



13. April 2018

Praxisgruppe:
Corporate/M&A

Hauptversammlungssaison 2018 – aktualisierte Empfehlungen der wesentlichen Stimmrechtsberater

Von Dr. Franz Schaefer, Dr. Martina Ortner, Christoph Küster

Von der zunehmenden Bedeutung von Stimmrechtsberatern (*Proxy Advisors*) auf das Abstimmverhalten auch in deutschen Hauptversammlungen hatten wir bereits im März vergangenen Jahres berichtet. Angesichts der anstehenden Hauptversammlungssaison möchten wir die wesentlichen Empfehlungen der vier bekanntesten Proxy Advisor, nämlich von Glass Lewis, ISS, ProxInvest und DSW cursorisch darstellen.

Auch wenn sich im Vergleich zum Vorjahr keine tiefgreifenden Änderungen ergeben haben, so sind doch – etwa vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussionen im Bereich der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung – einige Aktualisierungen vorgenommen worden. Für eine detaillierte Darstellung sind die jeweiligen Richtlinien der Proxy Advisor selbst heranzuziehen. Dabei sind einige Empfehlungen der ausländischen Proxy Advisor nicht oder nur angepasst auf die spezifischen Anforderungen des deutschen Aktienrechts anwendbar.

Glass Lewis		
Sitz der Unternehmensleitung: San Francisco, CA, USA Dependance in Karlsruhe (Stand: Dezember 2017)		
Empfehlung Kapitalmaßnahmen	Empfehlung AR-Wahl	Empfehlung Billigung Vorstandsvergütung (<i>Say on Pay</i>)
<p>Grundsätzlich erkennen die Empfehlungen die verschiedenen Möglichkeiten einer Kapitalerhöhung nach deutschem Recht an; dabei gilt der Verwässerungsschutz als oberste Prämisse.</p> <p>Vor dem Hintergrund des Verwässerungsschutzes sollte beim genehmigten Kapital ein etwaiger Bezugsrechtsausschluss auf 20 Prozent des derzeit bestehenden Grundkapitals beschränkt sein (unter ggf. höherer Ausnutzung des genehmigten Kapitals im Übrigen). Die gleiche Wertgrenze soll ebenso bei der Implementierung von Aktienrückkaufprogrammen gelten.</p>	<p>Hinsichtlich der Zusammensetzung des Aufsichtsrats ist eine Quote von mindestens 50 Prozent unabhängiger Mitglieder vorausgesetzt. Dabei wird eine Einteilung in folgende vier Kategorien vorgenommen: unabhängige Mitglieder, verbundene Mitglieder, entsandte Mitglieder, Arbeitnehmervertreter.</p> <p>Bedenken hinsichtlich der zeitlichen Verfügbarkeit bestehen</p> <p>(i) bei aktiven Vorständen im Falle von zwei Aufsichtsratsmandaten oder</p> <p>(ii) generell bei mehr als fünf konzernexternen Mandaten (einschließlich vergleichbarer Mandate im Ausland, wobei ein AR-Vorsitz doppelt gezählt wird).</p>	<p>Bewertung erfolgt anhand einer Gesamtschau im Hinblick auf die Marktüblichkeit.</p> <p>Anforderungen stehen dabei größtenteils im Einklang mit den durch den Deutschen Corporate Governance Kodex vorgegebenen Voraussetzungen.</p> <p>Erreichen positiver Bewertung häufig nur Frage der ausreichenden Transparenz und Offenlegung gegenüber den Aktionären entsprechend den Vorgaben im Anhang des Deutschen Corporate Governance Kodex (vgl. dort insbesondere Abschnitt 4.2).</p>

Hauptversammlungssaison 2018 – aktualisierte Empfehlungen der wesentlichen Stimmrechtsberater

