

Stellungnahme des BVI zum Referentenentwurf zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechte-richtlinie („Ref-E“)

Az.: III A 2-3505/16-33 654/2018

Für Fondsgesellschaften ist die Wahrnehmung von Aktionärsrechten zentraler Bestandteil des treuhänderischen Verständnisses. Die in der zweiten Aktionärsrechterichtlinie („SRD II“) enthaltenen Regelungen sind daher von wesentlicher Bedeutung für die Fondsbranche. Wir¹ begrüßen den Ansatz, die SRD II 1:1 umzusetzen, und halten den Gesetzesentwurf in weiten Teilen für gelungen.

Die SRD II verpflichtet Fondsgesellschaften zur Transparenz im Hinblick auf die Mitwirkungspolitik. Viele Fondsgesellschaften bieten bereits heute ihren Anlegern eine hohe Transparenz zum sogenannten Aktionärsengagement, etwa zur Ausübung von Stimmrechten. Diese Transparenz hängt allerdings maßgeblich davon ab, welche Informationen für die Fondsgesellschaften als Aktionäre verfügbar sind. Praktische Probleme ergeben sich insbesondere bei der grenzüberschreitenden und mehrstufigen Verwahrung von Aktien, bei der der Aktionär nicht nur in Einzelfällen Informationen verspätet oder gar nicht erhält. Für institutionelle Investoren ist eine Kommunikation entlang der Verwahrkette aktuell noch zwingend erforderlich, um die Stimmrechtsausübung operationell umsetzen zu können. Die Verbesserung der Kommunikation zwischen Emittent und Aktionär entlang der Verwahrkette ist für Fondsgesellschaften zur Erfüllung ihrer eigenen Pflichten daher notwendig. Hier sehen wir noch Verbesserungsbedarf im Ref-E. Die spezifischen Pflichten der Fondsgesellschaften unterliegen zudem keinen Übergangsvorschriften. Da etwa die generellen Kommunikationsanforderungen an Intermediäre und Emittenten erst Anfang und die technischen Vorgaben erst im September 2020 in Kraft treten, ist dies auch bei den Pflichten für die Fondsgesellschaften zu reflektieren.

Wir sehen zwischen der SRD II und der Umsetzung der Transparenz-Richtlinie in Deutschland noch einen wesentlichen Widerspruch. Die SRD II will die Mitwirkung der Aktionäre stärken; dies gilt auch für die kollektive Mitwirkung. Die Transparenz-Richtlinie ist in Deutschland jedoch im Vergleich mit den europäischen Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen deutlich restriktiver umgesetzt, mit der Folge, dass kollektive Mitwirkung von Aktionären bei inländischen Emittenten jedenfalls für die als Treuhänder tätigen Fondsgesellschaften faktisch nicht möglich ist. Der deutsche Gesetzgeber sollte diesen Widerspruch auflösen und das europäische Verständnis sowie die entsprechenden Rechtsfolgen als Rechtsrahmen für kollektives Zusammenwirken ohne weiteres „gold plating“ zugrundlegen.

Letztlich halten wir die Vorschläge im Hinblick auf aktienrechtliche Kontrollmechanismen für nicht weitgehend genug:

- Die Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik sollte verbindlich sein, denn in der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass die bestehenden Kontrollmechanismen nicht ausreichend funktionieren.
- Die Regelungen zu den Geschäften mit nahestehenden Personen sind so umgesetzt, dass sie praktisch keine Wirkung entfalten werden. Wir sehen hier trotz bestehender anderer Schutzmechanismen im Aktienrecht durchaus den Bedarf für einen wirksamen Kontrollmechanismus und plädie-

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 107 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen.



ren dafür, dass der Bezugspunkt für wesentliche Geschäfte geändert und zwischen natürlichen und juristischen Personen differenziert wird.

Da die Umsetzung insbesondere der Vorschriften zur Erleichterung der Kommunikation zwischen Emittent und Aktionär in der Praxis sehr technisch sein wird, regen wir an, vor Veröffentlichung des Regierungsentwurfes noch einen vertieften Dialog mit Emittenten-, Intermediärs- und KVG-Vertretern zu führen.

II. Änderungsvorschläge im Einzelnen

1. Kommunikation zwischen Emittent und Aktionär

Eine funktionierende Kommunikation zwischen Emittent und Aktionär ist grundlegende Voraussetzung für die umfassende Mitwirkung von Aktionären. Wir begrüßen daher die Zielrichtung der Aktionärsrechterichtlinie, die Kommunikation zu verbessern, und in weiten Teilen auch den Vorschlag für die Umsetzung. An einigen Stellen scheint der Vorschlag noch nicht an die Durchführungsverordnung 2018/1212 („DVO“) angepasst zu sein. Dies gilt etwa für die Angaben zur Identität des Aktionärs nach § 67 d AktG-E, die nicht mit den Angaben nach Tabelle 2 Teil C des Anhangs der DVO übereinstimmen.

