durchgehen‘ könnten“, kritisiert Schmid.

Mutterhäuser im Kapitalmarkt aktiv

Noch weitere Interessenkonflikte sind denkbar: ISS gehört der Private-Equity-Firma Vestar Capital Partners, Glass Lewis den kanadischen Fonds OTPP und AIMCo. Möglich wäre, dass Stimmrechtsberater bei Unternehmen, an denen ihre Eigentümer beteiligt sind, Empfehlungen nach deren Wünschen aussprechen. Nach Angaben von Glass Lewis haben allerdings OTPP und AIMCo keinen Einfluss auf etwaige Empfehlungen. Zudem gebe es in den Analysen Hinweise, wenn einer der Eigentümer am Unternehmen beteiligt ist.

Foto: © Julien Eichinger – stock.adobe.com



Kodex zu wirkungslos

Kapitalmarktexperten bemängeln zudem, dass Stimmrechtsberater die Besonderheiten von Märkten, Branchen und Unternehmen zu wenig berücksichtigten. „Wir haben einen individuellen Ansatz“, widerspricht Andrew Gebelin, Senior Director bei Glass Lewis. Trotzdem werden die Stimmen nach einer stärkeren Regulierung lauter. So nimmt mittlerweile die Europäische Union (EU) das Verhalten der Aktionärsberater genauer unter die Lupe. Andere setzen auf freiwillige Selbstverpflichtungen. Doch hat der bereits 2013 initiierte Stimmrechtsberater-Kodex erst wenig Positives bewirkt. „Von Richtlinien, die einen Standard setzen, kann man kaum sprechen“, beklagt Schlegel. Dabei handle es sich eher um grundlegende Empfehlungen als um Verhaltensregeln. „Welche Relevanz sie im täglichen Handeln der Berater haben, ist für Außenstehende schwer zu beurteilen.“



„Oftmals fehlen institutionelle Investoren“

Frage an Dominik Glier, Corporate Markets, BankM

Wie bewusst ist kleinen und mittleren Unternehmen der Einfluss der Stimmrechtsberater?

Glier: Bei solchen Unternehmen ist häufig eine Aktionärsmehrheit durch Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder vorhanden, die Gründer sind bzw. einer Familie zuzurechnen sind. Bei KMU mit hohem Free Float könnten sie deutlich aktiver sein, da oftmals keine einheitliche Vertretung der Aktionärsinteressen erfolgt. Meistens mangelt es in dem Bereich jedoch an einer hohen Anzahl institutioneller Investoren, sodass kleine Unternehmen für Stimmrechtsberater oftmals nicht interessant genug sind.



„Analyse der Aktionärsstruktur vornehmen“

Frage an Dr. Anne Katrin Burkert, Projektmanagerin, ADEUS Aktienregister-Service-GmbH

Was können Unternehmen gegen negative Empfehlungen auf der HV tun?

Burkert: Bei einer negativen Abstimmempfehlung bleibt den Unternehmen nur sehr wenig Zeit, da die Abstimmungsprozesse bei Service Providern für ausländische Investoren in der Regel frühzeitige Abgabefristen vorsehen. Empfehlenswert ist, bei der Vorbereitung kritischer Tagesordnungspunkte eine Analyse der Aktionärsstruktur vorzunehmen. Nur mit dem Wissen, welche Investoren wohl an der HV teilnehmen und welche Abstimmrichtlinien zugrunde liegen, bleibt Spielraum für weitere Maßnahmen. Die Erläuterung der Abstimmpunkte durch direkte Kontaktaufnahme zu Investoren bietet die Chance, Anleger zu überzeugen, sodass diese den Empfehlungen der Stimmrechtsberater nicht folgen.

Fazit

Der Einfluss der Stimmrechtsberater hat in den vergangenen Jahren zugenom-

men. Die Ursache liegt allein schon in der Tatsache begründet, dass Investoren immer mehr auf die Dienstleistung zurückgreifen. Unverzichtbar ist deshalb, dass die Kontrolleure selbst ebenfalls stärker kontrolliert werden. Denn einerseits sind die Aktionärsberater nicht frei von Eigeninteressen, andererseits sollte auch in ihrem Markt mehr Wettbewerb herrschen, um die Pluralität der Anlegermeinungen besser abzubilden. Die Europäische Union (EU) hat bereits ein kritisches Auge auf Stimmrechtsberater geworfen: Sie sollen in Zukunft mehr Auskünfte über ihre Richtlinien, Quellen und Interessenkonflikte geben (siehe auch die Seiten 18–20). Nichtsdestotrotz: Ihr Einfluss steigt weiter – auch 2019!

Thomas Müncher

Stimmrechtsberater in der Hauptversammlungssaison 2019

Wo geht die Reise hin?



ANGELIKA HORSTMEIER

Director Global Corporate Advisory Services,
IPREO, a unit of IHS Markit

angelika.horstmeier@ihsmarkit.com



TORSTEN FUES

Senior Berater & Vorstand,
Better Orange IR & HV AG

torsten.fues@better-orange.de

Die Zeiten quasi-kommunistischer HV-Mehrheiten sind endgültig vorbei. Deutsche Emittenten waren gezwungen, sich an diese Tatsache sowie an die Kritik an verschiedenen Tagesordnungspunkten von der Investoren- bzw. der Proxy-Advisor-Seite zu gewöhnen.

Zunehmend sehen Unternehmen beispielsweise Aufsichtsratsentlastungen, die mit deutlich weniger als 99% Zustimmung angenommen werden. Der Grund dafür ist häufig, dass der Aufsichtsrat die individuelle Sitzungsteilnahme nicht veröffentlicht. Genehmigte Kapitalia werden mit gerade mal etwas über 80% Zustimmung angenommen, Aufsichtsratsmitglieder nur knapp in ihren Posten gewählt, die Vergütungssysteme erhalten teils viele Nein-Stimmen, die sich oft nicht so ohne Weiteres erklären lassen. Woher kommt dieses Abstimmungsverhalten, woher die damit zum Ausdruck gebrachte Kritik? Ist den Emittenten bewusst, was hier passiert?

Alte Welt

Die Kommunikation mit Stimmrechtsberatern, z.B. ISS (Institutional Shareholder Services) und IVOX Glass Lewis (setzt die Abstimmungsrichtlinien des Bundesverbands Investment und Asset Management e.V. (BVI) in Deutschland um), ist inzwi-

schon Teil der routinemäßigen Hauptversammlungsvorbereitung. Oft werden deren veröffentlichte Richtlinien explizit eingehalten, um die Zustimmung von deren Kunden möglichst sicher zu erhalten. Dabei handelt es sich um die institutionellen Investoren aus dem In- und Ausland, die große – manchmal die größten – Aktienbestände auf den deutschen Hauptversammlungen vertreten und sich in der alten Welt recht genau auf dieser Basis prognostizieren ließen.

Neue Welt

Nicht mehr ausschließlich die Richtlinien z.B. von ISS und IVOX Glass Lewis sind relevant. Im Vordergrund steht zunehmend die individuelle Abstimmungspolitik der jeweiligen Investoren, die häufig 3% oder mehr des ausstehenden Kapitals einer AG auf der Hauptversammlung (und einen noch deutlich höheren Prozentsatz der Präsenz) auf sich vereinen. Diese Investoren folgen mittlerweile nicht mehr quasi „blind“ den

Empfehlungen der Proxy Advisor und deren Abstimmempfehlung. Investoren wie DWS, Deka, BlackRock und BNP Paribas Asset Management haben mittlerweile detailliert ausgearbeitete, durchdachte und auf die Ziele der jeweiligen Investorenstrategie abgestimmte Abstimmungsrichtlinien, die häufig deutlich strenger sind als die Richtlinien der Proxy Advisor und stärker in die eine oder andere Richtung variieren.

ETFs verändern den Dialog zwischen Emittent und Investor

Den Emittenten ist häufig nicht bewusst, dass vor allem die passiv investierten Gelder kritisch abstimmen. Das sind z.B. die ETFs (Exchange-Traded Funds) als reine Indextracker, die von BlackRock, Vanguard oder Dimensional verwaltet werden. Dort gibt es keine wirklichen Investor-Relations-Kontakte, aber deren Governance-Abteilungen analysieren die Hauptversammlungseinladungen anhand oft ausgesprochen detaillierter und ESG-orientierter Richtlinien. Daraus resultiert ein entsprechend kritisches Abstimmverhalten.

Dabei stehen globale Thematiken wie Klimawandel, Diversity und Vorstandsvergütung sowie deren langfristige und nachhaltige Gestaltung im Vordergrund. Die Interaktion mit diesen passiven Investoren ist nicht das traditionelle Investor-

Unternehmen-Meeting. Bei diesen ETFs gibt es oft kein Investmentteam, das konstanten Kontakt mit dem Investor-Relations-Team des Unternehmens hält, sondern hier sind es die gut aufgestellten Governance-Teams, die das alleinige Sagen haben. Diese sind dem Emittenten in der Regel leider nicht bekannt.

Die Erfahrung zeigt, dass deutsche Emittenten zunehmend individuell auf ihre Investoren zugehen müssen. Dies sollte alljährlich und nicht nur von der Investmentseite her, sondern auch mit Fokus auf ESG-Themen geschehen. Sonst könnten Überraschungen bei der Hauptversammlung die Folge sein, wenn ein besonders sensibles Thema auf der Tagesordnung steht. Und diese Überraschungen können eben manchmal auch zur Ablehnung der vorgeschlagenen Tagesordnungspunkte führen. Langfristiger Kontakt, gegenseitiges Verstehen und Kommunikation zwischen Unternehmens- und Investorenseite machen es den Unternehmen möglich, sich intern und extern besser aufzustellen, sich auf kritische Punkte vorzubereiten und Überraschungen beim Abstimmverhalten ihrer Investoren zu minimieren.

Wie funktioniert die Praxis?

Die Agendaentwicklung für eine HV beginnt mit der Überlegung, welche TOPs grundsätzlich anstehen. Die Standardpunkte sind Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat, ggf. Gewinnverwendung und die Wahl des Wirtschaftsprüfers. Außerdem sind z.B. Satzungsänderungen, Kapitalia und sonstige Vorratsbeschlüsse denkbar, stehen Wahlen zum Aufsichtsrat an usw. Dabei sind häufig bereits ab diesem Moment sowohl der Proxy Solicitor, der HV-Dienstleister als auch die beratenden Anwälte mit im Boot.

