

# MASTERARBEIT

Titel der Masterarbeit

„Das Grünbuch ‚Europäischer Corporate Governance-Rahmen‘: Auswertung der Stellungnahmen zum zweiten Teil“

Verfasser

Jim Brito, Bakk. rer. soc. oec.

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt:  
Studienrichtung lt. Studienblatt:  
Betreuer:

A 066 915  
Masterstudium Betriebswirtschaft  
Univ.-Prof. Dr. Otto A. Altenburger



# Inhaltsübersicht

1.	Einleitung.....	1
2.	Unangemessenes kurzfristiges Verhalten unter Anlegern (Frage 13).....	21
3.	Kurzfristige Anreizstrukturen bei Vermögensverwalter (Frage 14).....	36
4.	Wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter (Frage 15).....	55
5.	Offenlegung und Handhabung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern (Frage 16).....	73
6.	Zusammenarbeit der Aktionäre auf europäischer Ebene (Frage 17).....	89
7.	Größere Transparenz für Berater von Stimmrechtsvertretungen (Frage 18).....	107
8.	Beschränkung der Aktivitäten von Beratern von Stimmrechtsvertretern (Frage 19).....	125
9.	Erleichterte Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten (Frage 20).....	141
10.	Zusätzliche Rechte für Minderheitsaktionäre (Frage 21).....	159
11.	Zusätzlicher Schutz für Minderheitsaktionäre (Frage 22).....	177
12.	Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern (Frage 23).....	193
13.	Qualitätsverbesserung in den Erläuterungen der Corporate Governance-Berichte (Frage 24).....	209
14.	Bessere Überwachung der Corporate Governance-Berichte (Frage 25).....	225
15.	Fazit.....	241



# Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	XI
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	XIII
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	XV
1. Einleitung.....	1
1.1. Problemstellung.....	1
1.2. Ziel und Aufbau der Arbeit .....	1
1.3. Abgrenzung zum ersten Teil des Grünbuchs.....	2
1.4. Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ .....	2
1.4.1. Definition der Begriffe Grünbuch und Corporate Governance .....	2
1.4.2. Überblick über die Entstehung des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ .....	4
1.4.3. Schwerpunkte des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ .....	8
1.4.4. Interessante Ergebnisse aus dem Feedback-Statement der Europäischen Kommission.....	11
1.5. Stellungnahmen zum Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“.....	12
1.5.1. Methodik der Erfassung und Kategorisierung der Stellungnahmen .....	12
1.5.2. Statistische Auswertung der Stellungnahmen.....	15
1.5.2.1. Analyse der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen .....	15
1.5.2.2. Analyse der sprachlichen Zuordnung der Stellungnahmen .....	17
1.5.2.3. Analyse der Zugehörigkeit der Stellungnahmen anhand ihrer Kategorie .....	18
1.5.2.4. Analyse in Bezug auf die Fragen des zweiten Teils des Grünbuchs .....	19
2. Unangemessenes kurzfristiges Verhalten unter Anlegern (Frage 13) .....	21
2.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	21
2.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	21
2.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	23
2.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	25
2.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	26
2.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	27
2.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	28
2.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	30
2.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	31
2.10. Andere .....	32
2.11. Zusammenfassung.....	34

2.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 13 .....	34
2.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 13 .....	35
2.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 13 .....	36
3.	Kurzfristige Anreizstrukturen bei Vermögensverwaltern (Frage 14) .....	37
3.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	37
3.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	37
3.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	39
3.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	40
3.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	43
3.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	44
3.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	45
3.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	47
3.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	48
3.10.	Andere .....	50
3.11.	Zusammenfassung.....	52
3.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 14 .....	52
3.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 14 .....	52
3.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 14 .....	53
4.	Wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter (Frage 15) .....	55
4.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	55
4.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	55
4.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	57
4.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	59
4.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	61
4.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	62
4.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	63
4.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	65
4.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	66
4.10.	Andere .....	68
4.11.	Zusammenfassung.....	70
4.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 15 .....	70