Da die Informationslage für Kapitalverwaltungsgesellschaften („KVGs“) als Aktionäre Grundlage für die Erfüllung ihrer eigenen Pflichten ist, sehen wir folgende Punkte kritisch:

- Übermittlung von Informationen (§ 67a Abs. 2 AktG-E): Zur Erleichterung für Emittenten soll es genügen, wenn die Informationen an den Bundesanzeiger weitergeleitet werden. Diese Vorgabe mag für rein inländische Sachverhalte genügen, jedoch bestehen insbesondere im grenzüberschreitenden Bereich Probleme bei der zeitgerechten Information von Aktionären. Die Möglichkeit, über das Europäische Justizportal auf die nationalen Unternehmensregister zuzugreifen, hat in der Praxis noch nicht die erforderliche Bedeutung erlangt. Denn die Informationen sind wenig strukturiert, teilweise nicht aktuell und vereinzelt sogar kostenpflichtig. Die vorgesehene Erleichterung für Emittenten könnte daher weiterhin eine Hürde für die Weiterleitung der Informationen darstellen und damit KVGs erschweren, ihre Pflichten nach § 134b zu erfüllen.
- Begriff des Intermediärs (§ 67a Abs. 4 AktG-E): Der Ref-E definiert den Begriff entsprechend der SRD II als Personen, die Verwahrung oder Verwaltung von Wertpapierkonten im Zusammenhang mit Aktien anbieten. Da es um die Verbesserung der Kommunikation zwischen Emittent und Aktionär auch über Verwahrketten geht, sollten nur Intermediäre erfasst werden, die Aktien in Wertpapierkonten verwahren. Der Begriff „im Zusammenhang mit Aktien“ ist daher zu weit gefasst und sollte angepasst werden.

Änderungsvorschlag zu § 67a Abs. 4 AktG-E

(4) Intermediär ist eine Person, die Dienstleistungen der Verwahrung oder der Verwaltung von Wertpapieren oder der Führung von Depotkonten für Aktionäre oder andere Personen erbringt, wenn die Dienstleistungen **im Zusammenhang mit in Bezug auf** Aktien von Gesellschaften **stehenerbracht werden**, die ihren Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum haben und deren

Aktien zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Absatz 11 des Wertpapierhandelsgesetzes zugelassen sind.

Diese Unklarheit wird noch durch die Angabe zum Erfüllungsaufwand verstärkt, wo neben den Banken auch KVGs generell als Intermediäre bezeichnet werden (vgl. S. 36 f. des Ref-E). KVGs dürfen jedoch nur Fondsanteile als Nebendienstleistung verwahren (vgl. § 20 Abs. 2 Nr. 3 und Abs. 3 Nr. 4 KAGB), wenn sie eine entsprechende Lizenz haben. Inländische Fondsanteile sind zudem nur in seltenen Fällen als Aktien ausgestaltet. Diese inländischen Aktien sind nur in ausnahmsweise mit Stimmrechten ausgestattet (vgl. § 109 Abs. 3 KAGB) und wiederum nur teilweise börsennotiert. Im Übrigen funktioniert in den Fällen der Verwahrung von als Aktien ausgegebenen Fondsanteilen die Kommunikation zwischen Fondsgesellschaft und Anleger der Investment-AG reibungslos. Der Verweis auf 80 KVGs als Intermediäre im Erfüllungsaufwand entspricht daher nicht der äußerst beschränkten praktischen Relevanz für diesen Bereich.

Für die Weiterleitungspflicht betreffend im europäischen Ausland emittierte Aktien sollen nach unserem Verständnis § 67b Abs. 2 sowie § 67d Abs. 5 AktG-E Sorge tragen. Eine entsprechende Regelung müsste allerdings auch für die Übermittlung von Informationen durch Intermediäre an die Gesellschaft nach § 67c vorgesehen werden, um sämtliche Kommunikation abzudecken. Nach unserem Verständnis sind für diese Regelungen börsennotierte Gesellschaften nur solche, die in der jeweiligen Rechtsordnung auch unter die Aktionärsrechterichtlinie fallen. Ausländische Fondsgesellschaften in Form einer börsennotierten Aktiengesellschaft (bspw. ein ETF in der Rechtsform einer SICAV) wären nur dann börsennotierte Gesellschaften im Sinne etwa des § 67b Abs. 2 AktG-E, wenn die Rechtsordnung nicht von der Möglichkeit Gebrauch gemacht hat, Fonds entsprechend Art. 1 (3) der Aktionärsrechterichtlinie auszunehmen. Eine entsprechende Klarstellung in der Gesetzesbegründung wäre sehr wünschenswert.

