

## **STELLUNGNAHME ZUM REFERENTENENTWURF EINES GESETZES ZUR UMSETZUNG DER ZWEITEN EU-AKTIONÄRSRECHTERICHTLINIE (ARUG II)**

26. November 2018

An das  
Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz  
Referat IIIA2  
Mohrenstrasse 37  
10117 Berlin

übermittelt per Email an:

[barth-be@bmjv.bund.de](mailto:barth-be@bmjv.bund.de)  
und  
[schwertfeger-ba@bmjv.bund.de](mailto:schwertfeger-ba@bmjv.bund.de)

*Vorgelegt von:*

*Initiative Minderheitsaktionäre e.V.  
Fasanenstrasse 29  
10719 Berlin*

*info@initiative-minderheitsaktionaeere.org*

## Vorbemerkungen

Die Initiative Minderheitsaktionäre e.V. nimmt hiermit Stellung zum Referentenentwurf, der die Umsetzung der zweiten EU-Aktionärsrechterichtlinie (EU 2017/828) zum Gegenstand hat, obwohl wir nicht auf dem Verbandsverteiler des vom BMJV versendeten Schreibens vom 11. Oktober 2018 aufgelistet sind. Hiermit möchten wir das BMJV bitten, uns als gemeinnützig anerkannten Verein auf den Verteiler zu nehmen, und uns zukünftig zu Themen des Aktionärs- und Verbraucherschutzes zu befragen.

Vorliegend nehmen wir zur Umsetzung der 2. ARRL in deutsches Recht auf eigene Initiative Stellung.

Bevor wir zu den einzelnen Themenkomplexen Stellung beziehen, beanstanden wir die Zusammenstellung der Expertenkommission, die den Referentenentwurf erarbeitet hat. In dieser Gruppe, auch wenn es sich ausnahmslos um renommierte Juristen handelt, finden sich keine Vertreter des Minderheitskapitals oder Aktionärsschützer – und das bei der Umsetzung einer Richtlinie zu Aktionärsrechten! Dies ist beispielsweise in Österreich anders. Dort hat das Justizministerium den Gründer des Interessenverbandes für Anleger (IVA), Herrn Rechtsanwalt Wolfgang Leitner, in die Arbeitsgruppe zur Umsetzung der 2. ARRL berufen. Der Initiative Minderheitsaktionäre e.V. erscheint dies folgerichtig, da die Interessen von Minderheitsaktionären von dem zukünftigen ARUG II massiv betroffen sein werden. Die Zusammensetzung der Expertenkommission spiegelt sich im Ergebnis des Referentenentwurfs – der vorliegende Entwurf ist ein Rechteminimierungsentwurf und stellt für die Minderheitsaktionäre keine Verbesserung gegenüber der geltenden Rechtslage dar.

### Zu den Themenkomplexen im Einzelnen:

#### 1. Identifizierung der Aktionäre („know your shareholder“)

Mit der 2. ARRL sieht der europäische Gesetzgeber verpflichtend vor, dass es nunmehr Gesellschaften ermöglicht werden soll, ihre Aktionäre zu identifizieren. Dieses Recht soll über entsprechende Informationspflichten der Intermediäre erfolgen. Das europäische Recht erlaubt aber – im Interesse der Intermediäre, aber auch der Kleinaktionäre – den nationalen Gesetzgebern, Kleinstbeteiligungen bis zu 0,5% der Stimmrechte bzw. Aktien eines Unternehmens von dieser Informationspflicht zu befreien. Es ist unverständlich, warum der nationale Gesetzgeber hiervon keinen Gebrauch machen will. In der Begründung zum Referentenentwurf finden sich als Gründe hierfür allein die Hinweise, dass (a) eine Abfrage anhand eines Prozentsatzes des Grundkapitals für die Intermediäre nicht zumutbar sei, da diese erst das aktuelle Grundkapital der Gesellschaft ermitteln müssten, (b) eine Abfrage anhand fester Aktienstückzahlen in anderen europäischen Ländern, die wie Frankreich bereits Informationsansprüche von Gesellschaften vorsehen, nicht vorgenommen werde sowie (c) zu erwarten sei, dass nicht alle (sic!) anderen Mitgliedstaaten einen entsprechenden Schwellenwert einführen werden. Diese Argumente gehen an der Sache vorbei bzw. tragen nicht.

