

Prof. Dr. Jens Koch ist seit dem 1.4.2013 Direktor des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität in Bonn. Zuvor war er von 2006–2013 Professor an der Universität Konstanz. Seine Forschungsschwerpunkte bilden das Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht.



Die Neufassung der Aktionärsrechte-Richtlinie – alles halb so schlimm?

Wer die Diskussion um die Aktionärsrechte-Richtlinie in den vergangenen Jahren eher unbeteiligt von der Seitenlinie verfolgt hat, der mag zu dem Eindruck gelangen, dass das Ausmaß der Neuerungen überschaubar ist. Die im Schrifttum besonders kontrovers diskutierten Aufreger sind in der nunmehr vom Europäischen Parlament verabschiedeten Fassung aus dem Weg geräumt: Das verbindliche Decide On Pay ist ebenso einem Optionsrecht der Mitgliedstaaten gewichen wie die Entscheidung der Hauptversammlung über Related Party Transactions. Die verfrüht ausgesprochenen Entwarnungen dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, was für tiefgreifende Änderungen auch weiterhin auf das Aktienrecht zukommen.

Vom textlichen Umfang her stehen die größten Eingriffe im Bereich der Organvergütung an. Auch wenn die Anordnung eines verbindlichen Decide On Pay weiterhin zur Disposition der Mitgliedstaaten steht, wird zumindest das Say on Pay, das derzeit nur als Kann-Vorschrift ausgestaltet ist, zwingend vorgeschrieben. Fällt es ablehnend aus, muss der Aufsichtsrat auf der kommenden Hauptversammlung eine überarbeitete Fassung seines Vergütungsvorschlags vorlegen, so dass von einem rein empfehlenden Votum auch in dieser Ausgestaltung keine Rede mehr sein kann. Wesentlich gravierender – und mehr noch: ärgerlicher – sind die überbordenden Vorschriften zu Vergütungspolitik und Vergütungsbericht. Die wahlkampfgetriebene Dauerreform der Vorstandsvergütung hat zu einer solchen Hypertrophie an Vorgaben geführt, dass es selbst für Experten kaum noch nachzuvollziehen ist, wie ein Vorstand zu vergüten und wie darüber zu berichten ist. Mit der Aktionärsrechte-Richtlinie werden diese Auswüchse weiter auf die Spitze getrieben und überdies auch noch auf die Aufsichtsratsvergütung übertragen. Das erweist sich aber nicht nur in der Sache, sondern auch in der rechtstechnischen Umsetzung als problematisch, da die vornehmlich für den Vorstand formulierten Vorgaben an mehreren Stellen auf das Überwachungsorgan schlechterdings nicht passen.

Erheblich größere systematische Verwerfungen sind im Bereich des Konzernrechts zu erwarten. Auch wenn die im deutschen Recht systemfremde Hauptversammlungszuständigkeit für Related Party Transactions abgewendet werden konnte, lässt sich doch auch der verbleibende Regelungsfundus nur mit großer Mühe in das System des faktischen Konzerns einfügen. Noch gravierender ist, dass es auch an einer Bereichsausnahme für den Vertragskonzern zu fehlen scheint, obwohl nach deutschem Recht hier gänzlich andere Mechanismen den Schutz der Share- und Stakeholder gewährleisten. Sollten die neuen europäischen Regeln tatsächlich auch hier Anwendung finden, erscheint eine weitgreifende

Neuordnung des Konzernrechts kaum vermeidbar, wozu die 24 Monate Umsetzungsfrist nicht genügen dürften.

Die neu eingeführten Pflichtenkataloge für institutionelle Investoren, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater adressieren in erster Linie diese Akteure, nicht aber unmittelbar auch die Gesellschaften selbst. Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter sollen danach in Anlehnung an den UK Stewardship Code veranlasst werden, ihre Governance- und Anlagestrategie offenzulegen, um auf diese Weise der – auch bei institutionellen

Investoren verbreiteten – Aktionärsapathie und dem Phänomen des short termism entgegenzuwirken. Der damit einhergehende Eingriff in Geschäftsgeheimnisse solcher Unternehmen wird dadurch abgemildert, dass die Vorgaben nicht zwingend sind, sondern in ein Comply-or-Explain-Modell eingekleidet werden. Aus ähnlichen Überlegungen heraus sollen

Stimmrechtsberater einmal im Jahr erklären, ob und – wenn ja – warum sie von einem für sie geltenden Verhaltenskodex abgewichen sind. Inwiefern die Corporate Governance durch einen solchen Ausbau des Berichtswesens tatsächlich gestärkt wird, bleibt abzuwarten.

Die weitreichenden Anforderungen an Finanzintermediäre, die den Gesellschaften künftig Kenntnis über die Identität ihrer Aktionäre verschaffen sollen, dürften ebenfalls eher die Banken als die Gesellschaften selbst vor neue Herausforderungen stellen. Aus aktienrechtlicher Sicht bleibt es aber doch bemerkenswert, dass damit die Grundidee vom anonymen Aktieninvestment aufgegeben und die fortdauernde Existenzberechtigung des Nebeneinanders von Inhaber- und Namensaktien verstärkt in Frage gestellt wird. Ob das Wissen um solche Beteiligungen unterhalb der Grenze der Beteiligungspublizität für die Gesellschaften von großem Nutzen sein wird, ist – jenseits von seltenen Übernahmesituationen – nicht zweifelsfrei.

Auch wenn die deutsche Rechtspolitik in den vergangenen Jahren große und in weiten Teilen auch erfolgreiche Anstrengungen unternommen hat, um die schlimmsten systematischen Verwerfungen abzuwenden, ist die Aktionärsrechte-Richtlinie keineswegs entschärft, sondern bringt auch weiterhin tiefe Eingriffe in das deutsche Aktienrecht mit sich. Ob diesen Eingriffen ein ebenso gewichtiger inhaltlicher Mehrwert gegenübersteht, darf mit Fug und Recht bezweifelt werden. In der Praxis findet man nur wenige Akteure, die glauben, dass die Leistungsfähigkeit deutscher Aktiengesellschaften durch immer neue Berichte über Vergütungs-, Governance- und Einbeziehungsphilosophien wesentlich gesteigert wird. In der deutschen und europäischen Gesetzgebung ist der Glaube daran leider nach wie vor ungebrochen.

Die Aktionärsrechte-Richtlinie bringt trotz Abwendung schlimmer systematischer Verwerfungen weiterhin tiefe Eingriffe in das deutsche Aktienrecht mit sich