- Bestätigung der Ausübung der Stimmrechte (§§ 118 Abs. 1, 129 Abs. 5 AktG-E): Im Rahmen der Offenlegung zur Umsetzung der Mitwirkungspolitik müssen KVGs künftig auch ihr Abstimmungsverhalten veröffentlichen (vgl. § 134b Abs. 3 AktG-E). Dies können sie in einer für den Anleger vernünftigen Art und Weise nur, wenn sie eine Bestätigung erhalten, wie ihre Stimmrechte gezählt wurden. Aktuell bestehen hier – insbesondere bei der Ausübung durch Dritte entsprechend den Weisungen der KVGs – in der Praxis Hürden aufgrund der von den depotführenden Stellen geführten Omnibuskonten (bei Namensaktien über die Eintragung eines *Nominee* im Aktienregister) und der Einbindung von Datendienstleistern, die keine Intermediäre im Sinne der SRD II sind. Diese Probleme werden durch den Gesetzgebungsvorschlag noch nicht gelöst. Der Vorschlag sieht keine automatische Bestätigung der Stimmrechtsausübung gegenüber dem Aktionär über die Verwahrkette vor. Das Gesetz sieht zudem die verdeckte Stimmrechtsausübung in § 135 Abs. 5 S. 2 AktG als Regelfall vor. Eine Bestätigung gegenüber der depotführenden Stelle wird in der Praxis nicht auf den tatsächlichen Aktionär abstellen können, sondern lediglich auf den bei der Gesellschaft geführten Aktionär oder den Intermediär, der die Aktien in einem Omnibus-Konto verwahrt. Die Zuordnung der Stimmrechtsausübung zu den einzelnen Aktionären erfolgt aktuell nicht und wird auch bei einer Bestätigung nur gegenüber dem abgebenden Intermediär künftig nicht erfolgen, es sei denn, der Intermediär stimmt im Namen des Aktionärs ab. Eine Bestätigung der Ausübung der Stimmrechte durch KVGs ist jedoch für diese Voraussetzung, um ihre Pflichten erfüllen und ihren Anlegern entsprechende Auskunft geben zu können. Diese Bestätigung muss auch über die Verwahrkette erfolgen können. Denn in der Praxis können KVGs die grenzüberschreitende Ausübung von Stimmrechten operationell nur umsetzen, wenn sie hierfür die Verwahrkette nutzen können – teilweise stimmen KVGs über 10.000 Titel ab. Dies gilt gleichermaßen für die Bestätigung der Stimmrechtsausübung. Die Bestätigung muss der Gesellschaft zudem nicht nur auf Verlangen, sondern

immer unverzüglich ausgestellt werden. Sie muss in der Kette weiter geleitet werden und es muss im Gesetz geregelt sein, dass Aktionäre von den Intermediären die Ausübung der Stimmrechte in ihrem Namen verlangen können. Diese Schritte sind erforderlich, um KVGs zu ermöglichen, ihren Pflichten nachzukommen.

Änderungsvorschlag zu § 129 Abs. 5 AktG-E

(5) ~~Jeder Aktionär kann von der~~ Die Gesellschaft erteilt innerhalb eines Monats nach dem Tag der Hauptversammlung jedem Abgebenden unverzüglich eine Bestätigung darüber ~~verlangen~~, ob und wie ~~seine die~~ Stimme gezählt wurde. ~~Die Gesellschaft erteilt die angeforderte Bestätigung unverzüglich.~~

Änderungsvorschlag zu § 67a Abs. 3 AktG-E

(3) Ein Intermediär in der Kette hat Informationen nach Absatz 1 und § 129 Absatz 5, die er von einem anderen Intermediär oder der Gesellschaft erhält, unverzüglich dem nächsten Intermediär weiterzuleiten, es sei denn, dem Intermediär in der Kette ist bekannt, dass der nächste Intermediär in der Kette sie seinerseits von der Gesellschaft erhält. Dies gilt auch für Informationen einer börsennotierten Gesellschaft mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union.

Änderungsvorschlag zu § 67b Abs. 1 AktG-E

(1) Wer als Intermediär für einen Aktionär Aktien einer Gesellschaft verwahrt, hat dem Aktionär nach § 67a Absatz 1 und § 129 Absatz 5 erhaltene Informationen unverzüglich elektronisch zu übermitteln. Für die Informationen nach § 67a Absatz 1 genügt d~~Die~~ Mitteilung der Internetseite entsprechend § 67a Absatz 1 Satz 2 ~~genügt~~.

Änderungsvorschlag zu § 135 Abs. 5 AktG

(5) Wenn die Vollmacht dies gestattet, darf ~~das Kreditinstitut~~ der Intermediär Personen, die nicht seine Angestellten sind, unterbevollmächtigen. Wenn es die Vollmacht nicht anders bestimmt, übt ~~das Kreditinstitut~~ der Intermediär das Stimmrecht im Namen dessen aus, den es angeht. Der Aktionär kann den Intermediär anweisen, das Stimmrecht unter seiner Benennung auszuüben. Ist die Briefwahl bei der Gesellschaft zugelassen, so darf ~~das~~ der bevollmächtigte ~~Kreditinstitut~~ Intermediär sich ihrer bedienen. Zum Nachweis seiner Stimmberechtigung gegenüber der Gesellschaft genügt bei börsennotierten Gesellschaften die Vorlegung eines Berechtigungsnachweises gemäß § 123 Abs. 3; im Übrigen sind die in der Satzung für die Ausübung des Stimmrechts vorgesehenen Erfordernisse zu erfüllen.

- Kosten für die Bestätigung der Abgabe der Stimmrechte (§ 67f Abs. 1 AktG-E): Die Regelung für die Kostenerstattung sieht nicht vor, dass die Emittenten die Kosten für die Bestätigung und deren Weiterleitung tragen, soweit diese auf dem jeweiligen Stand der Technik beruhen. Dies sollte in der Kostenregelung noch ergänzt werden, anderenfalls besteht das Risiko, dass hier von den Intermediären hohe Kosten erhoben werden, die den Nutzen einer entsprechenden Bestätigung aus Sicht der KVGs und ihrer Anleger im Verhältnis zu den Kosten in Frage stellen würden.