4.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 15 .....	71
4.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 15 .....	72
5.	Offenlegung und Handhabung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern (Frage 16).....	73
5.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	73
5.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	73
5.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	75
5.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	77
5.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	78
5.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	79
5.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	80
5.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	82
5.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	83
5.10.	Andere .....	84
5.11.	Zusammenfassung.....	86
5.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 16 .....	86
5.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 16 .....	86
5.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 16 .....	87
6.	Zusammenarbeit der Aktionäre auf europäischer Ebene (Frage 17) .....	89
6.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	89
6.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	89
6.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	91
6.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	93
6.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	94
6.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	95
6.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	96
6.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	99
6.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	100
6.10.	Andere .....	101
6.11.	Zusammenfassung.....	103
6.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 17 .....	103

6.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 17 .....	104
6.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 17 .....	105
7.	Größere Transparenz für Berater von Stimmrechts-vertretungen (Frage 18) .....	107
7.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	107
7.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände.....	107
7.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	109
7.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	110
7.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	111
7.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	112
7.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	113
7.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	115
7.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	116
7.10.	Andere .....	117
7.10.1.	Stimmrechtsvertreter .....	118
7.11.	Zusammenfassung.....	120
7.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 18 .....	120
7.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 18 .....	121
7.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 18 .....	122
8.	Beschränkung der Aktivitäten von Beratern von Stimmrechtsvertretungen (Frage 19) .....	125
8.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	125
8.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände.....	125
8.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	126
8.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	128
8.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	129
8.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	131
8.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	132
8.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	133
8.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	134
8.10.	Andere .....	135
8.10.1.	Stimmrechtsvertreter .....	136
8.11.	Zusammenfassung.....	138
8.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 19 .....	138

8.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 19 .....	138
8.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 19 .....	140
9.	Erleichterte Identifizierung der Aktionäre durch die Emittenten (Frage 20).....	141
9.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	141
9.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	141
9.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	143
9.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	144
9.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	146
9.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	147
9.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	149
9.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	151
9.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	152
9.10.	Andere .....	153
9.11.	Zusammenfassung.....	155
9.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 20 .....	155
9.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 20 .....	156
9.11.3.	Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 20 .....	157
10.	Zusätzliche Rechte für Minderheitsaktionäre (Frage 21) .....	159
10.1.	Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	159
10.2.	Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	159
10.3.	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	160
10.4.	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	162
10.5.	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	164
10.6.	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	165
10.7.	Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	166
10.8.	Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	168
10.9.	Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	169
10.10.	Andere .....	171
10.11.	Zusammenfassung.....	172
10.11.1.	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 21 .....	172
10.11.2.	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 21 .....	173

10.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 21 .....	174
11.    Zusätzlicher Schutz für Minderheitsaktionäre (Frage 22) .....	177
11.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	177
11.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände.....	177
11.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	179
11.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	181
11.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	182
11.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	183
11.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	184
11.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	185
11.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	187
11.10. Andere .....	188
11.11. Zusammenfassung.....	190
11.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 22 .....	190
11.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 22 .....	190
11.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 22 .....	191
12.    Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern (Frage 23) .....	193
12.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	193
12.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände.....	193
12.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	194
12.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	195
12.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	196
12.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	197
12.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	198
12.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	200
12.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	201
12.10. Andere .....	202
12.10.1. Arbeitnehmervertreter .....	203
12.11. Zusammenfassung.....	205
12.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 23 .....	205
12.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 23 .....	206