Im nächsten Schritt ist zu prüfen, ob von den angedachten Punkten irgendwelche mit den Abstimmungsrichtlinien der großen Stimmrechtsberater kollidieren. Deren Bedeutung nimmt zwar ab, sie sind aber nicht irrelevant.

„Kritische und zunehmend investorenspezifische Abstimmungsrichtlinien der Investoren erzwingen eine mehrmonatige Agenda- und Hauptversammlungsvorbereitung.“

In einem zweiten Schritt werden die individuellen Richtlinien der beim jeweiligen Unternehmen größten Investoren betrachtet. Kommt es zu Verletzungen der Richtlinien, lässt sich etwa mit einer Szenario-rechnung feststellen, ob bei einem Nein-Votum der betroffenen Investoren die notwendige Mehrheit in der HV unter Berücksichtigung der mindestens letztjährigen HV-Präsenz noch erreichbar bleibt. Falls nicht, sollten Maßnahmen zur Steigerung der HV-Präsenz ergriffen werden.

Der kontinuierlich bestehende Kontakt der Proxy Solicitors zu den Governance-Teams der Investoren wird aktiviert, und die vorbereiteten Argumente für die Sinnhaftigkeit der jeweiligen Beschlussfassung werden unter Beachtung der Ad-hoc-Thematik vermittelt. Und zwar bereits deutlich vor Veröffentlichung der HV-Einladung. Zu diesem Zeitpunkt können auch noch ggf. für die Zustimmung notwendige Anpassungen der Agenda vorgenommen werden. Und dann wird es ernst: Die HV-Einladung wird im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Nach Vorliegen aller datenschutzrelevanten Vereinbarungen stehen HV-Dienstleister und Proxy Solicitor bis zur HV selbst in engem Kontakt. Die aktuellen Anmeldungen und Weisungen werden – soweit zulässig – ausgetauscht, die Szenariorech-

nungen zum Abstimmungsbild ständig aktualisiert. Sowohl bei Namens- als auch bei Inhaberaktien erfolgt der größte Teil der Anmeldungen (aktienstückzahlbezogen) i.d.R. am letzten Anmeldetag. Das lässt die Spannung oft recht hoch ansteigen. Werden die angekündigten Aktienpakete auch tatsächlich angemeldet? Die Vollmachten und Weisungen sowie ggf. die Briefwahl werden noch bis in die HV hinein weiter aktualisiert und analysiert. Sollten relevante Aktienbestände fehlen oder ergebnisgefährdend mit „Nein“ stimmen, greift nicht selten sogar der Vorstand des Emittenten bis kurz vor der Abstimmung zum Hörer und versucht, die Investoren im letzten Moment noch zu überzeugen.

Fazit

Kritische und zunehmend investorenspezifische Abstimmungsrichtlinien der Investoren erzwingen eine mehrmonatige Agenda- und Hauptversammlungsvorbereitung. Unter Beachtung der Ad-hoc-Regelungen werden die Investoren idealerweise schon im Vorfeld der Veröffentlichung der HV-Einladung überzeugt und Kontakte hergestellt. Bei der Vorbereitung der HV arbeiten IR und Vorstand/AR des Emittenten, Proxy Solicitor und HV-Dienstleister professionell Hand in Hand, um ein optimales Ergebnis für die Gesellschaft zu erzielen.

Regulierung von Stimmrechtsberatern

Mehr Transparenz – mehr Vertrauen?



DR. SEBASTIAN BEYER, LL.M.

Rechtsanwalt,
Taylor Wessing

s.beyer@taylorwessing.com

Ein Jahrzehnt der Kritik an der mangelnden Regulierung von Stimmrechtsberatern verhallte auch in Brüssel nicht ungehört. Auf Grundlage der überarbeiteten EU-Aktionärsrechterichtlinie wird 2019 erstmals ein ausdrücklicher Rechtsrahmen für die Branche geschaffen, die auf die Corporate Governance und Hauptversammlungsbeschlüsse deutscher und internationaler Unternehmen maßgeblichen Einfluss ausübt. Im Mittelpunkt steht dabei die Pflicht zur Offenlegung der Hintergründe der Empfehlungen und der Arbeitsweise. Doch führt mehr Transparenz an dieser Stelle wirklich zu mehr Vertrauen?

Stimmrechtsberater wie ISS oder IVOX Glass Lewis haben sich als nicht zu vernachlässigender Machtfaktor in der deutschen Hauptversammlungspraxis etabliert. Basierend auf ihren jeweiligen Richtlinien geben sie institutionellen Investoren Hilfestellung bei der Ausübung ihrer Stimmrechte. BlackRock, einer der größten Vermögensverwalter weltweit, beabsichtigt, jährlich an etwa 17.000 Hauptversammlungen in mehr als 90 Märkten teilzunehmen. Dabei verlasse man sich nicht auf die Empfehlungen von Stimmrechtsberatern, berücksichtige diese aber bei der Festlegung des eigenen Stimmverhaltens. Offizielle Zahlen gibt es nicht,

doch man schätzt, dass 80% aller ausländischen institutionellen Investoren hierzulande den Empfehlungen von ISS folgen.

Nicht hinnehmbares Rechtsvakuum?

Stimmrechtsberater verweisen regelmäßig darauf, einen bedeutenden Beitrag zu einer sachgerechten und nachhaltigen Corporate Governance zu leisten. So betonte jüngst IVOX Glass Lewis in einer Stellungnahme gegenüber der US-Börsenaufsicht SEC, man übe eine wichtige Rolle aus, indem man institutionelle Aktionäre bei der Erfüllung ihrer Pflicht unterstütze, eine Vielzahl von Stimmrechten in einem oftmals engen Zeitrahmen auf wohlinformierter Grundlage auszuüben. Gleichzeitig kritisierten BlackRock und andere, dass Stimmrechtsberater gerade nicht den hohen Transparenzpflichten unterlägen wie Fonds oder börsennotierte Gesellschaften. Empfehlungen unterlägen keinen entsprechenden

„Man schätzt, dass 80% aller ausländischen institutionellen Investoren hierzulande den Empfehlungen von ISS folgen.“

PRAXISSEMINAR 2019

UPDATE KAPITALMARKTRECHT

www.Update-Kapitalmarktrecht.de

Aktuelles im Umfeld der Hauptversammlung

Standards oder Bestimmungen; auch mögliche Interessenkonflikte müssten nicht offengelegt werden. Vor dem Hintergrund, dass viele Investoren bei der Festlegung ihrer Stimmrechtsausübung weniger differenziert vorgehen als BlackRock und den Empfehlungen blind folgten, sei dieses Rechtsvakuum nicht hinnehmbar.

Dem schloss sich nun auch der europäische Gesetzgeber an: Er widmete Stimmrechtsberatern ein Kapitel der überarbeiteten EU-Aktionärsrechterichtlinie. Man erkenne an, dass Stimmrechtsberater dazu beitragen, die Kosten für die Analyse von Unternehmensinformationen zu verringern; Stimmrechtsberater könnten aber auch das Stimmverhalten erheblich beeinflussen, zumal sich insbesondere Anleger mit stark diversifizierten Portfolios und solche aus dem Ausland verstärkt auf ihre Empfehlungen verließen. Vor diesem Hintergrund seien Transparenzanforderungen geboten.

Die Bestimmungen der Richtlinie müssen bis zum 10. Juni 2019 in nationales Recht umgesetzt werden. Hierfür hat das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) im Oktober dieses Jahres einen Referentenentwurf vorgelegt. Die neuen Pflichten sollen künftig durch die §§ 134a, 134d Aktiengesetz geregelt werden.

Jährliche Erklärung zum Verhaltenskodex

Der Entwurf definiert einen Stimmrechtsberater als (a) ein Unternehmen, das (b) gewerbsmäßig und entgeltlich (c) Offenlegungen und andere Informationen von (d) börsennotierten Gesellschaften analysiert, um (e) Anleger zu Zwecken der Stimmausübung durch (f) Recherchen, Beratungen oder Stimmempfehlungen zu informieren. Stimmrechtsberater müssen künftig jährlich erklären, ob und inwieweit sie den Vorgaben eines Verhaltenskodex entsprechen und welche Maßnahmen sie ggf. stattdessen treffen. Dieser Pflicht liegt das bewährte, etwa vom Deutschen Corporate

„Der europäische Gesetzgeber widmete Stimmrechtsberatern ein Kapitel der überarbeiteten EU-Aktionärsrechterichtlinie.“

Governance Kodex bekannte Comply-or-explain-Prinzip zugrunde, nach dem etwaige Abweichungen begründet werden müssen. ISS und IVOX Glass Lewis folgen etwa dem auf Initiative der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA entwickelten Regelwerk.

Ferner müssen Stimmrechtsberater jährlich Angaben veröffentlichen, etwa zu ihren Methoden und Informationsquellen sowie zu Art und Weise der Berücksichtigung nationaler Marktbedingungen und unternehmensspezifischer Bedingungen. Des Weiteren ist offenzulegen, wie und wie oft das Gespräch mit den betroffenen Emittenten und ihren „Interessenträgern“ gesucht wird. Diese Interessenträger sollen nach der Begründung des Gesetzesentwurfs die Stakeholder der Gesellschaft sein, also insbesondere ihre Organe, Aktionäre, Beschäftigte, Kunden und Lieferanten. Im Übrigen greift die Bestimmung die Kritik an dem vielfach fehlenden Dialog zwischen Stimmrechtsberatern und Emittenten auf. Entsprechende Bemühungen sind zwar nicht verpflichtend, doch wird die neue Pflicht zumindest einen gewissen Druck aufbauen.

Information über Interessenkonflikte

Darüber hinaus sind – lediglich abstrakt – die zur Vermeidung und Behandlung möglicher Interessenkonflikte eingesetzten Verfahren mitzuteilen. Allerdings müssen

Stimmrechtsberater ihre Kunden über potenzielle und konkrete Interessenkonflikte und diesbezügliche Gegenmaßnahmen informieren. Dies entspricht dem Zweck der Offenlegungspflichten, eine angemessene Information der Kunden über Professionalität und Zuverlässigkeit ihrer Tätigkeiten sicherzustellen. Über die Frage, ob eine Veröffentlichung konkreter Konflikte – wie etwa bei Aufsichtsratsmitgliedern – nicht auch gegenüber der Allgemeinheit sinnvoll gewesen wäre, kann man sicher trefflich streiten. Im Ergebnis dürften die vorgesehenen Pflichten dem Informationsinteresse von Kunden und Öffentlichkeit bzw. Emittenten regelmäßig hinreichend Rechnung tragen.