	Grundsätzlich sollten nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands im Aufsichtsrat vertreten sein.	
Empfehlung Entlastung	Empfehlung Gewinnverwendung	Sonstige Empfehlungen
<p>Gegen eine Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat werden grundsätzlich keine Bedenken vorgebracht.</p> <p>Sofern allerdings bekannte Einwände von Aktionären gegen die Tätigkeit von Organen bestehen, sollte die Entlastung in Form der Einzelentlastung erfolgen.</p> <p>Sofern Untersuchungsverfahren gegenüber Organmitgliedern anhängig sind, sollte die Entlastung hinsichtlich des betroffenen Organmitglieds für das entsprechende Geschäftsjahr ausgesetzt und vertagt werden.</p>	<p>Grundsätzlich sind verschiedene Allokationsmöglichkeiten (Ausschüttung, Kapitalrücklage, Gewinnvortrag und sonstige Rücklagen) anerkannt und sollten dem Vorstand überlassen bleiben. Ebenfalls positiv wird die Sachdividendenoption (<i>scrip dividend</i>) bewertet.</p> <p>Eine Einstellung von mehr als 50 Prozent des Gewinns in die Rücklage soll nur dann erfolgen, wenn die Hauptversammlung diesem Vorgehen explizit zustimmt.</p>	<p>Von einer Ausnahme hinsichtlich der Offenlegung der Vorstandsvergütung (Einzelausweisung) sollte abgesehen werden.</p> <p>Bei sogenannten <i>Related Party Transactions</i> wird bis zur Umsetzung der Richtlinie 2017/828 („Aktionärsrechterrichtlinie“, Umsetzungsfrist bis 10.06.2019) von einer Beanstandung solcher Geschäfte abgesehen, solange diese dem normalen Geschäftsgang entsprechen und diese als marktgerecht durch einen Wirtschaftsprüfer oder ein unabhängiges Mitglied der Verwaltung bewertet wurden.</p>
<p>Institutional Shareholder Service (ISS) Sitz der Unternehmensleitung: Rockville, MD, USA (Stand: Januar 2018)</p>		
Empfehlung Kapitalmaßnahmen	Empfehlung AR-Wahl	Empfehlung Billigung Vorstandsvergütung (Say on Pay)
<p>Grundsätzlich erkennen die Empfehlungen die verschiedenen Möglichkeiten einer Kapitalerhöhung nach deutschem Recht an; entscheidend ist der Verwässerungsschutz als oberste Prämisse.</p> <p>Vor dem Hintergrund des Verwässerungsschutzes sollte beim genehmigten Kapital ein etwaiger Bezugsrechtsausschluss <u>auf 20 Prozent des derzeit bestehenden Grundkapitals beschränkt</u> werden (unter ggf. höherer Ausnutzung der Möglichkeit zum genehmigten Kapital generell)*. Besondere Marktsituationen sind ggf. zu berücksichtigen. Ab der HV-Saison 2019 wird die Empfehlung auf zehn Prozent herabgesenkt.</p>	<p>Die Wahl eines ehemaligen Vorstandsvorsitzenden unmittelbar in den Aufsichtsrat (ohne Beachtung einer etwaigen Karenzzeit) soll vermieden werden, es sei denn, die Gesellschaft hat öffentlich bekannt gegeben, dass der Kandidat nicht Aufsichtsratsvorsitzender wird.</p> <p>Bedenken hinsichtlich der zeitlichen Verfügbarkeit bestehen</p> <p>(i) bei aktiven Vorständen im Falle von mehr als zwei Aufsichtsratsmandaten (ohne Aufsichtsratsvorsitz oder mehr als einem weiteren AR-Vorsitz)</p> <p>(ii) bei Aufsichtsratsvorsitzenden im Falle von mehr als einem weiteren Vorsitz oder von mehr als drei weiteren Mandaten</p>	<p>Bewertung erfolgt anhand quantitativer und qualitativer Maßstäbe im Rahmen einer Gesamtschau im Hinblick auf die Marktüblichkeit.</p> <p>Anforderungen stehen dabei im Einklang mit den durch den Deutschen Corporate Governance Kodex vorgegebenen Voraussetzungen.</p> <p>Erreichen positiver Bewertung häufig nur Frage der ausreichenden Transparenz und Offenlegung gegenüber den Aktionären (entsprechend der Vorgaben im Anhang des Deutschen Corporate Governance Kodex).</p>