12.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 23 .....	207
13.    Qualitätsverbesserung in den Erläuterungen der Corporate Governance-Berichte (Frage 24).....	209
13.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	209
13.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	209
13.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	210
13.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	211
13.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	212
13.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	213
13.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	214
13.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	216
13.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	218
13.10. Andere .....	219
13.11. Zusammenfassung.....	221
13.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 24 .....	221
13.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 24 .....	221
13.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 24 .....	222
14.    Bessere Überwachung der Corporate Governance-Berichte (Frage 25) .....	225
14.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage.....	225
14.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände .....	225
14.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände.....	227
14.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände .....	228
14.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.....	229
14.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.....	230
14.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände .....	231
14.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren.....	233
14.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden.....	235
14.10. Andere .....	236
14.11. Zusammenfassung.....	237
14.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 25 .....	237
14.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 25 .....	238

14.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 25 .....	239
15. Fazit.....	241
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>247</b>
<b>Anhang 1: Auflistung der Stellungnahmen.....</b>	<b>251</b>
<b>Anhang 2: Abstract.....</b>	<b>267</b>
<b>Anhang 3: Curriculum Vitae.....</b>	<b>269</b>

# Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Abschnitt
AT	Österreich
AU	Australien
BE	Belgien
BG	Bulgarien
BR	Brasilien
bzw.	beziehungsweise
AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive
CA	Kanada
CRD	Capital Requirements Directive
CY	Zypern
CZ	Tschechische Republik
DE	Deutschland
DK	Dänemark
ebd.	eben da
EE	Estland
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EG	Europäische Gemeinschaft
EL	Griechenland
ES	Spanien
etc.	et cetera
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EU	Europäische Union
e.V.	eingetragener Verein
EV	Europäische Vereinigung
FI	Finnland
FR	Frankreich
HFT	High frequently Trading
HU	Ungarn
IAS	International Accounting Standards
ICGN	International Corporate Governance Network

IE	Irland
IFRS	International Financial Reporting Standards
IT	Italien
IV	Internationale Vereinigung
k.A.	keine Angabe
LT	Litauen
LU	Luxemburg
LV	Lettland
MBO-System	Management by Objektiv-System
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MT	Malta
NGO	Non-Governmental Organization
NL	Niederlande
NO	Norwegen
OECD	Organisation for Economic Co-Operation and Development
PL	Polen
PT	Portugal
RO	Rumänien
S.	Seite
SE	Schweden
SK	Slowakei
SL	Slowenien
ST	Stellungnahme
ST-Nr.	Stellungnahme-Nummer
Tab.	Tabelle
T2S Projekt	Transparency Working Group of the TARGET 2 Securities Project
UCITSD	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive
UK	Großbritannien
US	Vereinigte Staaten von Amerika
ZA	Südafrika
z.B.	zum Beispiel
Vgl.	Vergleiche
Z.	Ziffer

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Grundlage für europäische Corporate Governance-Debatte.....	6
Tabelle 2:	Verteilung der analysierten Stellungnahmen nach ihrem Herkunftsland.....	16
Tabelle 3:	Verteilung der eingelangten Stellungnahmen nach ihrer sprachlichen Zuordnung.....	18
Tabelle 4:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 13.....	36
Tabelle 5:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 14.....	54
Tabelle 6:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 15.....	72
Tabelle 7:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 16.....	88
Tabelle 8:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 17.....	105
Tabelle 9:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 18.....	123
Tabelle 10:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 19.....	140
Tabelle 11:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 20.....	158
Tabelle 12:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 21.....	175
Tabelle 13:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 22.....	192
Tabelle 14:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 23.....	207
Tabelle 15:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 24.....	223
Tabelle 16:	Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 25.....	240



# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Verteilung der analysierten Stellungnahmen nach ihrem Herkunftsland.....	17
Abbildung 2:	Anzahl der analysierten Stellungnahmen nach Kategorien.....	19
Abbildung 3:	Anzahl der abgegebenen Antworten nach Fragen.....	20
Abbildung 4:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 13.....	35
Abbildung 5:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 13.....	36
Abbildung 6:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 14.....	52
Abbildung 7:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 14.....	53
Abbildung 8:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 15.....	70
Abbildung 9:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 15.....	71
Abbildung 10:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 16.....	86
Abbildung 11:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 16.....	87
Abbildung 12:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 17.....	104
Abbildung 13:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 17.....	105
Abbildung 14:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 18.....	121
Abbildung 15:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 18.....	122
Abbildung 16:	Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 19.....	138
Abbildung 17:	Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 19.....	139

