

**Keywords:**[Zweite Aktionärsrechterichtlinie](#)[Say on pay](#)[Related Party](#)[Vergütungsbericht](#)[Corporate Governance](#)

## INTERVIEW

# Zur Umsetzung der Zweiten Aktionärsrechterichtlinie aus der Sicht des Aufsichtsrates

Interview mit Thorsten Grenz<sup>1</sup>

*Die Zweite Aktionärsrichtlinie vom 17.05.2017 ist bis zum 10.06.2019 in deutsches Recht umzusetzen. Sie zielt insgesamt auf eine Verbesserung der Mitwirkung der Aktionäre bei börsennotierten Gesellschaften sowie auf eine Erleichterung der grenzüberschreitenden Information und Ausübung von Aktionärsrechten. Zu diesem Zweck enthält sie eine Reihe von Regelungen zu Mitspracherechten der Aktionäre bei der Vergütung von Aufsichtsrat und Vorstand („say-on-pay“), zu Mitspracherechten der Aktionäre bei Geschäften mit der Gesellschaft nahestehenden Unternehmen und Personen („related-party-transactions“), zur besseren Identifikation und Information von Aktionären („know-your-shareholder“) sowie zur Verbesserung der Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern. Zur Umsetzung dieser Anforderungen hat das BMJV am 11.10.2018 den Referentenentwurf eines Umsetzungsgesetzes (ARUG II) vorgelegt.*

**Welche Änderungen gegenüber dem Status quo erwarten Sie von der neuen Regelung zur Abstimmung der Hauptversammlung (say on pay mit beratendem Charakter) über die Vergütungspolitik (das Vergütungssystem) für den Vorstand? Da auch bei einem unverbindlichen say on pay - im Falle der Ablehnung - der Hauptversammlung eine veränderte Vergütungspolitik vorzulegen ist: gehen Sie von einer stärkeren (Bindungs-)Wirkung des say on pay aus?**

**Grenz »** Ja, ich erwarte weitere positive Auswirkungen durch „say on pay“ auf die Transparenz und die Angemessenheit der Vorstandsvergütung. Die neue Regelung wird zu einer noch intensiveren Befassung des Aufsichtsrats mit dem Thema führen: Zur Festlegung der Höhe der Vergütung – für sich genommen schon durchaus anspruchsvoll – tritt die Herausforderung, eine die Strategie und Wertschöpfung fördernde Struktur zu schaffen – und diese auch noch allgemeinverständlich zu halten. Vor allem am Letzteren scheint es heute häufig zu mangeln: die Vergütungssysteme sind komplex und führen gelegentlich zu „empörenden“ Ergebnissen – namentlich in Krisensituationen: dann gehen einbrechende Gewinne und Dividendenkürzungen einher mit fast unberührt hohen Vorstandsvergütungen, da die von früheren Reformen geforderten Langfristkomponenten aus erfolgreichen Vorjahren noch nachwirken.

<sup>1</sup> Die Antworten geben die persönliche Meinung wieder.

Ich meine, eine wirklich gute Lösung ist einfach – und besteht aus stark aktienbasierten Vergütungen. Ich halte es auch für wünschenswert, Vorstände – und warum nicht auch höhere Führungskräfte? – zu verpflichten, eigenes Geld in Aktien des Unternehmens zu investieren.

Eine Bemerkung zum leider nur beratenden Charakter des Votums der Hauptversammlung. Hier wäre mehr Mut zur Konsequenz wünschenswert gewesen: eine weitere Stärkung der Aktionärsrechte durch die Verpflichtung auf einen verbindlichen Beschluss der Hauptversammlung. Beschlüsse, die wie vorgesehen nichts entscheiden und eher wie politische „Meinungsbefragungen“ oder „Sondierungen“ daherkommen, spiegeln den Aktionärswillen nicht angemessen wider. Eine Begründung, die für die gefundene Regelung zu hören ist – die Wahrung der Mitbestimmung –, überzeugt mich nicht: Der Vorschlag wird doch vom gesamten Aufsichtsrat entschieden und der Hauptversammlung vorgelegt; Zustimmung oder Ablehnung trifft so auch das Gremium als Ganzes.