Änderungsvorschlag zu § 129 Abs. 5 AktG-E

(5) Die Gesellschaft trägt die Kosten für die nach ~~den §§ 67 Absatz 4 Satz 1, und den §§ 67a bis 67e~~ **und den §§ 118 Absatz 1 Satz 3, 129 Absatz 5** notwendigen Aufwendungen der Intermediäre, soweit diese auf Methoden beruhen, die dem jeweiligen Stand der Technik entsprechen. Die Intermediäre legen die Entgelte für die Aufwendungen für jede Dienstleistung, die nach den §§ 67a bis 67e erbracht wird, offen. Die Offenlegung erfolgt getrennt gegenüber der Gesellschaft und denjenigen Aktionären, für die sie die Dienstleistung erbringen. Unterschiede zwischen den Entgelten für die Ausübung von Rechten im Inland und in grenzüberschreitenden Fällen sind nur zulässig, wenn sie gerechtfertigt sind und den Unterschieden bei den tatsächlichen Kosten, die für die Erbringung der Dienstleistungen entstanden sind, entsprechen.

2. Vergütungspolitik, -berichte und Geschäfte mit nahestehenden Personen

- Vergütungspolitik und Abstimmung (§ 87a und § 120a AktG-E): Wir begrüßen die Regeln für die Angaben zu der Vergütungspolitik. Diese stellen sicher, dass in der Beschreibung der Vergütung auch alle wesentlichen Aspekte abgedeckt sind.

Die Abstimmung über die Vergütungspolitik sollte jedoch verbindlichen Charakter haben. Die Gründe dafür, die Abstimmung als lediglich empfehlend vorzusehen, wiegen nicht schwerer als die Gründe für eine verbindliche Abstimmung. Da die SRD II die Verbindlichkeit als Standard vorsieht und die Abweichung hiervon als Ausnahme, müssten für eine Abweichung wichtige Gründe sprechen. In anderen europäischen Rechtsordnungen wird die Zustimmung der Hauptversammlung zur Vergütungspolitik als Teil einer angemessenen Corporate Governance Struktur angesehen. Die bestehende Verteilung der Kompetenzen zwischen Aufsichtsrat und Hauptversammlung ist kein hinreichendes Argument gegen eine Übertragung dieser Kompetenz auf die Hauptversammlung. Aus der Aufgabe des Aufsichtsrats als Kontrollgremium lässt sich nicht zwingend eine Alleinverantwortung für die Vergütung des Vorstands herleiten. Der Aufsichtsrat bleibt auch bei einem verbindlichen Votum weiter dafür verantwortlich, eine nachhaltige Vergütungspolitik zu strukturieren, die konkrete Vergütung festzusetzen und auf deren Angemessenheit zu achten. Eine bindende Zustimmung der Hauptversammlung nimmt daher dem Aufsichtsrat keine Entscheidungskompetenz. In der Praxis hat sich zudem zu häufig gezeigt, dass der Aufsichtsrat für den Vorstand nicht immer eine angemessene Vergütung festlegt. Insbesondere in Fällen schwächerer Governance besteht das Risiko einer engen Verbindung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, die sich dann auch in einer exzessiven Vorstandsvergütung niederschlägt. Das bindende Votum der Hauptversammlung wirkt daher als Korrektiv. Aus Sicht der Investoren ist nicht akzeptabel, dass der Vorstand entsprechend einer von der Hauptversammlung abgelehnten Vergütungspolitik vergütet werden kann. Für Investoren ist die fehlende Möglichkeit zur verbindlichen Mitsprache bei einem sehr zentralen Thema wie der Vorstandsvergütung nicht nachvollziehbar. Bei einem rein empfehlenden Votum würde sich die Zahlung auf Basis einer abgelehnten Vergütungspolitik zudem auf die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat in der nächsten Hauptversammlung auswirken.

Änderungsvorschlag zu § 87a AktG-E

(2) Der Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft hat die Vergütung der Vorstandsmitglieder in Übereinstimmung mit einer der Hauptversammlung nach § 120a Absatz 1 ~~zur Billigung vorgeleg-~~ **tengenehmigten** Vergütungspolitik festzusetzen. **Lehnt die Hauptversammlung die Vergü-**

tungspolitik ab, kann der Aufsichtsrat eine Vergütung im Einklang mit der bestehenden Praxis oder, soweit die Hauptversammlung zuvor eine Vergütungspolitik genehmigt hat, im Einklang mit dieser zahlen. Der Aufsichtsrat kann vorübergehend von der Vergütungspolitik abweichen, wenn dies im Interesse des langfristigen Wohlergehens der Gesellschaft notwendig ist, die Vergütungspolitik dies vorsieht und sie das Verfahren des Abweichens sowie die Bestandteile der Vergütungspolitik, von denen abgewichen werden kann, benennt.“

Änderungsvorschlag zu § 120a AktG-E

(1) Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft beschließt über die Billigung der vom Aufsichtsrat vorgelegten Vergütungspolitik für die Vorstandsmitglieder bei jeder wesentlichen Änderung der Vergütungspolitik, mindestens jedoch alle vier Jahre. Der Beschluss **begründet weder Rechte noch Pflichten. Er ist nicht** nach § 243 anfechtbar.