Die Richtlinie lässt in festen Aktienstückzahlen ausgedrückte Mindestschwellen überhaupt nicht zu. Vorliegend geht es nicht um feste Mindestschwellen, sondern um Erleichterungen bei Kleinstbeteiligungen von bis zu 0,5% des Aktienkapitals. Warum die Erwartung, dass voraussichtlich "nicht alle Mitgliedstaaten" eine Mindestschwelle in ihr nationales Recht aufnehmen werden, gegen eine entsprechende Umsetzung in deutsches Recht sprechen soll, erschließt sich bereits im Ansatz nicht. Unzutreffend ist auch die Behauptung, den Intermediären wäre es nicht zumutbar, das Grundkapital der Gesellschaft zu ermitteln. Dies ist nun wahrlich eine leichte Übung (insbesondere mit Blick darauf, dass entsprechend Erwägungsgrund 7 der 2. ARRL diese Identifizierung "oft nur einmal pro Jahr (...) stattfinden" wird) und führt in Anbetracht der umfangreichen Aufgabenzuweisung an die Intermediäre durch das ARUG II auch zu keinen Mehrkosten für diese – im Gegenteil, die Intermediäre sparen sich substantielle Kosten für die Vermeidung einer Vielzahl von Meldungen von Kleinstbeteiligungen. Inwiefern es einer Gesellschaft beispielsweise auch nicht möglich sein soll, ihr aktuelles Grundkapital bereits im Informationsverlangen mit anzugeben bzw. es den Intermediären unmöglich sein soll, diesen Wert kurzfristig abzufragen (bspw. durch einen kurzen Blick in die Satzung der börsennotierten Gesellschaft), bleibt unerklärt. Mit der Richtlinie wird den Intermediären ein derart großer Umfang an Pflichten auferlegt, dass eine zusätzliche Pflicht zur Abfrage des Grundkapitals nicht ins Gewicht fällt, zumal ein Großteil der ansonsten fälligen Meldungen mit Einführung einer de-minimis-Schwelle entfallen würde.

Die Minderheitsaktionäre haben auch ein berechtigtes Interesse an einer solchen Schwelle. Gerade Kleinstaktionäre wollen oft anonym bleiben und legen Wert auf den Schutz ihrer Daten. Wenn nunmehr eine gesetzliche Pflicht zur Verarbeitung von Daten den Kleinstaktionären oktroyiert werden würde, ist dies kaum damit zu vereinbaren, dass Deutschland erst in diesem Jahr mit der Umsetzung der Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) eine Stärkung der Rechte der einzelnen Bürger gegenüber Unternehmen bewirkt hat. Personenbezogene Daten sollten nur für dringend erforderliche Zwecke weitergegeben werden dürfen – und unter noch engeren Bedingungen gespeichert werden. Bei der Umsetzung der 2. ARRL sollte der deutsche Gesetzgeber im Sinne der DSGVO handeln – wie es auch in Erwägungsgrund 52 der 2. ARRL vorgesehen ist – und an dem durch die DSGVO vorgegebenen Kriterium der Datenminimierung ansetzen. Damit könnte er für die Rechte der Bürger auf Datenschutz eintreten. Stattdessen sieht es so aus, als wären für den Gesetzgeber die datenschutzrechtlichen Rechte der Kleinstaktionäre irrelevant. Es steht auch sehr zu bezweifeln, ob dieses Gesetz so tatsächlich Anreize schaffen würde, mehr Bürger für die Aktienkultur zu gewinnen. Im Gegenteil – die Pflicht zur Verarbeitung und Speicherung sensibler persönlicher Daten dürfte hier sogar einen weiteren Abschreckungseffekt haben.

Vor diesem Hintergrund raten wir dringend dazu, die Möglichkeiten der 2. ARRL zu nutzen und einen Schwellenwert für die Identifizierungspflicht in Höhe von 0,5% der Aktien eines Unternehmens anzusetzen.

2. Offenlegungspflichten von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern

Durch die erhöhten Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger werden Sonderbedingungen für einzelne, insbesondere nicht dem Mehrheitskapital zugehörige Anleger geschaffen, die letztendlich, nach Auffassung der Minderheitsaktionäre, zu ungleichen Pflichten innerhalb der Hauptversammlung führen. Es ist verfassungsrechtlich bedenklich, Aktionäre zur Darlegung von Anlagestrategien zu zwingen, wenn das vom Mehrheitseigner nicht verlangt wird. Die Rechtsfigur „comply or explain“ ist in diesem Zusammenhang als Pranger-ähnliche Vorschrift abzulehnen. Auch ist die Bevorzugung von langfristigen Anlagestrategien in unseren Augen per Gesetz nicht durchsetzbar.