Abbildung 18: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 20.....	156
Abbildung 19: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 20.....	157
Abbildung 20: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 21.....	173
Abbildung 21: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 21.....	174
Abbildung 22: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 22.....	190
Abbildung 23: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 22.....	191
Abbildung 24: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 23.....	205
Abbildung 25: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 23.....	207
Abbildung 26: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 24.....	221
Abbildung 27: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 24.....	222
Abbildung 28: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 25.....	238
Abbildung 29: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 25.....	239

# **1. Einleitung**

## **1.1. Problemstellung**

Die Europäische Kommission veröffentlichte am 05.04.2011 ein neues Grünbuch mit dem Titel „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“.<sup>1</sup> Ziel dieser Initiative war es, eine öffentliche Konsultation zu vordefinierten Fragen einzuleiten,<sup>2</sup> um so die Wirksamkeit des derzeitigen Corporate Governance-Rahmens für europäische Unternehmen zu bewerten und die Einführung eines einheitlichen Rahmenwerks auf EU-Ebene zu diskutieren.<sup>3</sup> Interessierte und betroffene Akteure wurden dazu aufgerufen, bis zum 22.07.2011 zu 25 Fragen des erwähnten Themenbereichs Stellung zu nehmen.<sup>4</sup> Das aktuelle Grünbuch ist, im Gegensatz zu den vorhergegangenen zwei Grünbüchern, auf welche später eingegangen wird, nicht an eine spezifische Gruppierung des Wirtschaftslebens gerichtet. Vielmehr soll allgemein die Notwendigkeit zusätzlicher (regulierender) Maßnahmen für einzelne Markakteure innerhalb und außerhalb des Finanzsektors (Unternehmen, Organisationen, Aktionäre, Stimmrechtsvertreter, Vermögensverwalter, etc.) untersucht werden. Diese Untersuchung soll auch dazu dienen, weitere Problembereiche des Wirtschaftslebens, die zur Wirtschaftskrise des Jahres 2008 beitrugen, zu identifizieren und entsprechend angemessene Handlungen einzuleiten.<sup>5</sup> Generell wurden die Fragen sehr offen formuliert, um dem Leser so die Möglichkeit zu schaffen, ihre persönliche Meinung und weitere Lösungsmöglichkeiten zu bestimmten Themenkomplexen kund zu tun.

## **1.2. Ziel und Aufbau der Arbeit**

Das Ziel der vorliegenden Masterarbeit liegt darin, die Ansichten der Stellungnehmenden zum zweiten Teil des vorliegenden Grünbuchs zu analysieren und entsprechend auszuwerten. An dieser Stelle liegt der Fokus in der Untersuchung der Antworten der einzelnen Stellungnahmen zu den Fragen 13-25 des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“.<sup>6</sup> Diese Fragestellungen bilden in weiterer Folge die einzelnen Kapitel dieser Masterarbeit. Die Überlegungen, welche die Europäische Kommission zur der Erstellung der einzelnen Fragestellungen bewegte, werden einleitend in den einzelnen Kapiteln angeführt. In diesem Zusammenhang erhielt die Europäische Kommission im Zuge der Konsultation 409 Stellungnahmen.<sup>7</sup> Jedoch konzentriert sich die vorliegende Analyse bzw. Auswertung, aufgrund der fehlenden sprachlichen Vorkenntnisse, nur auf englisch- und deutschsprachige Stellungnahmen, weshalb

---

<sup>1</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j).

<sup>2</sup>Vgl. o.V. (2011), S. 60.

<sup>3</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 2.

<sup>4</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 2.

<sup>5</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1987.