„Beim ‚say-on-pay‘ ist mehr Mut zur Konsequenz gefordert: Wenn die Aktionäre abstimmen, dann sollten sie auch verbindlich entscheiden können – ‚Meinungsumfragen‘ gehören nicht in Hauptversammlungen.“

**Da wohl zu erwarten ist, dass - trotz § 113 AktG - auch noch ein (allgemeiner) Beschluss der Hauptversammlung über die Vergütung des Aufsichtsrats (Vergütungspolitik) im Vierjahresturnus eingeführt wird: Wie schätzen Sie diese Änderung ein und erwarten Sie hier einen großen Aufwand für die Gesellschaften?**

**Grenz »** Ich halte das für eine gute Neuregelung; organisatorisch ist sie völlig unproblematisch. Inhaltlich ist es sinnvoll, dass sich der Aufsichtsrat in regelmäßigen Abständen mit seiner Arbeit beschäftigt: mit Voraussetzungen und Wirkung, den Schwerpunkten seiner Arbeit, seiner Zusammensetzung und deren systematischer Weiterentwicklung und eben auch, ob die Struktur der Aufsichtsratsvergütung die Wirksamkeit des Gremiums (noch) bestmöglich fördert. Genau wie einer Effizienzprüfung der Arbeit des Gremiums bedarf es auch einer Überprüfung seiner Vergütung. Selbstverständlich können

Aufsichtsräte dieses auch schon heute tun – ohne gesetzliche Verpflichtung dazu. Nur lehrt die Erfahrung, dass es (leider) meist Vorgaben bedarf, um ein gewünschtes Verhalten tatsächlich auch überall durchzusetzen. Und: Diese Neuregelung fordert ja nicht zwingend Veränderungen – eine weiterhin passende Vergütungsregel mag der Aufsichtsrat der Hauptversammlung unverändert zur erneuten Beschlussfassung vorlegen. Zukünftig ist damit sichergestellt, dass sich das Gremium regelmäßig mit dem Thema befasst und so einen aktuellen, wohlbegründeten Beschlussvorschlag vorlegt.

**Gehen Sie davon aus, dass mit der jährlichen Abstimmung der Hauptversammlung über den Vergütungsbericht dessen Bedeutung (weiter) zunehmen wird? Dies vor allem mit Blick auf die Pflicht der Gesellschaften, im Folgejahr darüber zu berichten, inwieweit dem Votum der Hauptversammlung Rechnung getragen wurde.**

**Grenz »** Die Bedeutung des Vergütungsberichts wird sicherlich weiter zunehmen – ich erhoffe mir aber vor allem eine höhere Qualität der Diskussion über das Thema. Heute ist die Diskussion über die Vorstandsvergütung doch vielfach durch wenig hilfreiche Extreme geprägt: entweder wird kaum diskutiert – ein Zustand, der wohl auch auf die sehr komplexen Vergütungsmodelle mit vielfach über Jahre ex-ante schwer abschätzbaren Ergebnissen zurückzuführen ist – oder (seltener), es kommt zu heftigen Auseinandersetzungen bis hin zur Ablehnung des Vergütungsmodells durch die Hauptversammlung – das ist dann die „Quittung“ dafür, dass Aktionäre und Aufsichtsrat bei der Meinung, wie die Vorstandsvergütung aussehen soll, wesentlich auseinanderliegen. Darüber hinaus – in der allgemeinen Öffentlichkeit – finden Vorstandsvergütungen für gewöhnlich nur dann Aufmerksamkeit, wenn tatsächliche oder vermeintliche Fehlentwicklungen skandalisiert werden. All das ist dysfunktional: Diskussionen sind reaktiv und defensiv, meist entwickeln sie sich „ad hoc“, wenn Handlungsbedarf drängend geworden ist. Das wird mit der neuen Regelung überwunden:

Die Regelmäßigkeit des jährlichen Votums der Hauptversammlung und des Berichts der Gesellschaft dazu im Folgejahr institutionalisieren einen Regelkreis. Dieser gibt dem Aufsichtsrat frühzeitig Hinweise darauf, wo Aktionäre Weiterentwicklungsbedarf des Vergütungssystems sehen, und kann einen echten Dialog eröffnen. Das tut dem System der Vorstandsvergütung gut.

## Wie beurteilen Sie die Verpflichtung für Vermögensverwalter und institutionelle Anleger, über die Integration der Mitwirkung der Aktionäre in die Anlagestrategie („Mitwirkungspolitik“) und unter anderem über die Dialoge mit den Gesellschaften zu berichten?