Die Angaben müssen auf der Internetseite des Stimmrechtsberaters für mindestens drei Jahre öffentlich zugänglich sein. Ein Verstoß gegen die Veröffentlichungs- bzw. Mitteilungspflichten kann mit einer Geldbuße in Höhe von bis zu 25.000 EUR geahndet werden.

Es bleibt abzuwarten, ob die neuen Transparenzpflichten die Kritiker von Stimmrechtsberatern verstummen lassen. Sie dürften jedoch die maßgeblichen Aspekte erfassen, die bislang mitunter im Verborgenen blieben. Allerdings sind gerade institutionelle Investoren weiterhin aufgerufen, die Empfehlungen – jedenfalls in Zweifelsfällen – kritisch zu beleuchten. Dann kann mehr Transparenz auch zu mehr Vertrauen führen.

DIE ZUKUNFT IST HYBRID



Innovativ-dynamische HV-Systeme von Better Orange

Digitalisierung leben!
Hauptversammlung mit Better Orange

Neugierig?



<http://hybrid.better-orange.de>



betterorange
Investor Relations und Hauptversammlungen

Better Orange IR & HV AG
Haidelweg 48 · 81241 München
Tel. 089 889690610 · www.better-orange.de

ARUG II: Umfangreiches Neuregelungspaket für das Aktiengesetz

Know your Shareholder!



INGO WOLFARTH

Key Account Manager und Senior Consultant,
Computershare Deutschland

ingo.wolfarth@computershare.de

Der Gesetzgeber hat nun, unter Ausschöpfung des Zeitrahmens für die nationale Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie, den ersten Entwurf des Umsetzungsgesetzes veröffentlicht. Das ARUG II stellt, zusammen mit den ebenfalls kürzlich vorgelegten Neuerungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex (siehe Seiten 30-31, Anm. d. Red.), ein größeres Änderungsprogramm dar, welches zwar 2019 verabschiedet sein, aber zum Schutz der Emittenten mit Übergangsfristen erst ab 2020 zum Tragen kommen wird.

Der Fokus dieses Artikels liegt auf den vom Gesetzgeber mit „know-your-shareholder“ betitelten Regelungen des Aktiengesetzes, die im Folgenden mit „AktG-E“ bezeichnet werden. Die Teile „say-on-pay“ und „related-party-transactions“ bedeuten nicht nur inhaltlich und strategisch einen hohen Umsetzungsaufwand, sondern auch eine umfangreiche Berichterstattung aufseiten der Emittenten. Aus organisatorischer Sicht sind die Folgen aber relativ überschaubar: auf der HV ein paar Beschlüsse mehr. Sie sollen – ebenso wie die neuen Verpflichtungen für institutionelle Anleger und Stimmrechtsberater sowie Regelungen in anderen Gesetzen als dem Aktiengesetz – daher hier nicht behandelt werden.

Was soll sich für die Emittenten ändern?

§ 67 Abs. 1 AktG-E ergänzt das Aktienregister um eine elektronische Adresse, sie

wird expliziter Adressbestandteil. Das ist noch kein Allheilmittel, da es ja keine Pflicht zum Besitz einer elektronischen Anschrift wie einer E-Mail-Adresse gibt, dürfte aber doch mittelfristig zu beachtlichen Erfolgen bei Versandaktionen aus dem Aktienregister führen. Die Erlangung von elektronischen Adressen war bisher nur über Aufrufe, oft unterstützt durch Gewinnspiele, zu erreichen und auch langfristig zu halten. Der Gesetzgeber hat sich mit dem Wording „elektronische Adresse“ nicht nur auf die E-Mail-Adresse festgelegt, es könne auch ein elektronisches Postfach gemeint sein, was bei Namensaktien relativ wenig Sinn ergibt. Vielleicht lässt sich im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens hier eine Verdeutlichung der Vorstellung des Gesetzgebers einfügen.

§ 67 Abs. 2 AktG-E aktualisiert das Register dahingehend, dass der Eingetragene nicht zwangsläufig gegenüber der Gesellschaft als Aktionär gilt. Der Eingetragene

wird aber Träger von Rechten und Pflichten, z.B. der Weiterleitung an den tatsächlichen Aktionär. Im Prinzip stellt das eine Klarstellung des Gelebten dar. Die sich in der Praxis gelegentlich zu stellende Frage, ob wegen eines nicht nachgekommenen Auskunftsverlangens bzw. einer nicht erfolgten Offenlegung eines Registereintrags Aktien nun einem Stimmrechtsverlust unterliegen, wird eindeutiger geregelt, da zusätzlich eine „Androhung des Stimmrechtsverlusts“ vorangehen muss. Eine zwar etwas weniger scharfe Waffe für den Emittenten, aber auch ein erhöhter Anreiz für die Eintragung.

Die neuen **§§ 67a bis 67f AktG-E** rücken die Pflichten zur Information über Hauptversammlung und Kapitalmaßnahmen nahe an den „Namensaktien-Paragrafen“ 67 AktG. Ein weiteres Zeichen des Gesetzgebers, hier mehr Nähe zwischen den Gattungen zu schaffen. Emittenten werden verpflichtet, Informationen über HV und

Kapitalmaßnahmen elektronisch an die Intermediäre zu übermitteln (vornehmlich für Inhaberaktien), soweit die Informationen nicht direkt den Aktionären mitgeteilt werden (Namensaktien). Aus der Formulierung des Gesetzgebers geht bislang nicht eindeutig hervor, ob auch die Namensaktionäre elektronisch zu informieren sind. Man sollte meinen, dass dem so ist, es sollte aber im Text klargestellt werden. Denn liest man die §§ 125 AktG-E (HV-Einberufung mitteilen), 121 Abs. 4 AktG-E (Pflicht zur Bekanntmachung der Einberufung) und die neuen Regelungen in § 67a Abs. 1 (elektronische Übermittlung der Einberufung), § 67a Abs. 2 (elektronische Übermittlung an ein europäisches Medienbündel – was ist eigentlich mit Investoren in „Übersee?“) und § 67b Abs. 1 AktG-E (unverzögliche elektronische Übermittlung durch Intermediär, Mitteilung der Internetseite genügt), erkennt man die Abkehr des Gesetzgebers von schriftlichen Einladungen. Bisher ist der elektronische Versand von HV-Unterlagen zwar bereits möglich, sofern man eine diesbezügliche Satzungsermächtigung hat, bei Namensaktien benötigt man aber noch das Einverständnis des Aktionärs und eben dessen E-Mail-Adresse, was der „Aktivierung“ der Aktionäre bedarf und durchaus mit Anstrengungen verbunden ist. Mit Gewinnspielunterstützung erreichen umtriebige Emittenten 10% bis 20% ihrer Aktionäre. Hier sind zwar vorwiegend die Privataktionäre gemeint, die nicht das Stimmengewicht auf Hauptversammlungen darstellen, aber eben alle einzeln angeschrieben werden müssen. Der Versand geht schwer ins Geld, und Nachhaltigkeit erfordert heute auch eine andere Vorgehensweise.

Auch bei der Inhaberaktie ist ein Verzicht auf Druckunterlagen bereits möglich. Die Entscheidung, keine Druckstücke mehr zur Verfügung zu stellen, treffen Emittenten aber ungern. Da die Intermediäre ihre Depotkunden nicht nach schriftlichem und elektronischem Versand unterscheiden, muss grundsätzlich entschieden werden, ob es für alle Aktionäre eine Druckfassung der Einberufung gibt oder eben nicht. Nur



Foto: @tonefotografia – stock.adobe.com

ganz wenige Emittenten, mit meist einer geringen Aktionärszahl, haben gänzlich auf Druckfassungen verzichtet. Man hört dann vom „Glühen“ der Hotline durch Aktionärsbeschwerden, was jeder Emittent gerne vermeidet. Was ist bei dem ARUG II dann der Unterschied? Der eindeutige Wille des Gesetzgebers zur elektronischen Gestaltung der Prozesse. Künftig also eine E-Mail, ein Posteingang im elektronischen Postfach oder vielleicht auch noch ein Brief – dieser aber enthält eine URL oder einen Adresspfad ins Internet, wo die notwendigen Unterlagen liegen. Attraktiver Gedanke dabei: Auch die Einberufung und begleitendes Material können optisch auf eine zeitgemäße Onlinegestaltung kommen – man denke an die Entwicklungen beim interaktiven Online-Geschäftsbericht, der ja alle Sinne anspricht.

In § 67d erhält der Emittent einen Informationsanspruch gegenüber den Intermediären, der im Prinzip den gesetzlichen Angaben für die Namensaktie entspricht. Ein wertvoller Wissenszuwachs kann hier geschaffen werden, aber: Wohin dann damit? In eine Excel-Tabelle ohne zentra-

len Zugriff? Auf Basis von Stichtagsbetrachtungen, die sich permanent verändern können? Mit der in § 67e Abs. 2 erwähnten recht kurzen Datenhaltedauer von nur zwölf Monaten für Gesellschaften und Intermediäre? Auch hier spricht vieles dafür, mit einem Aktienregister sehr viel strukturierter arbeiten zu können – Datenschutzfragen kommen erst gar nicht auf, da der Umgang mit den umfangreichen und sensiblen Aktionärsdaten mit einem Aktienregisterführer klar auf Basis der gesetzlichen Regelungen behandelt werden wird. Die Nichteinhaltung der neuen Auskunfts- und Meldepflichten der Intermediäre nach den §§ 67a bis 67d AktG-E führt übrigens künftig nach § 405 Abs. 2a AktG-E zu einer bußgeldbewährten Ordnungswidrigkeit.

§ 67f betrifft die Kosten der Intermediäre, die auch weiterhin – der bisherige § 128 AktG soll komplett gestrichen, die Kostenverordnung von 2003 gänzlich aufgehoben werden – von den Emittenten zu tragen sind. Der Gesetzgeber will erreichen, dass der Markt sich hier auf Kostensätze einigt, die aber nur für Aufwendungen „auf dem

jeweiligen Stand der Technik“ erstattet werden können. Wer also über teure und schwerfällige Systeme verfügt, erhält nur die Vergütung für „smarte“ Systeme. Da dies auch recht unscharf formuliert und der Kreis der Intermediäre groß und heterogen ist, dürften Verhandlungen herausfordernd werden und könnten mehr Zeit einnehmen als der Gesetzgebungsfortgang.