3. Geschäfte der börsennotierten Gesellschaft mit ihr nahestehenden Personen („related party transactions“)

Auch die Umsetzung der Richtlinienvorgaben für related party transactions ist misslungen. Die unzureichende Offenlegungspflicht von related party transactions in Deutschland wird international seit langem kritisiert und führt regelmäßig dazu, dass Deutschland in weltweiten Vergleichen bei Minderheitenschutzrechten nur mittlere oder hintere Plätze einnimmt. Ein nennenswerter Schutz gegen eine Aushöhlung des Unternehmens durch related party transactions würde für Minderheitsaktionäre aber auch nach dem aktuellen Referentenentwurf nicht bestehen. Dies liegt zum einen an (a) der Definition für ein "wesentliches Geschäft", als auch an (b) der Zuweisung der Zustimmungspflicht an den Aufsichtsrat sowie (c) den fehlenden Berichtspflichten.

Zu (a): Nach § 111b Abs. 1 AktG-E ist ein Geschäft mit nahestehenden Personen erst ab 2,5% der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens der Gesellschaft zustimmungspflichtig. Wenn die Gesellschaft gleichzeitig Mutterunternehmen ist, tritt an deren Stelle die Summe des Anlage- und Umlaufvermögens des Konzerns. Zwar legt die Richtlinie die Definition eines wesentlichen Geschäfts in die Hände der Mitgliedsstaaten (Art. 9c Abs. 1 2. ARRL), der Entwurf wählt hier mit 2,5% der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens der Gesellschaft aber einen Wert, der eindeutig zu hoch angesetzt ist. Es wäre hier auch angebracht gewesen, von den vielfältigen Differenzierungsmöglichkeiten, die die 2. ARRL erlaubt, Gebrauch zu machen. Die derzeitige Höhe ist schlicht absurd, was sich anhand des Beispiels der Deutschen Bank AG anschaulich demonstrieren lässt – die Deutsche Bank AG hat eine Konzernbilanzsumme von 1.474.732 Mio. Euro. 2,5 % davon ergeben einen Betrag von über 36 Milliarden Euro. Ein Geschäft der Deutschen Bank AG mit einem ihrer Vorstände wäre daher erst zustimmungs- und meldepflichtig, wenn es die Grenze von 36 Milliarden Euro übersteigt – welch ein Zugewinn an Transparenz!

Zu (b): Die 2. ARRL sieht in Art. 9c Abs. 4 vor, dass entweder die Hauptversammlung oder das Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan der Gesellschaft den wesentlichen Geschäften zuzustimmen hat. Sie sieht weiterhin vor, dass die nationalen

Gesetzgeber auch vorsehen können, dass Aktionäre in der Hauptversammlung über related party transactions abstimmen können, auch wenn der Aufsichtsrat ihnen bereits zugestimmt hat. Der Referentenentwurf sieht demgegenüber aber gerade keine Stärkung der Aktionärsrechte vor. In § 111b AktG-E ist eine Zustimmungspflicht exklusiv und ausschließlich nur für den Aufsichtsrat vorgesehen. Der Hauptversammlung wurde zwar eine subsidiäre Zustimmungszuständigkeit in § 111b Abs. 4 AktG-E zugesprochen – diese gilt jedoch nur, falls der Aufsichtsrat einmal die Zustimmung versagen sollte und der Vorstand anschließend eine Zustimmung der Hauptversammlung verlangt. Ein Szenario mit wahrlich höchst realistischer Eintrittswahrscheinlichkeit.

Offensichtlich misstraut der deutsche Gesetzgeber den Aktionären und setzt lieber auf eine Kooperation von Vorstand und Aufsichtsrat. Nur muss beispielsweise bei Transaktionen zwischen der Gesellschaft und dem Vorstand als related party transaction, die ohnehin über den Aufsichtsrat laufen muss, gefragt werden, welchen Mehrwert eine zusätzliche Zustimmung des selben Organs nach dem ARUG II haben soll? Die hierfür genannten Argumente im Referentenentwurf – die Verzögerung aufgrund von Anfechtungsklagen und das Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft – gehen jedenfalls fehl. Selbst wenn eine von der Hauptversammlung erteilte Zustimmung von Aktionären im Wege der Anfechtungsklage angegriffen werden sollte, ist der Beschluss zunächst wirksam. Nur bei rechtswidrigen Beschlüssen kann er durch ein Gericht später für nichtig erklärt werden. Der pflichtwidrige Beschluss des Aufsichtsrats ist hingegen von Anfang an unheilbar nichtig. Und die Pflichtwidrigkeit eines Aufsichtsratsbeschlusses dürfte weitaus eher eintreten als die Begründetheit einer Anfechtungsklage gegen einen Zustimmungsbeschluss.