- Beschluss über die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder (§ 113 Abs. 3 AktG-E): Der Aufsichtsratsbeschluss sollte auch anfechtbar sein, wenn die erforderlichen Angaben nach § 87a Abs. 1 S. 2 AktG-E nicht oder nicht vollständig gemacht werden. Denn die Anfechtbarkeit stellt einen sorgfältigen Umgang mit den Vorgaben sicher. Die Einschränkung der Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses ist daher zu streichen.

Änderungsvorschlag zu § 113 Abs. 3 AktG-E

(3) Bei börsennotierten Gesellschaften ist mindestens alle vier Jahre über die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder Beschluss zu fassen. Ein bestätigender Beschluss ist zulässig; im Übrigen gilt Absatz 1 Satz 2. Es sind jeweils mindestens die nach § 87a Absatz 1 Satz 2 erforderlichen Angaben in allgemein verständlicher Form zu machen. **Der Beschluss ist wegen Verstoßes gegen Satz 3 nicht anfechtbar.** § 120a Absatz 2 und 3 ist sinngemäß anzuwenden.

- Geschäfte mit nahestehenden Personen (§111a ff. AktG-E): Das bestehende nationale Recht kennt einige Regelungen, die ein den Vorgaben der SRD II für Geschäfte mit nahestehenden Personen vergleichbares Regelungsziel haben. Wir können daher verstehen, dass der Schwellenwert für wesentliche Geschäfte so festgesetzt werden soll, dass nicht alle umfangreicheren Geschäfte umgehend erfasst sind. Der vorgeschlagene Wert von 2,5 Prozent des Anlage- und Umlaufvermögens führt jedoch dazu, dass die Regeln in der Praxis nicht zur Anwendung kommen werden. Denn die Zuständigkeit für die Zustimmung zu solchen Geschäften soll – auch aus praktischen Gründen – beim Aufsichtsrat liegen. Da diese aber mit nur geringem Aufwand eingeholt werden kann, sollte der vorgesehene Mechanismus schon bei einem geringeren Schwellenwert greifen. So kann sichergestellt werden, dass ein Minimum an Kontrolle auch in den Fällen vorliegt, in denen die Sonderregelungen des Aktienrechts nicht greifen. Die Anwendung der Schwelle etwa auf Werte im DAX zeigt, dass die Geschäfte in vielen Fällen einen sehr hohen Wert erreichen müssten (in einigen Fällen über 20 Milliarden). Es fehlt zudem an einer Differenzierung zwischen Geschäften mit natürlichen Personen und mit Unternehmen. Wir schlagen daher folgende Regelung vor:
 - o Geschäfte mit natürlichen nahestehenden Personen: Für Personen mit Schlüsselpositionen im Unternehmen oder deren Familienangehörige sollte die vom Unternehmen gezahlte Vergütung relevant sein. Bei Beratungsverträgen sollte als Anknüpfungspunkt die danach gezahlte Vergütung gelten.
 - o Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen: Für Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen sollten Zahlungen aus Gewinnabführungsverträgen, Geschäftsbesorgungen oder sonstige Lie-

ferungen und Leistungen relevante Bezugsgrößen sein. Denn diese Kennziffern bilden deutlicher die konkrete Verbindung mit dem nahestehenden Unternehmen ab.

Änderungsvorschlag zu § 111b Abs. 1 AktG-E

(1) Ein Geschäft der börsennotierten Gesellschaft mit juristischen nahestehenden Personen oder Personengesellschaften, dessen wirtschaftlicher Wert allein oder zusammen mit den innerhalb der letzten zwölf Monate vor Abschluss des Geschäfts mit derselben Person getätigten Geschäften 2,5 Prozent der Zahlungen aus Gewinnabführung, Geschäftsbesorgung oder sonstigen Lieferungen und Leistungen ~~Summe aus dem Anlagevermögen und Umlaufvermögen der Gesellschaft gemäß § 266 Absatz 2 Buchstabe A und B des Handelsgesetzbuchs nach Maßgabe des zuletzt festgestellten Jahresabschlusses~~ übersteigt, bedarf der vorherigen Zustimmung des Aufsichtsrats. Dasselbe gilt für ein Geschäft mit natürlichen nahestehenden Personen, dessen wirtschaftlicher Wert allein oder zusammen mit den innerhalb der letzten zwölf Monate vor Abschluss des Geschäfts mit derselben Person getätigten Geschäften 2,5 Prozent der erhaltenen Vergütung übersteigt.

3. Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern §§ 134a bis 134d AktG-E

- Anwendungsbereich (§ 134a AktG-E): Wir begrüßen, dass die Regelung als Anknüpfungspunkt für die Pflichten von Vermögensverwaltern deren Zulassung im Inland vorsieht (s.u. zu § 134c Abs. 4 AktG-E). Wir teilen jedoch nicht die Auffassung, dass die Pflichten auch Anwendung finden, soweit es sich um Aktien handelt, die im außereuropäischen Ausland notiert sind. Zwar sieht die Richtlinie für die Anwendung des Art. 1 (6) (a) und (b) keine spezifische Einschränkung auf in der EU notierte Aktien vor, allerdings gilt dennoch grundsätzlich der Anwendungsbereich nach Art. 1 (1) der Aktionärsrechterichtlinie. Auch die Erwägungsgründe der SRD II zeigen, dass die Pflichten nur für innerhalb der EU notierte Aktien gelten sollen. Denn Ziel der SRD II war es, der Rolle von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern als Aktionäre in Unternehmen innerhalb der EU gerecht zu werden (vgl. z.B. Erwägungsgrund 15 der SRD II). Auch in der Praxis kann ein weiterer Anwendungsbereich zu Problemen führen. Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter sind bspw. für die Pflichten zur Mitwirkungspolitik sehr stark darauf angewiesen, dass die Kommunikation zwischen Emittent und Aktionären funktioniert. Die SRD II kann dies bestenfalls innerhalb der EU verbessern, jedoch nicht außerhalb der EU. Der Anwendungsbereich sollte daher auf innerhalb der EU notierte Aktien beschränkt werden.

Änderungsvorschlag zu § 134a Abs. 2 AktG-E

(2) Für institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater sind die §§ 134b bis 135 nur anwendbar, soweit sie den folgenden Bestimmungen der Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (ABl. L 184 vom 14.7.2007, S. 17), die zuletzt durch die Richtlinie (EU) 2017/828 (ABl. L 132 vom 20.5.2017, S. 1) geändert worden ist, unterfallen und soweit sie in Gesellschaften investiert sind, die ihren Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum haben und deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Absatz 11 des Wertpapierhandelsgesetzes zugelassen sind.

- Mitwirkungspolitik, -bericht und Abstimmungsverhalten (§ 134b AktG-E): Wir begrüßen grundsätzlich die Umsetzung der Vorgaben zur Transparenz der Mitwirkung. Wir halten jedoch den Begriff „Einflussnahme“ in § 134b Abs. 1 Nr. 1 nicht für eine sachgerechte und der SRD II entsprechende Umsetzung. Letztlich geht es in der Regelung um die Transparenz über den Dialog zwischen Emittenten und Aktionären (vgl. auch Erwägungsgrund 16 der SRD II). Sie soll einen Anreiz für Aktionäre bilden, den Dialog mit dem Ziel einer langfristigeren Ausrichtung zu suchen. Der Begriff der Einflussnahme suggeriert jedoch ein über den Dialog hinausgehendes, starkes Einwirken auf das Unternehmen. Er wird im Aktienrecht zudem in anderen Zusammenhängen (bspw. Schadenersatzpflicht nach § 117 oder Schranken bei einem Beherrschungsvertrag nach § 311) genutzt. Die SRD II nutzt den Begriff der Einflussnahme ebenfalls nicht. Die Vorgaben in Artikel 3g sind vielmehr bereits umfassend in den anderen Nummern umgesetzt. Die Nummer 1 in Absatz 1 des neuen § 134b AktG-E sollte daher gestrichen werden. Im Übrigen sollte der Begriff der Portfoliogesellschaften definiert werden, um rechtliche Unklarheiten zu vermeiden.

Änderungsvorschlag zu § 134b Abs. 1 AktG-E

(1) Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter veröffentlichen eine Mitwirkungspolitik, in der folgende Punkte beschrieben werden:

- ~~1. die Einflussnahme auf die Portfoliogesellschaften,~~
 2. der Einsatz von Aktionärsrechten für ihre Anlagestrategie,
 3. die Überwachung wichtiger Angelegenheiten der **Gesellschaften, deren Aktien institutionelle Anleger in ihren und Vermögensverwalter in den von ihnen für Dritte verwalteten Portfolien oder Investmentvermögen halten** (Portfoliogesellschaften),
- (...)

Im Rahmen der Mitwirkungspolitik ist auch die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären offenzulegen (§ 134b Abs. 1 AktG-E). Die strikten Vorgaben und Rechtsfolgen bei der Zurechnung von Stimmrechten bei inländischen Emittenten verhindern jedoch in weitem Maße kollektives Aktionärsengagement. Die SRD II sieht die wirksame und nachhaltige Mitwirkung der Aktionäre als eine wichtige Komponente erfolgreicher Governance an (vgl. Erwägungsgrund 14). Über eine gemeinsame Mitwirkung mit anderen Aktionären kann die Governance von börsennotierten Unternehmen in einem höheren Maße verbessert werden, als dies einzelnen Anlegern möglich wäre. Dies ist auch nach der SRD II gewollt, denn über entsprechende Angaben in der Mitwirkungspolitik und im -bericht soll der Anreiz zur Zusammenarbeit mit anderen Anlegern geschaffen werden.