Veranlasst man den HV-Versand aus einem Aktienregister, wird es erneut einfacher und es ergeben sich folgende Vorteile:

- ein Registerführer statt vieler Vertragspartner und
- ein festgelegter Preis für die Dienstleistung der Registerführung gegenüber der bisher für Kreditinstitute geltenden Kostenverordnung (deren Sätze – auch und gerade für den elektronischen Versand – definitiv nicht mehr zeitgemäß sind).

Da man die Kostenaspekte für diese Leistungen ohnehin anfassend wird, wäre zu überlegen, ob man nicht auch einen kritischen Blick auf die quasi monopolartig erhobenen Clearstream-Gebühren und deren Angemessenheit wirft, die für Bewegungen im Aktienregister aufgerufen werden.

§ 118 AktG-E verlangt eine Bestätigung über den Eingang der Stimmabgabe für Aktionäre, die ihre Stimmrechte elektronisch ausüben. Für Gesellschaften, die mit einem Investorenportal arbeiten, wird dies ein Leichtes: Die Intermediäre müssen über die Online-Angebote für ihre Depotkundschaft entsprechende Funktionen einbauen. § 129 Abs. 5 AktG-E gibt dem Aktionär künftig das Recht, binnen vier Wochen vom Emittenten eine „unverzögliche“ Bestätigung über die Ausübung seines Stimmrechts zu verlangen, aus der auch das Ob und Wie der Stimmzählung hervorgehen muss. Das ist für Aktionäre, die selbst an der HV teilgenommen haben, noch relativ einfach, wird aber komplizierter, wenn der Aktionär Dritte mit der

„Das ARUG II wirkt in Teilen wie ein Gesetz zur Abschaffung der Inhaberaktie. Die Unterschiede zur Namensaktie werden auf jeden Fall deutlich geringer.“

Stimmrechtsausübung beauftragt hat. Der Emittent hat nicht immer Einblick in Sammelanmeldungen von Banken oder Schutzvereinigungen, hat aber die Informationspflicht. Erfüllt werden kann diese in vielen Fällen aber nur durch die Intermediäre in der Informationskette.

Im **§ 125 AktG-E** wird die Verpflichtung aufgehoben, diejenigen Kreditinstitute mit Unterlagen zu versorgen, die im Vorjahr Stimmen vertreten, sich im aktuellen Jahr aber noch nicht gemeldet haben. Dieser etwas lästige Abgleich mit den Vorjahresunterlagen wird ersetzt durch die Verpflichtung, die Unterlagen „den Intermediären“ zuzuleiten – also allen. Da diese Aussage auch zu unscharf ist, dürfte mit dem Wunsch nach einer Präzisierung gerechnet werden.

Fazit

Die europäische Herkunft der Aktionärsrechterichtlinie hinterlässt also ihre Spuren im deutschen Aktienrecht, das traditionell eher auf die international weniger bedeutende Inhaberaktie ausgerichtet war. So wirkt das ARUG II in Teilen auch wie ein Gesetz zur Abschaffung der Inhaberaktie. Die Unterschiede zur Namensaktie werden auf jeden Fall deutlich geringer. Mit den vorgesehenen Auskunftsmöglichkeiten der Emittenten ist die Inhaberaktie

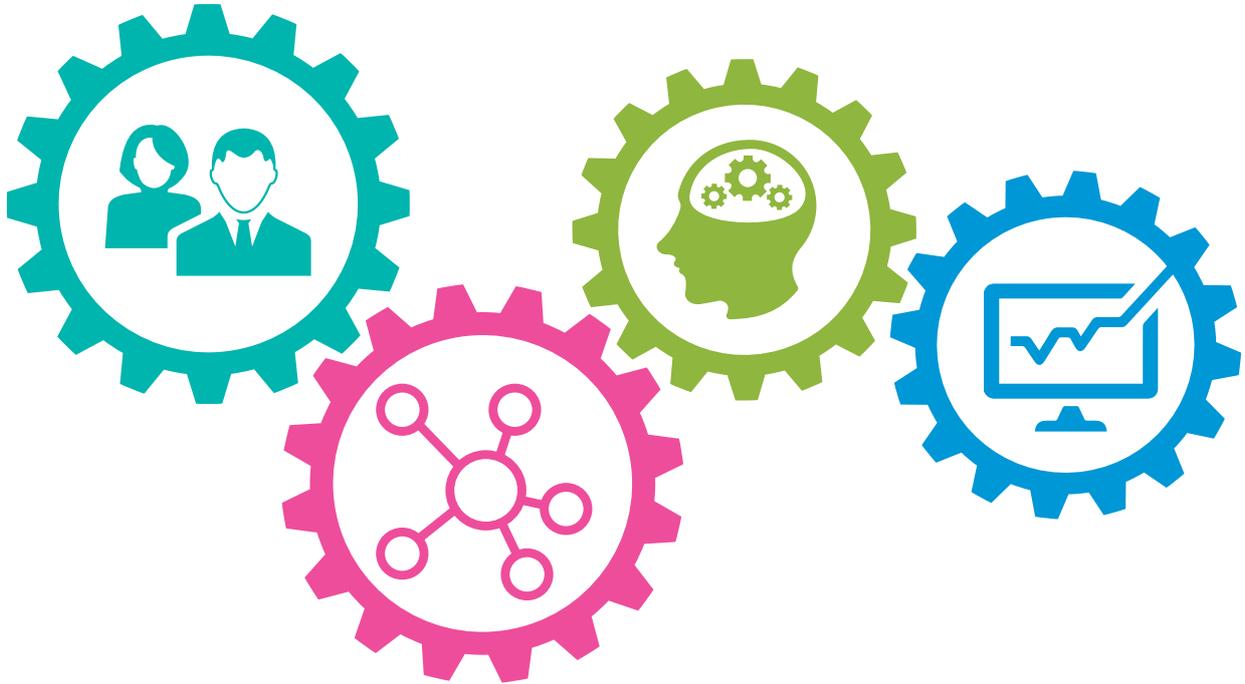
jedenfalls ihren Status als anonymes Wertpapier im Prinzip los. Wenn sich der Gesetzesbegründung wörtlich entnehmen lässt, dass die Frage der Aufgabe der Inhaberaktie nicht in diesem Gesetzgebungsverfahren entschieden werden könne, ist der Hinweis auf eine mittelfristige Ablösung der in Deutschland so gewohnten Gattung naheliegend.

Die Umsetzung der Pflichtenerweiterungen für die Intermediäre, z.B. auch, gesamt-europäisch zu informieren, ist technisch noch unklar – insbesondere für Rückläufe. Auf jeden Fall stehen ein höherer Technikeinsatz und ein höheres Maß an Automatisierung auf der To-do-Liste der Intermediäre, die bisher eher Aspekte der Kosteneinsparung vor die Ausweitung der Aktionärsrechteausübung stellten. Der Auftrag des Gesetzgebers ist es aber, Hürden für die Ausübung von Aktionärsrechten aktiv zu senken.

Verbände, Interessengruppen und andere Marktteilnehmer sind nun aufgerufen, Stellungnahmen zum Gesetz abzugeben, und werden dies eifrig tun, um die Intentionen des Gesetzgebers rund zu gestalten. Der Zeitrahmen ist gesteckt, hier wird sich folglich in den nächsten Wochen einiges bewegen. Die vorgegebene Richtung dürften die Beteiligten aber größtenteils befürworten.



Pinsent Masons



Erfahrung zählt

An den Finanzmärkten findet jeder Schritt eines Unternehmens unter den Augen der Öffentlichkeit statt. Die Financial Community registriert jede Aktivität. So wie positive Meldungen ein weithin hörbares Echo finden, kann auch der kleinste Fehltritt gravierende negative Folgen haben. Erfahrene und kompetente rechtliche Begleitung zählt.

Als zuverlässiger Partner der Unternehmen schreiben wir schon lange erfolgreiche Kanzleigeschichte. Seit fast 250 Jahren in aller Welt, seit 2012 auch in Deutschland.

Lernen Sie uns kennen. Ihre Ansprechpartner:

Thomas Mayrhofer

Rechtsanwalt, Partner

Head of German Stock Corporation & Capital Markets

T: +49 89 203043 582 **M:** +49 172 845 67 77

E: thomas.mayrhofer@pinsentmasons.com

Dr. Alexander Thomas

Rechtsanwalt, Partner

T: +49 89 203043 583 **M:** +49 171 249 86 43

E: alexander.thomas@pinsentmasons.com

Zukunftsweisende Rechtsberatung für die Bereiche Technologie, Life Sciences, Energie und Real Estate.

Persönlich, klar, vernetzt.

Pinsent Masons Germany Düsseldorf · München · www.pinsentmasons.com

Corporate and M&A · TMT & Sourcing · Intellectual Property · Employment & Reward · Energy · Litigation & International Arbitration · Stock Corporation & Capital Markets · Competition & Compliance · Real Estate & Property · Banking & Finance · Construction & Engineering · Public & Regulatory · Tax

(Nicht-)Entlastungsvorschläge richtig formulieren

Ja oder Nein – das ist hier die Frage



BERNHARD ORLIK

Geschäftsführer,
Link Market Services GmbH

bernhard.orklik@linkmarketservices.de



STEFFEN CARL

Rechtsanwalt und Partner,
Gleiss Lutz

steffen.carl@gleisslutz.com

**Was früher eher die beachtete Ausnahme war, gehört heute fast schon zum Alltag:
Die Verwaltung schlägt der Hauptversammlung vor, einzelne Mitglieder von Vorstand
oder Aufsichtsrat nicht zu entlasten.**

Einem solchen Vorschlag zur Nichtentlastung liegt regelmäßig eine festgestellte Verfehlung des betroffenen Organmitglieds zugrunde. Auf die inhaltliche Begründung des Vorschlags der Nichtentlastung soll hier jedoch nicht weiter eingegangen werden. Vielmehr soll in diesem Beitrag geklärt werden, wie die vorgeschlagene Nichtentlastung rechtssicher und für die Aktionäre verwechslungssicher auf einer Weisungseintrittskarte, im Internetvoting und dann auch bei der Abstimmung in der Hauptversammlung umgesetzt werden kann.