Hauptversammlungssaison 2018 – aktualisierte Empfehlungen der wesentlichen Stimmrechtsberater

Bei Aktienrückkaufprogrammen sollte grundsätzlich eine Beschränkung auf zehn Prozent des Grundkapitals enthalten sein.	generell, oder (iii) bei mehr als fünf Aufsichtsratsmandanten (jeweils unter Berücksichtigung vergleichbarer Mandate im Ausland und immer bei börsennotierten Gesellschaften)	
Empfehlung Entlastung	Empfehlung Gewinnverwendung	Sonstige Empfehlungen
Gegen eine Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat werden keine grundsätzlichen Bedenken vorgebracht. Eine Entlastung ist dann nicht zu erteilen, wenn belastbare Informationen bzgl. eines Verstoßes gegen die Treuepflichten eines Mitglieds der Verwaltung (Vorstand oder Aufsichtsrat) vorliegen.	Eine Zustimmung zur Ausschüttung von Gewinnen wird grundsätzlich als unproblematisch angesehen. Ausnahmen sind dann zu machen, wenn entweder (i) der prozentuale Anteil der Dividendenauszahlung dauerhaft unter 30 Prozent des Jahresergebnisses liegt oder (ii) das Jahresergebnis eine entsprechende Dividende unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht zulässt.	Bei sogenannten <i>Related Party Transactions</i> wird eine Analyse anhand verschiedener objektiver Kriterien vorgenommen. Sofern sich hieraus problematische Konstellationen ergeben sollten, sind diese zur Billigung durch die Hauptversammlung vorzulegen. Das Abhalten der Hauptversammlung als kombinierte Präsenz- und Onlinehauptversammlung wird befürwortet, eine ausschließliche Durchführung als Onlinehauptversammlung (in Deutschland ohnehin nicht zulässig) dagegen abgelehnt.
ProxInvest Sitz der Unternehmensleitung: Paris (Stand: Dezember 2016, d.h. keine Aktualisierung für die laufende HV-Saison)		
Empfehlung Kapitalmaßnahmen	Empfehlung AR-Wahl	Empfehlung Billigung Vorstandsvergütung (Say on Pay)
Erhöhungsrahmen darf maximal 50 Prozent des Grundkapitals betragen. Soweit ein Bezugsrechtsausschluss vorgesehen werden soll, darf die Kapitalerhöhung maximal ein Drittel des bestehenden Grundkapitals betragen (vorbehaltlich Sondersituationen). Der Ausgabepreis darf nicht um mehr als fünf Prozent vom durchschnittlichen Börsenkurs abweichen. [Die Ausgabe von Aktien an Arbeitnehmer unter Anwendung des Bezugsrechtsausschlusses darf fünf Prozent des bestehenden Grund-	Die Bestelldauer sollte vier Jahre nicht überschreiten (wobei unklar ist, ob die Berechnung nach den Maßstäben der Nichtberücksichtigung des ersten Jahres der Amtszeit entsprechend § 102 AktG erfolgt). Die Gesamtanzahl der Aufsichtsratsmandate sollte generell auf fünf pro Aufsichtsratsmitglied beschränkt sein, wobei eine weitere Beschränkung (i) auf eine AR-Mitgliedschaft erfolgen soll für den Fall einer Vorstandsfunktion oder (ii) auf insgesamt drei Mandate, sofern der Kandidat als	Grundsätzlich Befürwortung einer verpflichtenden Billigung des Vergütungssystems mindestens im Dreijahres-Rhythmus. Bewertung erfolgt anhand quantitativer und qualitativer Maßstäbe im Rahmen einer Gesamtschau im Hinblick auf die Marktüblichkeit. Erreichen positiver Bewertung ist Frage der ausreichenden Transparenz und Offenlegung gegenüber den Aktionären sowie der Orientierung der Vergütung an langfristigen Zielen der Gesellschaft (entsprechend den Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex).