Für Anleger in Emittenten, deren Herkunftsstaat die Bundesrepublik Deutschland ist („Inländische Emittenten“), besteht jedoch ein Spannungsverhältnis zwischen potentiell abgestimmtem Verhalten (*acting in concert*) und kollektivem Aktionärsengagement. Hintergrund ist das innerhalb Europas uneinheitliche Verständnis von abgestimmtem Verhalten sowie die über die Mindestanforderungen hinausgehende Umsetzung der Transparenz-Richtlinie in Deutschland. Die Frage des abgestimmten Verhaltens umfasst – anders als nach den europäischen Vorgaben – nicht nur eine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten, sondern, hiervon unabhängig, jedes Zusammenwirken zur Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Portfoliounternehmens. Ab wann ein solches Zusammenwirken vorliegt, ist zudem mit einer gewissen Rechtsunsicherheit verbunden. Während im europäischen Ausland für die Frage, ob ein abgestimmtes Verhalten vorliegt, vielfach die von der ESMA veröffentlichte „White List“ maßgeblich ist, hat die BaFin verdeutlicht, dass sich die nationale Rechtslage durch diese „White List“ nicht ändert. Für die Meldungen bedeutender Stimmrechte stehen dieser Rechtsunsicherheit zudem deutlich über die europäischen Vorgaben



hinausgehende Rechtsfolgen gegenüber: Neben dem Verlust der Stimmrechte können fehlerhafte Meldungen auch zum Verlust von Bezugsrechten und Dividenden führen. Dies gilt sogar für fehlerhafte Meldungen beim Halten von Finanz- oder sonstigen Instrumenten, die dem Inhaber einen rechtlichen Zugriff auf Stimmrechte gewähren oder eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben.

Die national strengeren Vorgaben und Rechtsfolgen für die Meldepflichten bedeutender Stimmrechte im WpHG stehen damit im Widerspruch zur SRD II. Sie sollten in diesem Zusammenhang auf die europarechtlichen Mindestvorgaben zurückgeführt werden und in Einklang mit der „White List“ der ESMA gebracht werden.

- Berichtspflichten für Vermögensverwalter (§ 134c Abs. 4 AktG-E): Wir begrüßen die Umsetzung grundsätzlich sehr. Dies gilt insbesondere für die Flexibilität der Art der Berichterstattung bei Spezialfonds und Mandaten sowie die Wahlfreiheit bei einer Offenlegung. Denn institutionelle Anleger erhalten unterjährig regelmäßig umfassende Informationen, die auf ihre individuellen Bedürfnisse und Anfragen zugeschnitten sind. Insoweit entspricht die Aussage in der Gesetzesbegründung, dass sich Vermögensverwalter nur ungerne „in die Karten“ schauen ließen, nicht der Praxis in Deutschland.

Wir begrüßen auch, dass die Regelung als Anknüpfungspunkt für die Pflichten von Vermögensverwaltern deren Zulassung im Inland vorsieht. Denn der Anknüpfungspunkt entspricht den üblichen Vorgaben für Berichte von KVGs und Vermögensverwaltern gegenüber Anlegern. Ebenso ist es angemessen, dass für im Inland verwaltete Publikumsfonds der Jahresbericht entsprechende Angaben vorsieht – unabhängig vom Sitz der Verwaltungsgesellschaft. Es sollte jedoch sichergestellt sein, dass es bei anderen grenzüberschreitenden Sachverhalten aufgrund einer etwa abweichenden Umsetzung der SRD II in den Mitgliedstaaten nicht zu überschneidenden oder gar widersprüchlichen Berichtspflichten kommt. Diese Gefahr sehen wir insbesondere für den Fall, dass eine KVG einen Fonds in einem anderen Mitgliedstaat verwaltet. Knüpft in einem anderen Mitgliedstaat die Berichtspflicht an den Fonds an (etwa durch eine Ergänzung der Vorgaben für Jahresberichte), so könnte die Pflicht nach § 134c Abs. 4 AktG-E parallel zu dieser Anwendung finden. Es sollte in der Begründung klargestellt werden, dass bei diesen Sachverhalten die Berichtspflicht nach § 134c Abs. 4 AktG-E durch einen entsprechenden Bericht nach der anderen Rechtsordnung als erfüllt gilt.

Gleichermaßen sollte in der Begründung klargestellt werden, dass die Portfolioumschlagskosten den Transaktionskosten nach § 165 Abs. 3 Nr. 6 KAGB entsprechen. Unterschiedliche Begrifflichkeiten können zur Rechtsunsicherheit führen, die hier vermeidbar ist.

- Wir begrüßen die Vorgaben für Stimmrechtsberater nach der SRD II und deren Umsetzung im Aktiengesetz. BVI-Mitglieder nutzen Stimmrechtsberater jedoch ganz überwiegend für die technische Analyse der Hauptversammlungsunterlagen. Grundlage für solche Analysen ist die von der Fondsgesellschaft gemäß Art. 37 AIFM-VO auch in Verbindung mit § 3 Abs. 1 KAVerOV verpflichtend aufzustellende Stimmrechtspolitik. Daneben setzen Stimmrechtsberater auf Anweisung von KVGs Entscheidungen zur Ausübung von Stimmrechten noch technisch um. Mangels Einfluss von Stimmrechtsberatern auf Entscheidungen zur Ausübung der Stimmrechte der BVI-Mitglieder sind die Regelungen praktisch kaum von Bedeutung.