Sofern der Beschlussvorschlag zur Entlastung vorsieht, dass Organmitglieder entlastet werden und anderen die Entlastung verweigert werden soll, sollte es selbstverständlich sein, dass der Beschlussvorschlag in zu entlastende bzw. nicht zu entlastende Gremienmitglieder zu untergliedern ist. Die Abstimmung im Wege der Einzelentlastung ist zwingend erforderlich. Vielfach wird in derartigen Fällen die

Einzelentlastung bereits in der veröffentlichten Tagesordnung angekündigt.

Wie genau kann formuliert werden?

Eine grundlegende Frage in diesem Zusammenhang ist jene der passenden Formulierung des Beschlussvorschlags der Verwaltung. Grundsätzlich gilt: Die Beschlussvorschläge der Verwaltung müssen so formuliert sein, dass sie in der Hauptversammlung als Anträge zur Abstimmung gestellt werden können. Der Beschlussvorschlag könnte

- a) den üblichen Text zur Entlastung enthalten mit der Empfehlung, dagegenzustimmen, oder
- b) einen Antrag auf Nichtentlastung formulieren.

Wollen die Aktionäre dem Vorschlag bzw. Willen der Verwaltung folgen, müssten sie

in Variante a) mit Nein gegen die Entlastung stimmen. In Variante b) geben die Aktionäre eine Ja-Stimme ab, um dem Vorschlag der Nichtentlastung zu folgen.

Auf einer Weisungsmatrix könnten die Fälle a) und b) beispielhaft wie in Abb. 1 und 2 dargestellt umgesetzt werden. Grau hinterlegt ist das zum Folgen der jeweiligen Verwaltungsvorschläge erforderliche Abstimmverhalten.

Ist im Weisungsformular oder bei Abstimmung mittels elektronischer Stimmabgabe die Möglichkeit eröffnet, bei allen Tagesordnungspunkten „im Sinne der Verwaltung“ zu stimmen, so ist analog das Abstimmverhalten auf die einzelnen Punkte zu übertragen; bei a) mit Nein (im Falle der Nichtentlastung). Bei b) wird mit Ja gestimmt.

In jedem Fall sollte die gewählte Methodik einheitlich während der gesamten HV-

ABB. 1: VARIANTE A) EMPFEHLUNG, GEGEN DIE ENTLASTUNG ZU STIMMEN

Tagesordnungspunkt	Ja	Nein	Enth.
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands für das Geschäftsjahr 2018			
a) Vorstand 1	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) Vorstand 2*	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) Vorstand 3	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2018			
a) Aufsichtsrat 1*	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) Aufsichtsrat 2	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) Aufsichtsrat 3*	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
*Vorstand und Aufsichtsrat empfehlen, die Entlastung zu verweigern			

Quelle: Link Market Services GmbH, Gleiss Lutz

ABB. 2: VARIANTE B) FORMULIERUNG EINES NICHTENTLASTUNGSBESCHLUSSES

Tagesordnungspunkt	Ja	Nein	Enth.
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands für das Geschäftsjahr 2018			
a) Vorstand 1 (Entlastung)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) Vorstand 2 (Nichtentlastung)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) Vorstand 3 (Entlastung)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2018			
a) Aufsichtsrat 1 (Nichtentlastung)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) Aufsichtsrat 2 (Entlastung)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) Aufsichtsrat 3 (Nichtentlastung)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Quelle: Link Market Services GmbH, Gleiss Lutz

Vorbereitung und HV-Durchführung gewählt werden. Ein Blick in die Praxis zeigt, dass ein Wechsel der Methodik bei den Aktionären zu größter Verwirrung führt und damit das Anfechtungsrisiko erhöht.

Rechtliche Vor- bzw. Nachteile der Variante a) bzw. b)

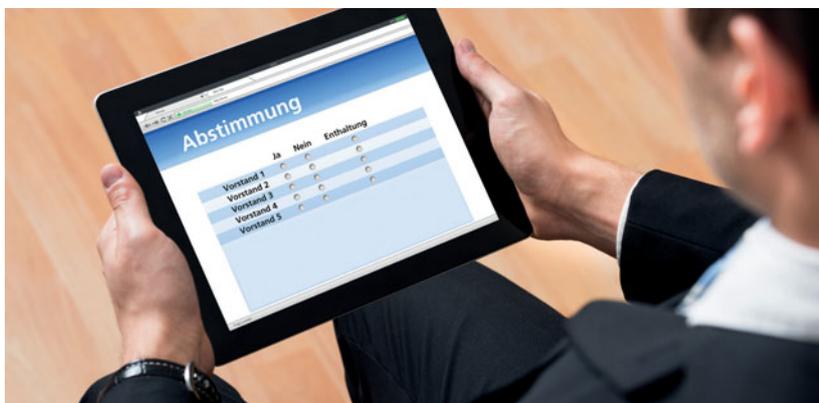
Es ist umstritten, ob die Verwaltung der Hauptversammlung einen Beschlussvorschlag unterbreiten kann, der ausdrücklich auf „Nichtentlastung“ oder Verweigerung der Entlastung gerichtet ist. Kritische Stimmen in der Literatur halten einen Beschlussantrag auf Nichtentlastung bzw. Verweigerung der Entlastung für unzulässig. Sie argumentieren mit dem Gesetzeswortlaut des § 120 Abs. 1 Satz 1 AktG, der nur eine Beschlussfassung über die Ent-

lastung vorsehe, nicht aber über die Verweigerung der Entlastung. Der Antrag zum Tagesordnungspunkt Entlastung müsse für jedes Organmitglied so formuliert sein, dass die Entscheidung zumindest zu einer Entlastung führen könnte. Mit Ablehnung des Entlastungsvorschlags sei eindeutig festgestellt, dass das betreffende Organmitglied für den relevanten Zeitraum nicht entlastet werde. Bei einem Antrag auf Nichtentlastung sei unklar, welche Rechtsfolgen die mehrheitliche Ablehnung des Antrags habe. Jedenfalls könne darin nicht – quasi als Negation der Negation – der positive Beschluss über die Erteilung der Entlastung liegen.

Andere Stimmen und eine weitverbreitete Praxis empfinden das als weniger problematisch. Die Hauptversammlungspraxis

formuliert in solchen Fällen häufig gemäß Variante b) als Beschlussvorschlag der Verwaltung, „die Entlastung nicht zu erteilen“ oder dass einem Organmitglied für den relevanten Zeitraum „keine Entlastung erteilt“ wird.

Für die Variante b) spricht, dass die Intention der Verwaltung im konkreten zur Abstimmung zu stellenden Beschlussvorschlag zur Nichtentlastung eindeutig zum Ausdruck kommt. Für den Aktionär ist ohne Weiteres erkennbar, wie sich eine Abstimmung im Sinne der Verwaltung auswirkt. Zudem erleichtert ein solcher Beschlussvorschlag die Gestaltung der Abstimmungsmatrix und die Weisungen an Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft. Würde man aus Gründen rechtlicher Vorsicht der Auffassung folgen, die einen auf



Nichtentlastung gerichteten Beschlussvorschlag ablehnt, müsste die Verwaltung gemäß Variante a) in der Einberufung der Hauptversammlung differenzieren zwischen dem antragsförmigen Beschlussvorschlag „Entlastung erteilen“ und einer textlich getrennten Empfehlung an die Aktionäre, bei bestimmten Organmitgliedern gegen den Entlastungsvorschlag zu stimmen. Auf den ersten Blick kann es widersprüchlich erscheinen, wenn die Verwaltung mit ihrer Empfehlung genau das Gegenteil ihres eigenen Beschlussvorschlags erreichen will. Dieses Vorgehen erfordert im Vorfeld der Hauptversammlung einigen kommunikativen Aufwand. Bei Gesellschaften mit hohem Streubesitz dürfte Variante a) unter Praktikabilitäts-erwägungen die ungünstigere Variante sein.

Anfechtung des HV-Beschlusses bei Nichtentlastung

Obwohl die Entlastung nach § 120 AktG wenig unmittelbare rechtliche Wirkung entfaltet, ist mit der Entscheidung für die Betroffenen ein öffentliches persönliches Werturteil verbunden. Insbesondere bei kapitalmarktorientierten Unternehmen können Image und Glaubwürdigkeit von Führungspersonen oder eine Bewertung strategischer Entscheidungen im Fokus stehen. Daher gibt es immer wieder Fälle der Anfechtung von Beschlüssen, mit denen die Entlastung verweigert wurde. Die Anfechtung ist sowohl in Variante a) als auch in Variante b) zulässig. Dabei ist das

Ziel stets die Vernichtung des Beschlusses sowie nach erfolgreicher Anfechtung eine erneute Abstimmung über die Entlastung zu erwirken oder – weitergehend – in der Kombination von Anfechtungsklage und positiver Beschlussfeststellungsklage den Entlastungsbeschluss durch Urteil herbeizuführen. Letzteres spielt typischerweise bei Streit um Stimmrechtsausschlüsse aufgrund § 136 AktG, § 44 WpHG bzw. § 59 WpÜG eine Rolle.

Wie gehen die Stimmrechtsberater damit um?

Wie wird die vorgeschlagene Nichtentlastung auf den Abstimmplattformen der Stimmrechtsberater dargestellt? Hierzu lässt sich feststellen, dass die Stimmrechtsberater grundsätzlich der Logik „Ja bedeutet Stimme im Sinne der Verwaltung“ folgen, also der hier vorgestellten Variante b). In jedem Fall sollte jedoch vor Finalisierung der Proxy Card mit den großen Stimmrechtsvertretern Kontakt aufgenommen und das Vorgehen in derartigen Fällen im Einzelfall abgesprochen werden, um keine unliebsamen Überraschungen bei der Auswertung der eingegangenen Weisungen oder – noch schlimmer – bei Ermittlung des Abstimmungsergebnisses zu erleben.

Unterschiede zwischen Additions- und Subtraktionsverfahren

Schon bei der Formulierung des Beschlussantrags sollte das voraussichtlich auf der

HV gewählte Abstimmungsverfahren berücksichtigt werden, denn es hat unterschiedliche Auswirkungen:

Beim Subtraktionsverfahren würden Aktionäre, die dem Verwaltungsvorschlag folgen wollen, mit Nein stimmen. Beim Subtraktionsverfahren werden typischerweise in einem Sammelgang die Stimmen gegen den Beschlussvorschlag der Verwaltung eingeholt. Aktionäre, die den Vorschlägen der Verwaltung inhaltlich zustimmen, geben keine Stimme ab. In Variante a) müssen nun Aktionäre, die der Empfehlung der Verwaltung zu Verweigerung der Entlastung folgen wollen, bei der Einzelentlastung teilweise Nein-Stimmen abgeben. Um die Erläuterungen zu dieser Abstimmung nicht zu verkomplizieren, kann erwogen werden, über diejenigen Organmitglieder, die nach Empfehlung der Verwaltung nicht entlastet werden sollen, dann in einem weiteren Sammelgang im umgekehrten Subtraktionsverfahren mit Einsammlung der Ja-Stimmen abzustimmen. In jedem Fall dürfte die Abstimmung im Subtraktionsverfahren bei Variante a) einige Zeit in Anspruch nehmen und fehleranfällig werden.