Hauptversammlungssaison 2018 – aktualisierte Empfehlungen der wesentlichen Stimmrechtsberater

<p>kapitals nicht überschreiten.] Eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf sollte sich auf nicht mehr als fünf Prozent des Grundkapitals beziehen.</p>	<p>Aufsichtsratsvorsitzender fungiert (jeweils bei börsennotierten Gesellschaften). Eine Negativempfehlung erfolgt, wenn der Kandidat dem Lager eines Mehrheitsaktionärs zuzuordnen ist und seine Wahl zu einer unverhältnismäßigen Einflussnahmemöglichkeit dieses Aktionärs führen würde.</p>	
Empfehlung Entlastung	Empfehlung Gewinnverwendung	Sonstige Empfehlungen
<p>Generelle Ablehnung der Entlastung.</p>	<p>Grundsätzlich positive Beschlussempfehlung zu Dividendenausstattungen. Ausnahmen können eingreifen, wenn entweder:</p> <ul style="list-style-type: none"> i) die Dividende 80 Prozent des konsolidierten Ergebnisses, zehn Prozent des anteiligen Eigenkapitals oder 150 Prozent des Industriedurchschnitts überschreitet oder nicht durch freie Liquidität gedeckt ist; oder ii) die Dividende zehn Prozent des konsolidierten Ergebnisses, zwei Prozent des anteiligen Eigenkapitals oder 50 Prozent des Industriedurchschnitts unterschreitet; oder iii) die Entwicklung der Dividendenzahlung um mehr als 30 Prozent von der Gewinnentwicklung der letzten drei Geschäftsjahre abweicht; oder iv) der Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung zu Eigenkapital) einen Wert von 1,5 überschreitet und die Nettoverschuldung den Betrag des operativen Cashflows der letzten fünf Geschäftsjahre überschreitet; oder iv) eine hinreichende Rechtfertigung für die Dividendenpolitik fehlt. 	<p>Ablehnung der Wahl des Abschlussprüfers empfohlen, insbesondere wenn</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) eine Beauftragung für 15 Jahre oder mehr erfolgt ist (ii) der finanzielle Aufwand der Prüfung nicht offengelegt wird; oder (iii) die Prüfungsgebühr mehr als zehn Prozent des Gesamtumsatzes des Abschlussprüfers ausmacht.

Hauptversammlungssaison 2018 – aktualisierte Empfehlungen der wesentlichen Stimmrechtsberater

DSW Sitz der Unternehmensleitung: Düsseldorf (Stand: Januar 2018)		
Empfehlung Kapitalmaßnahmen	Empfehlung AR-Wahl	Empfehlung Billigung Vorstandsvergütung (<i>Say on Pay</i>)
<p>Keine spezielle Empfehlung zur Thematik „Genehmigtes Kapital“.</p> <p>Generelle Empfehlung betreffend Kapitalerhöhungen, wonach grundsätzlich ein Bezugsrecht zum Zweck des Verwässerungsschutzes zu gewähren ist.</p> <p>Bei dennoch vorgesehenem Bezugsrechtsausschluss wird zu einer Ablehnung der Kapitalerhöhung nur für den Fall der fehlenden oder nicht ausreichenden Begründung der in den Beschlussvorlagen enthaltenen, möglichen Bezugsrechtsausschlüsse geraten. Ferner gelten für Bezugsrechtsausschlüsse folgende Wertgrenzen:</p> <p>i) Bei Barkapitalerhöhungen bis zu zehn Prozent des Grundkapitals.</p> <p>ii) Bei Sachkapitalerhöhungen bis zu 25 Prozent des Grundkapitals.</p> <p>Der Track Record des Unternehmens in den letzten Jahren fließt bei einer Empfehlung in die Bewertung ein.</p> <p>Eher kritische Haltung gegenüber Aktienrückkaufprogrammen. Auch hier ist der Track Record des Unternehmens einzubeziehen.</p>	<p>Notwendigkeit einer fundierten Beschlussfassung auf informierter Grundlage.</p> <p>Anwesenheit des Kandidaten wünschenswert.</p> <p>Bedenken hinsichtlich der zeitlichen Verfügbarkeit bestehen</p> <p>(i) bei aktiven Vorständen entsprechend Kodexvorgaben, d.h. bei mehr als drei konzernexternen Aufsichtsratsmandaten (bei börsennotierten Gesellschaften) oder</p> <p>(ii) im Übrigen bei mehr als fünf konzernexternen Mandaten (unter Berücksichtigung vergleichbarer Mandate im Ausland).</p>	<p>Grundsätzlich keine gesonderte Empfehlung hinsichtlich der Billigung des Vergütungssystems.</p> <p>Vergütungssystem sollte sich in seiner Gesamtheit an den Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex orientieren (insbesondere vertikale und horizontale Angemessenheit) und transparent und verständlich für den jeweiligen Aktionär dargestellt werden.</p>
Empfehlung Entlastung	Empfehlung Gewinnverwendung	Sonstige Empfehlungen
<p>Verweigerung der Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats wird bei Vorliegen generischer gehaltenen Gründe empfohlen.</p> <p>Gründe für eine Verweigerung der Entlastung sind im Einzelfall zu bewerten, können generell sowohl unter dem Gesichtspunkt man-</p>	<p>Grundsätzlich gewinnorientierte Ausschüttung von 50 Prozent des Konzernergebnisses unter Berücksichtigung der unternehmensbezogenen Besonderheiten.</p> <p>Mögliche Ablehnungsgründe sind insbesondere</p> <p>(i) das Fehlen einer Dividenden-</p>	<p>Neue gesetzliche Rotationsregelungen (Abschlussprüferreformgesetz) sind bei der Wahl des Abschlussprüfers zu beachten.</p> <p>Satzungsänderungen im größeren Umfang sind in Synopsenform aufzubereiten.</p>