Auch die Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft ist kein Argument. Es ist richtig, dass die Hauptversammlung nicht das "oberste Organ" der Aktiengesellschaft ist. Für die Neueinführung einer Zustimmungskompetenz für related party transactions lässt sich der bisherigen Kompetenzordnung aber nichts entnehmen. Die Einführung einer Zustimmungspflicht der Hauptversammlung für related party transactions ist mit der bestehenden Kompetenzordnung kompatibel. Selbst der Referentenentwurf sieht ja beispielsweise das oben beschriebene "overriding vote" auf Antrag des Vorstands vor. Eine Kompetenz der Hauptversammlung ist mit Blick auf die empirisch immer wieder zu beobachtende Interessenverflechtung von Vorstand und Aufsichtsrat auch geboten.

Zu (c): Auch von der Ermächtigung nach Art. 9c Abs. 3 der 2. ARRL – die Berichtspflicht für related party transactions - wurde kein Gebrauch gemacht. Einen solchen Bericht halten wir für die ordnungsgemäße Information der Aktionäre jedoch für erforderlich. Dies gilt insbesondere dann, wenn die derzeit diskutierten Schwellenwerte beibehalten werden sollten.

#### 4. Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat („say on pay“)

Die Initiative Minderheitsaktionäre e.V. plädiert für ein rechtlich verbindliches Votum der Hauptversammlung zur Vergütungspolitik. Andernfalls macht es keinen Sinn, eine Beschlussfassung der Hauptversammlung herbeizuführen. Eine Beschlussfassung ohne

Rechtsverbindlichkeit verhöhnt den Aktionär geradezu.

Der von § 120a Abs. 1 Satz 3 AktG vorgesehene Anfechtungsausschluss überzeugt nicht. Vielmehr bietet es sich sogar an, dass schon unmittelbar nach der Beschlussfassung eine gerichtliche Rechtmäßigkeitsprüfung erfolgen kann. Das hilft, Schadensfälle von Anfang zu vermeiden.

Vor allem die Ereignisse bei der Deutschen Bank AG zeigen, dass auch „Claw backs“ auf die gesetzgeberische Agenda gehören. Es kommt immer wieder vor, dass sich die Berechnungsgrundlagen für Bonuszahlungen an Aufsichtsrat, Vorstand und weitere Personen im Management nach Auszahlung verändern. Das ist vor allem dann der Fall, wenn erhebliche Zahlungen wegen Schadenersatz oder Strafen zu zahlen sind. Dazu bietet sich eine gesetzliche zwingende Anspruchsgrundlage an. Solche Rückzahlungen dürfen jedenfalls nicht zu einer weiteren Belastung der Aktionäre werden.

Insgesamt erachten wir den Referentenentwurf für extrem belastend für das Minderheitskapital. Bereits das ARUG I war eine starke Einschränkung der Rechte von Minderheitsaktionären. Dieses ARUG II geht diesen Weg weiter. Dabei sollten doch die Rechte der Minderheit besser geschützt werden und zusätzliche Rechtsschutzmöglichkeiten geschaffen werden. Der vorliegende Entwurf wird Deutschland nicht zu einem anlegerfreundlichen Land machen.

### **Die Initiative Minderheitsaktionäre**

Die Initiative Minderheitsaktionäre e.V. wurde 2016 von unabhängigen Anlegern gegründet. Von ihrem Sitz in der Hauptstadt Berlin aus betreibt die Initiative eine Kommunikationsplattform für Informationen rund um die sozialpolitische Funktion der Aktienanlage. Wir wirken auf die Verbesserung der Aktionärsrechte in der Rechts- und Wirtschaftspolitik hin, insbesondere dort, wo Minderheitsrechte über Jahre abgebaut worden sind. Wir möchten einen Dialog mit dem Gesetzgeber, der Justiz, den juristischen Fakultäten, den Medien sowie mit anderen interessierten Zielgruppen darüber führen, wie die Rechte der Anleger wieder gestärkt werden können.

Initiative Minderheitsaktionäre e.V.  
Fasanenstraße 29  
10719 Berlin  
Deutschland  
Telefon: +49 30 3300 2266 55  
Telefax: +49 30 3300 2266 99  
Email: [info@initiative-minderheitsaktionäre.org](mailto:info@initiative-minderheitsaktionäre.org)

Vertreten durch:  
Robert Peres (Vorsitzender des Vorstands)