Eine gesonderte Abstimmung im Subtraktionsverfahren ist in Variante b) nicht angezeigt. Wollen Aktionäre der Empfehlung der Verwaltung folgen, stimmen sie immer mit Ja.

Bei Anwendung des Additionsverfahrens stimmen die Befürworter der Nichtentlastung in Variante a) mit Nein; in Variante b) würden sie mit Ja dem Beschlussvorschlag der Verwaltung zustimmen.

Hieraus lässt sich die Empfehlung ableiten, bei dem Beschlussvorschlag in Variante a) das Additionsverfahren zu verwenden, weil es transparenter und logischer ist. Bei Variante b) können die Vorteile des Subtraktionsverfahrens genutzt werden.

Beide Varianten sind jedoch fraglos zu erklären. Hierzu sollten klarstellende Hinweise auf die Proxy Card gedruckt werden.

§

Keine Zurechnung von Stimmrechten aufgrund „Acting in concert“ bei Vereinbarung im Einzelfall

BGH, Urteil v. 25.09.2018 – II ZR 190/17

DR. THOMAS
ZWISSLER

Die Zurechnung von Stimmrechten aus fremden Aktien spielt im Recht der Beteiligungspublizität eine wichtige Rolle. Zurechnungssachverhalte können Mitteilungspflichten nach § 33 WpHG auslösen, deren Nichterfüllung zu einem Rechtsverlust führt (§ 44 WpHG). Dies schafft die Verbindung in das Recht der Hauptversammlung. Für die Dauer der Nichterfüllung seiner Mitteilungspflichten kann der säumige Aktionär keine Rechte aus seinen Aktien ausüben, d.h. ihm bleiben insbesondere das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung und das Stimmrecht verwehrt. Fragen der Stimmrechtszurechnung können daher sowohl bei der Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen als auch im Anfechtungsstreit über Hauptversammlungsbeschlüsse Bedeutung erlangen.

„Acting in concert“

Zu den Zurechnungstatbeständen des § 34 WpHG, die nur schwer abgrenzbar sind, zählt das sogenannte „Acting in concert“. Das Gesetz selbst spricht von „abgestimmtem Verhalten“ (§ 34 Abs. 2 WpHG), was die Abgrenzung des Begriffs keinesfalls erleichtert. Dies gilt auch für den gesetzlich vorgesehenen Ausnahmetatbestand. Liegt lediglich eine „Vereinbarung im Einzelfall“ vor, soll dies ein abgestimmtes Verhalten im Sinne des § 34



Foto: © sk_design – stock.adobe.com

Abs. 2 WpHG ausschließen. Für die Auslegung des Begriffs wird teilweise eine formale Betrachtungsweise befürwortet, die allein auf die Häufigkeit des abgestimmten Abstimmungsverhaltens der Aktionäre abstellt. Die Gegenauffassung, der sich bislang auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) angeschlossen hatte, befürwortet eine materielle Betrachtungsweise und verlangt die Berücksichtigung der Bedeutung und Reichweite der Beschlussfassung. Der Bundesgerichtshof hatte nun Gelegenheit, Position in diesem wichtigen Meinungsstreit zu beziehen.

Die Entscheidung des BGH

Der zur Entscheidung vorgelegte Sachverhalt betraf die Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage eines in der Hauptversammlung nicht erschienenen Aktionärs, der sich darauf berief, ihm sei zu Unrecht der Zugang zur Hauptversammlung verweigert worden. Die beklagte Gesellschaft machte hingegen geltend, der klagende Aktionär habe sein Verhalten in einer Art und Weise mit einem anderen Aktionär abgestimmt, die ihn zur Abgabe einer Stimmrechtsmitteilung verpflichtet habe. Aufgrund der Nichterfüllung dieser Mitteilungspflicht habe er kein Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung gehabt. Nachdem sich das abgestimmte Verhalten des Klägers auf eine einmalige gemeinsame Stimmrechtsausübung bezog, kam es auf die Frage an, ob lediglich eine „Vereinbarung im Einzelfall“ vorlag.

Der BGH entschied, dass das Vorliegen einer „Vereinbarung im Einzelfall“ formal zu bestimmen sei. Dies entspreche nicht nur dem Wortlaut und dem Sinn und Zweck des Gesetzes, das die Zurechnung nur bei einer

gewissen Beständigkeit des Verhaltens der sich abstimmenden Aktionäre anordnen wolle. Die formale Betrachtungsweise achte auch das Bestimmtheitsgebot, das im Kontext der [heute erheblichen] Bußgeldsanktionen bei Verletzung von Mitteilungspflichten zu berücksichtigen sei. Im konkreten Fall bejahte das Gericht daher das Vorliegen einer „Vereinbarung im Einzelfall“.

Entscheiden wollte der BGH den Rechtsstreit dennoch nicht. Er verwies den Rechtsstreit zurück an das OLG Stuttgart, mit der Aufforderung, sich Gewissheit darüber zu verschaffen, ob der klagende Aktionär in der Hauptversammlung nicht nur nicht erschienen war, sondern zur Hauptversammlung auch nicht zugelassen wurde.

Fazit

Mit seinem Urteil entscheidet der BGH einen wichtigen und für die Praxis bedeutsamen Meinungsstreit. Als ein Zeichen funktionierender Gewaltenteilung kann dabei die Tatsache gelten, dass sich das Gericht nicht gescheut hat, gegen die Verwaltungspraxis der BaFin zu entscheiden. Die Neuauflage des Emittentenleitfadens wird zeigen, ob sich die BaFin der Rechtsprechung des BGH anschließt. Auswirkung wird das Urteil auch auf die Auslegung der weitgehend inhaltsgleichen Zurechnungsbestimmungen des Wertpapierübernahmegesetzes (WpÜG) haben.

Von Dr. Thomas Zwissler
t.zwissler@zl-legal.de



ZIRNGIBL

DCGK-Reformentwurf für 2019

Auswirkungen auf die Hauptversammlung?

**DR. ALEXANDER THOMAS**

Partner,
Pinsent Masons Germany LLP
alexander.thomas@pinsentmasons.com

**MARKUS JOACHIMSTHALER, LL.M.**

Associate,
Pinsent Masons Germany LLP
markus.joachimsthaler@pinsentmasons.com

Am 6. November 2018 hat die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex einen Entwurf für einen geänderten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) veröffentlicht. Gleichzeitig wurde ein Konsultationsverfahren mit einer Laufzeit bis zum 31. Januar 2019 gestartet, währenddessen die Möglichkeit besteht, Stellungnahmen zu dem Reformentwurf abzugeben. Der reformierte DCGK soll im Sommer 2019 in Kraft treten.

Der Reformentwurf sieht eine Vielzahl an Änderungen vor, die bereits den Gesetzentwurf zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund beschränkt sich die nachfolgende Darstellung auf die geplanten Änderungen, die unmittelbare Auswirkung auf die Hauptversammlung haben könnten.

Ziel der DCGK-Reform

Seit seinem Inkrafttreten im Jahr 2002 wurde der DCGK mittlerweile zwölf Mal geändert. Ziel der DCGK-Reform ist es, die Akzeptanz und Relevanz des DCGK zu erhöhen. Der DCGK soll wieder stärker in Anspruch genommen werden und Standards setzen, auf die es aus Sicht möglichst vieler Stakeholder (Vorstand, Aufsichtsrat, Investoren, Gesellschaft)

ankommt. Hierdurch soll ein unüberschaubares Nebeneinander von einem gesetzlich legitimierten DCGK einerseits und einer Vielzahl von Abstimmungsrichtlinien von Investoren und Stimmrechtsberatern andererseits verhindert werden. Ferner soll der DCGK nachvollziehbarer werden sowie mehr Transparenz und Klarheit für eine bestmögliche Beurteilung der konkreten Corporate Governance schaffen. Zur Umsetzung dieser Ziele sieht die Reform des DCGK unter anderem eine Reihe von Neuerungen, aber auch Streichungen bestehender Empfehlungen vor.

Geplante Neuerungen für den Aufsichtsrat

Neu eingeführt werden soll die Empfehlung, Aufsichtsratsmitglieder der Anteilseignerseite künftig für nicht mehr als drei

Jahre zu bestellen (B.1 DCGK-E). Dies hätte zur Folge, dass Aufsichtsratswahlen öfter durchgeführt werden müssen. Zudem soll ein Schwerpunkt auf die Unabhängigkeit von Anteilseignern im Aufsichtsrat gesetzt werden (B.7 DCGK-E), die anhand festgelegter Indikatoren geprüft werden soll. Ferner müssen künftig die Mitglieder des Aufsichtsrats die Dauer der Zugehörigkeit zum Gremium offenlegen (B. 4 DCGK-E). Zudem soll die Anzahl der Aufsichtsratsmandate begrenzt werden (B.5 u. B.6 DCGK-E). Im Gegenzug soll Ziffer 5.4.1 Abs. 5 DCGK, wonach sich der Aufsichtsrat vergewissern muss, ob ein Aufsichtsratskandidat den zu erwartenden Zeitaufwand aufbringen kann, gestrichen werden. Darüber hinaus soll zur Verbesserung der Transparenz offengelegt werden, an wie vielen Sitzungen jedes einzelne Aufsichtsratsmitglied teilgenommen hat.

Geplante Neuerungen für den Vorstand

Auf Vorstandsebene sollen die Vergütungsregelungen vollständig neu festgelegt werden (Abschnitt D. DCGK-E). Dabei soll der Grundsatz „Pay for Performance“ gelten. Hierfür soll der Anteil variabler Vergütungen (s. hierzu auch § 87a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 AktG-E nach ARUG II) erhöht werden. In begründeten Fällen sollen Vergütungen

sogar zurückgefordert werden können (Clawback). Über das Vergütungssystem soll die Hauptversammlung mit empfehlendem Charakter beschließen. Damit will der Kodexgeber die Transparenz und Verständlichkeit der Vorstandsvergütung erhöhen. Hiervon ist die Festlegung der konkreten individuellen Vergütung zu unterscheiden, die unberührt bleiben soll. Als weitere Neuerung soll die Erstbestellung von Vorstandsmitgliedern nun längstens für drei Jahre erfolgen (C.2 DCGK-E). Schließlich sollen Vorstandsmitglieder nicht Vorsitzende von Aufsichtsgremien in konzernfremden Unternehmungen sein (D.17 DCGK-E).