Hauptversammlungssaison 2018 – aktualisierte Empfehlungen der wesentlichen Stimmrechtsberater

<p>gelnder Transparenz als auch individueller und kollektiver Verfehlungen angenommen werden.</p>	<p>strategie oder Nichteinhaltung einer kommunizierten Dividen- denstrategie (ohne sachlichen Grund) und</p> <p>(ii) Auszahlung nicht aus dem Ertrag, sondern der Substanz (ohne nähere Definition des Begriffs Substanz).</p>	
---	--	--

Autoren:

Dr. Franz Schaefer

franz.schaefer@klgates.com

+49.89.321.215.360

Dr. Martina Ortner

martina.ortner@klgates.com

+49.89.321.215.367

Christoph Küster

christoph.kuester@klgates.com

+49.89.321.215.368

K&L GATES

K&L Gates ist eine der führenden internationalen Wirtschaftssozietäten. Die Kanzlei ist in den wichtigsten Regionen der USA, Asiens, Australiens, Europas, des Nahen Ostens und Südamerikas präsent und lokal bestens vernetzt. K&L Gates berät führende globale Unternehmen, Wachstumsunternehmen, den Mittelstand, Kapitalmarktteilnehmer, Unternehmer in allen bedeutenden Industrie-zweigen und den öffentlichen Sektor.

Beratungsschwerpunkte der deutschen Anwälte sind Mergers & Acquisitions, Private Equity, Gesellschaftsrecht, Aktien- und Konzernrecht, Emerging Growth and Venture Capital, Kartellrecht, Telekommunikation, Medien und Technologie, gewerblicher Rechtsschutz, Arbeitsrecht, Immobilien- transaktionen, Immobilienrecht, öffentliches und privates Baurecht, Umweltrecht, Schiedsverfahren, Bank- und Finanzrecht, Bankaufsichtsrecht, Investment Management, Steuerrecht, Private Clients, Vergaberecht, Public Private Partnerships, Wettbewerbsrecht, Beihilfenrecht, Zoll- und Außenhandelsrecht. Mehr zu den Standorten, Praxisgruppen und Zulassungen der Kanzlei unter www.klgates.com.

Diese Publikation dient ausschließlich der Information und stellt keine Rechtsberatung dar. Sie ersetzt keine rechtliche Beratung im Einzelfall.

© 2018 K&L Gates LLP. Alle Rechte vorbehalten.