**Grenz** » Vorab bemerkt: Ich halte einen intensiven Dialog aktiver Aktionäre mit Vorstand und Aufsichtsrat für überaus hilfreich; eine AG erhält durch dieses Engagement wichtige Impulse. Kritisch sehe ich allerdings die Ausgestaltung der neuen Regelungen, die sowohl Unternehmen als auch Investoren treffen: Die neuen Vorschriften lassen regulatorisch bedingte Bürokratiekosten weiter anschwellen. Unternehmen und Intermediäre sind gehalten, ein weiteres Konvolut von Informationen zu dokumentieren – der Blick in die neue EU-Durchführungsverordnung, auf die der deutsche Gesetzgeber pauschal verweist, lässt schauern! An dieser Stelle ergibt sich ein neues Betätigungsfeld für Berater. Besonders ärgerlich ist, dass der Aufwand nicht gut investiert ist, denn die EU-Kommission ist mit ihrer Richtlinie in einer undifferenzierten und realitätsfernen Sicht auf „Investoren“ und Kapitalmarkt-kommunikation gefangen: denn „den“ Investor gibt es nicht. Zu denken ist an die große und wachsende Bedeutung der „passiven Investoren“, die minutiös einen Index nachbilden – ihre Berichte zur „Mitwirkungspolitik“ lassen ultimative Kürze oder aber Redundanz erwarten. Für die Unternehmen ist die umfassende Inventarisierung von „Intermediär-Ketten“ von begrenztem Nutzen. Entscheidend für erfolgreiche Kapitalmarkt-kommunikation ist nicht die „Vollerhebung“ aller Anteilseigner, sondern offen zu sein und aufzunehmen, welche Themen Aktionäre wirklich umtreiben und – bei „Gleichbehandlung unter gleichen Voraussetzungen“ – darauf im Dialog wertschöpfende Antworten zu finden. Mein Fazit zu diesem Thema ist schließlich aber doch positiv: Alles, was den Investorendialog fördern kann, gilt es, zu erproben – auch wenn sich die Praxis anders einstellt als in Brüssel erdacht.

## Zu den verschärften Regelungen für Geschäfte börsennotierter Unternehmen mit nahestehenden Personen und Unternehmen (related-party transactions): Ist es aus Ihrer Sicht zu begrüßen, wenn bzw. dass die Zustimmung zu diesen Geschäften vom Aufsichtsrat erteilt werden soll? Welchen Schwellenwert für das Eingreifen dieser Zustimmungspflicht erachten Sie für sinnvoll?

**Grenz** » Ich halte die Regelung für gelungen: solche Geschäfte müssen transparent sein und der Aufsichtsrat

ist die richtige Stelle, das zu gewährleisten. Ich präferiere hier, ohne Schwellenwert zu arbeiten, also dem Aufsichtsrat sämtliche related-party-Transaktionen vorzulegen. Jeder Schwellenwert wäre willkürlich gesetzt und schürte neue Unsicherheit und Bürokratie, beispielsweise dann, wenn über die Zusammenfassung einzelner nicht-genehmigungspflichtiger Transaktionen zu einer größeren, dann genehmigungspflichtigen Transaktion nachgedacht werden muss. Eine geringe Anzahl von „kleinen“ related-party-Transaktionen ist keine Herausforderung, über deren Organisation man sich Gedanken machen muss. Eine größere Anzahl „kleiner“ Transaktionen dagegen sollte der Aufmerksamkeit des Aufsichtsrates wert sein; hier mag sogar ein Thema für die Abschlussprüfung, möglicherweise bis hin zu einem „Key-Audit-Matter“ entstehen.

Nicht unbeachtet bleiben sollte aber auch, was nicht genehmigt werden muss: Der Gesetzgeber hat dankenswerterweise klargestellt, dass Geschäfte innerhalb eines Konzerns nicht als related-party-Transaktionen anzusehen sind – das ist zwar nahliegend und vor allem sehr sinnvoll, aber nicht selbstverständlich, denn der Text der Richtlinie hätte auch eine andere Sichtweise ermöglicht.

» DOC-ID: W1008592



» Thorsten Grenz

Vorsitzender des Prüfungsausschusses der Drägerwerk AG & Co. KGaA und der Schalpbau Holding AG