Wesentliche Streichungen von Empfehlungen und Anregungen

Neben Neuerungen sieht die Reform des DCGK eine Reihe von Streichungen bestehender Empfehlungen mit unmittelbarem Bezug zur Hauptversammlung vor:

So soll Ziffer 2.2.4 [4] DCGK, wonach eine ordentliche Hauptversammlung spätestens nach vier bis sechs Stunden beendet sein soll, ersatzlos gestrichen werden. Die Regierungskommission begründet dies damit, dass sich diese Anregung als nicht taugliches Instrument erwiesen hätte, eine zügige Abwicklung der Hauptversammlung zu erreichen. Auch wenn u.a. Redezeitbeschränkungen gerne mit dieser DCGK-Empfehlung begründet wurden, hätte die Streichung keine Auswirkung auf die Kompetenzen des Versammlungsleiters.

Im Wege der Verschlinkung des DCGK soll auch die Empfehlung, den Aktionären die persönliche Wahrnehmung an der Hauptversammlung zu erleichtern (Ziff. 2.3.2 Satz 1 DCGK), gestrichen werden. Nach Auffassung der Regierungskommission sind Erleichterungen für Aktionäre zur Wahrnehmung ihrer Rechte eine sehr weit verbreitete Praxis und müssen daher nicht gesondert geregelt werden. Gleiches gilt für die elektronische Teilübertragung der Hauptversammlung. Zu den mit einer Vollübertragung verbundenen Rechtsfragen



Foto: © CrazyCloud – stock.adobe.com

könne eine Anregung mittels des DCGK nichts beitragen. Folglich könne auch auf die Anregung in Ziff. 2.3.3 DCGK verzichtet werden.

Ziff. 3.7 [3] DCGK, wonach der Vorstand im Falle eines Übernahmeangebots eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen soll, begegnete rechtspraktischer und rechtspolitischer Kritik und soll daher ebenfalls gestrichen werden.

Des Weiteren soll es durch die Streichung von Ziff. 5.4.3 [3] DCGK nicht mehr notwendig sein, den Aktionären Kandidatenvorschläge für den Aufsichtsratsvorsitz bekannt zu geben, da es sich bei der Wahl eines Vorsitzenden um eine Entscheidung des neu konstituierten Aufsichtsrats handle. Dieser könnte durch Bekanntgabe eines Kandidatenvorschlags durch den alten Aufsichtsrat präjudiziert werden, was vermieden werden soll.

Schließlich soll die Empfehlung in Ziff. 5.4.4 [2] DCGK, die bei einem Wechsel eines Vorstandsmitglieds in den Aufsichtsrat als Vorsitzender eine der Hauptversammlung zu begründende Ausnahme vorsieht, entfallen. Nach der aktuellen Gesetzeslage (§ 100 Abs. 2 Satz 1 Nr. 4 AktG) setzt bereits der Wechsel eines Vorstandsmitglieds in den Aufsichtsrat innerhalb der Cooling-off-Periode von zwei Jahren, mithin ohne zwingend Vorsitzender des Aufsichtsrats zu werden, einen Vorschlag von Aktionären voraus, die mehr als 25% der Stimmrechte halten. Diese hohe gesetzliche Hürde wird daher als ausreichend erachtet.

Weitere grundlegende Änderungen

Statt der Wiedergabe von Gesetzestexten, die nicht die Qualität von Grundsätzen haben, sollen dem DCGK Grundsätze („Principles“) vorangestellt werden. Die Grundsätze sind aus wesentlichen rechtlichen Vorgaben und elementaren Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung abgeleitet. Dabei soll der DCGK neben dem bereits bekannten Grundsatz „comply or explain“ mit dem Grundsatz „apply and explain“ ergänzt werden. Aufsichtsrat und Vorstand müssten dann zusätzlich erklären, wie sie die Grundsätze anwenden und umsetzen. Der DCGK soll zudem eine Neugliederung nach den Funktionen von Vorstand und Aufsichtsrat (statt nach dem System der Gesetzestexte) erfahren.

Fazit

Ob die Ziele der Reform umgesetzt werden, bleibt abzuwarten. Eine klare Gliederung lässt zumindest eine bessere Lesbarkeit erhoffen. Die Abkehr vom starren und gesetzesähnlichen Gewand sowie die geplante Einführung von Grundsätzen sind begrüßenswert und lassen eine leichtere Umsetzung des DCGK erwarten. Die Auswirkungen auf die Hauptversammlung sind lediglich punktueller Natur. Einen Mehraufwand wird sicherlich der Grundsatz „apply and explain“ in Bezug auf die neuen Grundsätze des DCGK nach sich ziehen.

HV-SPLITTER

SCY: Sacheinbringung der Fast Finance24 Holding

Die SCY Beteiligungen AG steht mit dem Rücken zur Wand. Nach der Komplettabschreibung der China-Tochter BPIC und dem Scheitern eines Großteils der übrigen Beteiligungen ist das Vermögen weitgehend aufgebraucht. Um der Gesellschaft dennoch eine Zukunft zu geben, beschloss die außerordentliche HV am 16.11. die Sacheinbringung der Fast-Finance24-Gruppe, die Konsumenten- und Mikrokredite an Personen mit wirtschaftlichen Engpässen vergibt. Noch ist dieses Unternehmen sehr klein. Der Wirtschaftsprüfer Mazars unterstellt in seinem Bewertungsgutachten aber ganz erhebliches Wachstum.

Im Jahr 2022 soll der Umsatz mehr als 200 Mio. EUR betragen und ein Ergebnis von über 20 Mio. EUR erwirtschaftet werden. In dem gewählten Kapitalisierungszins von 30% zeigt sich aber, dass Mazars zugleich sehr hohe Risiken sieht. Das Grundkapital der SCY wird sich mit der Sacheinbringung auf 46,9 Mio. EUR mehr als vervierfachen. Theoretisch bedeutet dies für die Altaktionäre also eine erhebliche Verwässerung. Kritik regte sich dennoch kaum auf der HV. Das Treffen war bereits nach 90 Minuten beendet. Nach-

fastfinance 24 Start So funktioniert's Anmelden

Fast Finance 24 - Damit Sie in unvorhersehbaren Situationen flexibel stets flexibel bleiben.

Beantragen Sie unkompliziert und schnell Ihren gewünschten Betrag mit individueller Laufzeit.

Ich benötige 200 €
Für die Dauer von 30 Tage

Jetzt Antrag stellen!

Sie können den Betrag später noch ändern.
Wir können einen Betrag bis zu 200 € + Zinsen* 48 € + Rückzahlungsbetrag gesamt 248 € anweisen.

Fairplay
Die finanzielle Lage unserer Kunden wird von uns sehr ernst genommen. Entschieden wird stets unter Berücksichtigung des Einzelfalls. Nutzen Sie unseren Service verantwortungsvoll, dann kann sich Ihr FF24-Rating bei künftigen Anträgen erhöhen. Das gibt Ihnen in der Zukunft mehr Flexibilität.

Schnell
Da bei FF24 alles online abgewickelt wird, erhalten Sie Ihren Mikrokredit, nach endgültiger Freigabe, noch am gleichen Tag.

Sicherheit
Alle Daten werden verschlüsselt übertragen. Unsere Kundenberater können die Gründe über eine getrennte Kreditentscheidungen aus datenschutzrechtlichen Gründen niemals einsehen.

Foto: @Fast-Finance24

dem aktuell kaum noch Vermögen vorhanden ist, können die Aktionäre letztlich auch nicht viel verlieren.

Wie kann der hohe Verlustvortrag von Webac genutzt werden?

Seit mehr als 20 Jahren schleppt die Webac Holding AG einen Verlustvortrag von mehr als 30 Mio. EUR aus früheren

Aktivitäten mit sich herum. Das ist ein enormer Wert: Beim aktuellen Aktienkurs von 5,10 EUR ergibt sich für das Unternehmen insgesamt nur eine Marktkapitalisierung von 4,3 Mio. EUR. Das Maschinenbaugeschäft, das seit vielen Jahren im Fokus steht, warf allerdings nicht ansatzweise genug ab, um dieses Asset nutzen zu können. Und für Investitionen in lukrative neue Bereiche fehlte das Geld.

Nachdem sich das Marktumfeld stark eingetrübt hat, wurden jetzt auch die Maschinenbauaktivitäten veräußert. Sämtliche Aktionäre werteten dies auf der HV am 13.11. in München als richtige Entscheidung. Befragt nach den Plänen für die Zukunft, informierte Alleinvertorstand Michael Jürgensen, dass neues Geschäft eingebracht werden solle, mit dem genug Geld verdient werde, um die Verlustvorträge nutzen zu können. Immerhin könnten nach der Satzung Beteiligungen aus allen Bereichen erworben werden. Konkrete Pläne

Foto: @ CrazyCloud - stock.adobe.com



AUSGEWÄHLTE HV-TERMINE*

In Zusammenarbeit mit



DEZEMBER 2018

- 10.12. Basic Resources
- 12.12. Linde, Elumeo, Pyrolyx, C. Bechstein Pianofortefabrik
- 13.12. Karwendelbahn, MK-Kliniken, VCI Venture Capital und Immobilien
- 14.12. KWS Saat, Excalibur Capital, DGI Deutsche Geothermische Immobilien
- 17.12. AGO Energie + Anlagen
- 18.12. Human Optics, Westgrund, AWW Immobilien
- 19.12. Q-Soft Verwaltungs AG
- 20.12. Quintos Konsortium, Eckert & Ziegler, iQ Power Licensing
- 21.12. Smart Grids, Medical Columbus, Risk Direct, Advides, Auden

JANUAR 2019

- 09.01. windeln.de
- 10.01. B+S Banksysteme
- 24.01. Mobotix
- 30.01. Sinner Schrader

FEBRUAR 2019

- 01.02. ThyssenKrupp, Verbio Vereinigte Bio Energie
- 05.02. Siemens

- 12.02. Tui
- 13.02. Stabilus, Ceconomy
- 14.02. Fortec Elektronik
- 15.02. Metro
- 19.02. Osram
- 20.02. Bertrand
- 21.02. Infineon Technologies, Deutsche Beteiligung
- 28.02. Aurubis

MÄRZ 2019

- 07.03. B.R.A.I.N. Biotechnology Research and Information Network
- 08.03. MVV Energie
- 11.03. Steinhoff International
- 13.03. All for One Steeb
- 14.03. Datagroup, LS Telcom, Beta Systems Software
- 19.03. Isra Vision, Carl Zeiss Meditec
- 21.03. Mevis Medical, Deutsche Konsum REIT
- 22.03. Eisen- und Hüttenwerke, DIC Asset
- 26.03. Dr. Höhle
- 28.03. Deutsche Telekom
- 29.03. KPS, Villeroy & Boch

*] Änderungen vorbehalten

konnte der Vorstand noch nicht präsentieren. Er appellierte an die Aktionäre, interessante Ideen gerne weiterzugeben.