4. Übergangsvorschriften

- Die Übergangsvorschriften reflektieren noch nicht die Abhängigkeit der Regelungen für KVGs von den Regelungen für die Emittenten und Intermediäre. Insbesondere die Pflicht für KVGs und institutionelle Anleger, über die Umsetzung der Mitwirkungspolitik zu berichten, hängt maßgeblich von den Informationen ab, die den KVGs als Aktionäre zur Verfügung stehen. In der Praxis erhalten KVGs nur unzureichend Bestätigungen darüber, ob ihre Stimmrechte von Stimmrechtsvertretern entsprechend den erteilten Weisungen ausgeübt wurden. Ohne eine solche Bestätigung können KVGs ihr Abstimmungsverhalten nur unzureichend offenlegen und im Mitwirkungsbericht erläutern. Hinzu kommt, dass auch die technischen Vorgaben für die Kommunikation in der DVO erst ab 3. September 2020 in Kraft treten. Deren Anwendbarkeit ist jedoch Voraussetzung für die verbesserte Kommunikation. Die Regelung sollte daher erst ab Inkrafttreten der Durchführungsrechtsakte gelten – jedoch frühestens ab dem Zeitpunkt, ab dem die Regelungen zur Informationsweitergabe für Intermediäre und Emittenten gelten.

Sollten Emittenten sich für eine Änderung der Übergangsvorschrift einsetzen, bei der auf die Einberufung im Jahre 2020 abgestellt werden soll, bitten wir zu berücksichtigen, dass die Einberufung kein sinnvoller Zeitpunkt für eine Abgrenzung ist. Denn der Emittent kann die Einberufung und damit die Entscheidung steuern, ob die Norm Anwendung findet oder nicht. Soweit Regelungen für Hauptversammlungen in 2020 keine Anwendung finden sollen, muss dies auch für die Pflichten der KVGs gelten. Denn die Erfüllung dieser Pflichten hängt auch von den Pflichten der Emittenten und Intermediäre ab.

Änderungsvorschlag zu Artikel 2, § 26 AktGEG-E

(3) Die §§ 67, 67a bis 67f, 118, 121, 123, 125, 128, 129, **134b**, 135 Absatz 10, § 186 Absatz 2 Satz 1, § 214 Absatz 1 Satz 2, § 243 Absatz 3, § 405 Absatz 2a Nummer 13 des Aktiengesetzes in der ab dem ... [einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 16 Satz 1 dieses Gesetzes] geltenden Fassung finden erst ab dem 1. Januar ... [einsetzen: Jahreszahl des Jahres, das auf die Verkündung folgt] Anwendung, jedoch finden sie keine Anwendung auf und im Zusammenhang mit Hauptversammlungen, die im Jahr ... [einsetzen: Jahr der Verkündung] stattgefunden haben.“

- Um die Möglichkeit nutzen können, bei individuell verwalteten Portfolien oder bei Spezialfonds die Berichte gegenüber institutionellen Investoren in regelmäßige Berichte aufzunehmen, sollte auch hier eine Übergangsvorschrift eingefügt werden. Hierfür ist auf vollständige Geschäftsjahre abzustellen, damit die Inhalte systematisiert erfasst und in die Berichte aufgenommen werden können. Dies gilt gleichermaßen für institutionelle Anleger, da deren Berichte von den Berichten der KVGs abhängen.

Änderungsvorschlag zu Artikel 2, § 26 AktGEG-E (Einfügung eines neuen Absatz 4):

(4) § 134c in der ab dem ... [einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 16 Satz 1 dieses Gesetzes] geltenden Fassung finden erst auf die ab dem 1. Januar ... [einsetzen: Jahreszahl des Jahres, das auf die Verkündung folgt] beginnenden vollständigen Geschäftsjahre Anwendung.“

- Da für Publikumsfonds die Informationen gegenüber institutionellen Anlegern in die Jahresberichte aufzunehmen sind, sollte auch hier auf vollständige Geschäftsjahre abgestellt werden, damit die Inhalte systematisiert erfasst und in die Berichte aufgenommen werden können.

Änderungsvorschlag zu Artikel 13 (Einfügung neuer Regelung):

§ 360 Übergangsvorschriften zum Umsetzungsgesetz zur zweiten Aktionärsrechterichtlinie

§ 101 Absatz 2 in der Fassung des Umsetzungsgesetz zur zweiten Aktionärsrechterichtlinie vom [einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 16 Satz 1 dieses Gesetzes] geltenden Fassung findet erst auf die ab dem 1. Januar ... [einsetzen: Jahreszahl des Jahres, das auf die Verkündung folgt] beginnenden vollständigen Geschäftsjahre Anwendung.

5. Sonstige Änderungen – dauerhafter Datenträger

Wir begrüßen den Vorschlag, dass die Erstattungsregel für den dauerhaften Datenträger in § 167 Abs. 3 S. 4 KAGB-E abgeschafft werden soll. Diese bietet zwar eine gewisse Klarheit für die Marktteilnehmer hinsichtlich der Höhe der erstattungsfähigen Kosten, stellt jedoch noch stark auf Informationen in Papierform ab. Der aktuelle Stand der Technik ermöglicht, Anleger kostengünstiger zu informieren. Diese sollte sich auch auf die Erstattungsregelungen auswirken.