MicData: Kapitalschnitt vier zu eins zur Bereinigung der Bilanz

Über viele Jahre war die Entwicklung der micData AG ein einziges Trauerspiel. Infolge von hohen Abschreibungen auf die Bilanzansätze der beiden wesentlichen Beteiligungen hat die Gesellschaft die Geschäftsjahre 2015 und 2016 mit hohen Verlusten abgeschlossen. Das Eigenkapital war in dieser Zeit komplett aufgezehrt und die Überschuldung konnte nur durch Rangrücktritt der Großaktionärin mic AG verhindert werden. Mit der Umwandlung von Verbindlichkeiten in Eigenkapital hat sich die wirtschaftliche Situation nun stabilisiert. Darüber hinaus beschloss die HV am 31.10. noch eine Kapitalherabset-

zung im Verhältnis vier zu eins, um die bilanziellen Verhältnisse wieder zurechtzurücken.

Zuvor zeigte Alleinvorstand Christian Damjakob auf, dass sich die beiden wesentlichen Tochtergesellschaften Diso AG und dimensio informatics AG endlich auf dem richtigen Weg befänden. Beide haben die ersten neun Monate 2018 mit einem positiven Ergebnis abgeschlossen. Abschreibungen auf den Bilanzansatz von insgesamt nur noch 1,2 Mio. EUR seien demnach nicht mehr zu befürchten. In den Vorjahren hatten viele Aktionäre schon jede Hoffnung verloren. Nun zeigten sich einige vorsichtig optimistisch, dass sich bei einer Börsenbewertung von nur noch knapp 2 Mio. EUR für das gesamte Unternehmen wieder gewisse Chancen eröffnen könnten.

Matthias Wahler

IMPRESSUM HV MAGAZIN 4 / 2018

Verlag GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel.: 089 / 2000 339-0, Fax: -39
info@hv-magazin.de, www.hv-magazin.de
Redaktion Oliver Bönig

Mitarbeit an dieser Ausgabe Dr. Sebastian Beyer, Steffen Carl, Michael Fuchs, Torsten Fues, Angelika Horstmeier, Markus Joachimsthaler, Svenja Liebig, Thomas Müncher, Bernhard Orlik, Dr. Sebastian Pacher, Dr. Alexander Thomas, Matthias Wahler, Ingo Wolfarth, Dr. Thomas Zwissler

Interviewpartner Dr. Anne Katrin Burkert, Henning Gebhardt, Dominik Glier, Christiane Hölz, Patrick Kofler, Thomas von Oehsen, Dr. Götz Schlegel, Michael Siegle, Anke Zschorn
Lektorat Magdalena Aderhold, Visavis Media, Benjamin Eder

Redaktionsanschrift s. Verlag
E-Mail redaktion@hv-magazin.de

Gesamtgestaltung Andreas Pottthoff
Gestaltungskonzept Whitepark GmbH & Co., Hamburg

Bilder stock.adobe.com
jeweiliger Bildnachweis

Titelbild @ojogabonitoo – stock.adobe.com

Anzeigen An den Verlag. Gültig ist Preisliste Nr. 4 vom 1.11.2009

Objektleitung Anna Bertele
Tel.: 089 / 2000 339-18, Fax: 089 / 2000 339-39
bertele@goingpublic.de

Leiter Kapitalmarktmedien Peter List,
Tel.: 069-71033719, E-Mail: list@goingpublic.de

Erscheinungstermine 2019

28.2. [Sonderausgabe „Kapitalmarktrecht 2019 – Das Nachschlagewerk für Emittenten“], 16.3. [1/19], 8.6. [2/19], 31.8. [Sonderausgabe „Financial Locations 2019/2020“], 5.10. [3/19], 7.12. [4/19]
Preise Einzelpreis 14,00 EUR, Jahresabonnement 48,00 EUR. Kostenlose Bezugsmöglichkeit für Emittenten.

Druck www.viaprinto.de

Historie Das HV Magazin entstand im Jahr 2003 in Kooperation mit der Haubrok Corporate Events GmbH, seit 2017 Link Market Services GmbH, die bis Ende 2004 als Herausgeber der Zeitschrift fungierte. Im Jahr 2003 erschien die Erstausgabe, 2004 wurden drei Ausgaben publiziert. Seit dem Jahr 2005 erscheint das Fachmagazin viermal jährlich zzgl. zwei Sonderausgaben. Alte Ausgaben können bei Interesse noch im Original oder als pdf-Version über den Verlag bezogen werden.

Haftung und Hinweise Artikeln, Meldungen und Hinweisen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck © 2018 GoingPublic Media AG, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der GoingPublic Media AG ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf fotomechanischem Wege (Fotokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen.

Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ISSN 2190-2380, ZKZ 64983

Vorstandsvergütung

Hebel für eine nachhaltige Unternehmensführung



DR. SEBASTIAN PACHER

Principal Board Services,
Kienbaum Consultants International GmbH
sebastian.pacher@kienbaum.de

Unternehmen stehen heute vor massiven Herausforderungen. Diese führen dazu, dass die Bedeutung einer zukunftsorientierten und nachhaltigen Unternehmensführung weiter steigt. Vor diesem Hintergrund ergeben sich neue Anforderungen an die Gestaltung der Vorstandsvergütung. Unternehmen sollten diese Anforderungen als Chance begreifen. Denn Vergütungssysteme sind heute oft zu wenig auf nach vorne gerichtete Strategien und Initiativen ausgerichtet, als dass sie Wirkung entfalten könnten.

Unternehmen stehen unter einem massiven Veränderungsdruck. Zum einen wird immer deutlicher, dass sich bisher stabile Märkte und Geschäftsfelder rasant verändern. Somit entsteht die akute Notwendigkeit, neue Strategien zu entwickeln und entschlossen Investitionen in neue Geschäftsmodelle und Technologien voranzutreiben. Voraussetzung sind häufig grundlegende Kultur- und Strukturveränderungen, bei denen sich viele Firmen noch in den Anfängen befinden.

Zum anderen werden Unternehmen immer stärker dazu gedrängt, Antworten auf Fragen der Nachhaltigkeit zu finden. Bei börsennotierten Unternehmen nehmen institutionelle Investoren eine treibende Rolle ein. Bei ihnen setzen sich ökologische, soziale und Governance-Faktoren (Environmental, Social

and Governance; kurz: ESG) immer stärker als Indikatoren für langfristigen Unternehmenserfolg und Investitionsentscheidungen durch.

Beide Entwicklungen sind in der Konsequenz vergleichbar. Sie zwingen Unternehmen noch stärker dazu, langfristige und zukunftsorientierte Strategien zu entwickeln und in ihrer DNA zu verankern. Die künftigen Erträge sind nur schwer zu beziffern, was dazu führt, dass sich Unterschiede zwischen guter und schlechter Performance immer weniger an rückwärtsgerichteten Kennzahlen oder allein am Aktienkurs ablesen lassen.

Es ist daher absehbar, dass sich Steuerungs- und Anreizsysteme – auch die Vergütung von Vorständen und Top Executives – verändern

werden. So fordern viele Investoren bereits, dass nicht-finanzielle Ziele, die sich auf die ESG-Performance beziehen, bei der Bemessung der variablen Vergütung stärker berücksichtigt werden. Investoren und Gesetzgeber fordern zudem einen stärkeren Strategiebezug der Vergütung. Das wird durch das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrichtlinie (ARUG II) betont. Die Rolle der Aktionäre wird durch ARUG II weiter gestärkt. Denn in börsennotierten Gesellschaften wird in Zukunft die Hauptversammlung über die Billigung der vom Aufsichtsrat vorgelegten Vorstandsvergütungspolitik beschließen.

Insgesamt ist also davon auszugehen, dass der Druck auf Aufsichtsräte im Hinblick auf die Gestaltung der Vorstandsvergütung weiter zunehmen wird. So dürfte die Berücksichtigung von ESG-Faktoren weiter an Bedeutung gewinnen. Jedoch muss in der Argumentation ein klarerer Bezug der Vergütung zur Unternehmensstrategie gelingen. Wir plädieren dafür, diesen Druck weniger als Risiko denn als Chance zu begreifen. Denn tatsächlich honorieren heutige Vergütungssysteme oft noch zu stark Erfolge der Vergangenheit. Aufgrund überbordender Komplexität und fehlender Ambition ist ein Strategiebezug oft nur in Ansätzen zu erkennen. Nicht-finanzielle Ziele, falls existent, sind oft zu generisch und zu weit von den Kernaktivitäten der Unternehmen entfernt, als dass sie eine Wirkung entfalten könnten. Vor dem Hintergrund der eingangs beschriebenen, tiefgreifenden Veränderungen bleibt also zu wünschen, dass Aufsichtsräte die Vorstandsvergütung noch stärker als Hebel wahrnehmen, über den sie (wenige) wirklich bedeutende strategische Initiativen unterstützen und nachhaltige Veränderungen einleiten können. Dabei sollten auch ESG-Ziele so gestaltet werden, dass sie sich in eine zukunftsorientierte Strategie eingliedern.

CORPORATE WEALTH

ZAHLEN SIE MINUS-ZINSEN AUF GEPARKTE LIQUIDITÄT?

Unsere Spezialisten für Vermögensverwaltung managen Ihre Liquidität sicher, rentabel und hochverfügbar!



Tel. +49 69 50 50 45 050

E-Mail anfrage@youmex.de

www.youmex.de – Wealth Management

youmex Wealth Management AG
Taunusanlage 19 · 60325 Frankfurt am Main