<sup>6</sup>Vgl. Wollmert/Oser/Orth (2011), S. 1432.

<sup>7</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 25-26.

<sup>7</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 2.

sich die Anzahl der zu untersuchenden Stellungnahmen auf 346 reduziert. Um eine genaue Untersuchung der unterschiedlichen Ansichten der teilnehmenden Marktakteure an der Konsultation zu gewährleisten, erfolgt eine Unterteilung der Stellungnehmenden in neun Gruppen, welche im Abschnitt 1.5.1. näher beschrieben werden. Innerhalb der einzelnen Gruppen werden in weiterer Folge die am häufigsten genannten zustimmenden, ablehnenden und neutralen Argumente, die anhand der analysierten Stellungnahmen identifiziert wurden, zusammenfassend dargestellt. Dies ermöglicht einen direkten Vergleich der Ansichten der einzelnen vordefinierten Gruppen innerhalb einer Fragestellung. Eine jeweilige Zusammenfassung am Ende jedes Kapitels, in denen die gewonnenen Erkenntnisse aus dem analysierten Abschnitt grafisch und Übereinstimmungen innerhalb der einzelnen Gruppen verbal dargestellt werden, runden die Ausführungen nochmals ab. Diese Herangehensweise ermöglicht, die Ansichten von jenen Marktakteuren zu analysieren, die (regulierende) Maßnahmen von Seiten der Europäischen Kommission direkt betreffen würden. Zudem ist es möglich, die angesprochenen Problembereiche des Grünbuchs aus der Sicht der Betroffenen zu betrachten und alternative Lösungen zu den einzelnen Problemstellungen innerhalb der Fragestellungen aufzuzeigen.

### **1.3. Abgrenzung zum ersten Teil des Grünbuchs**

Da die Bearbeitung des vorliegenden Themas für eine einzige Masterarbeit zu umfangreich wäre, erfolgte eine Aufteilung anhand des Fragenkatalogs des zugrunde liegenden Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“.<sup>8</sup> Die ersten 12 Fragen, welche den Schwerpunkt auf den Verwaltungsrat setzen, werden durch Herrn Besnik Hoti, Bakk. ausgearbeitet.<sup>9</sup> Die restlichen 13 Fragen, welche die Themen Aktionäre sowie Art und Weise der Anwendung des Grundsatzes comply or explain behandeln,<sup>10</sup> sind Grundlage der vorliegenden Masterarbeit.

### **1.4. Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“**

#### **1.4.1. Definition der Begriffe Grünbuch und Corporate Governance**

Bevor die Entstehung des vorliegenden Grünbuchs näher beschrieben werden kann, ist es notwendig, die Aufgabe von Grünbüchern genauer zu betrachten. Grundsätzlich handelt es sich hierbei lediglich um Diskussionspapiere. Für den Meinungsbildungsprozess der Europäischen Kommission sind sie jedoch von zentraler Bedeutung.<sup>11</sup> Während des Ablaufes der Ausarbeitung politischer Vorschläge wird eine breite Öffentlichkeit beratend herangezogen, um sie so in den Prozess einzubinden. Neben einer Bestandsaufnahme des aktuellen Problems werden dem Leser alternative Lösungsansätze präsentiert, um

---

<sup>8</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 25-26.

<sup>9</sup> Vgl. Hoti (o.J.).

<sup>10</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 3-4.

<sup>11</sup> Vgl. Wollmert/Oser/Orth (2011), S. 1439.

so eine Debatte anzuregen. In weiterer Folge können Grünbücher die Grundlage für die Verabschiedung von Weißbüchern bilden, welche bereits konkrete Maßnahmenvorschläge beinhalten. Jedoch bedürfen die einzelnen Maßnahmen, noch bevor Aktionsprogramme auf europäischer Ebene erfolgen können, die Zustimmung von Seiten des Europäischen Rats.<sup>12</sup> Es ist abzuwarten, inwieweit das vorliegende Grünbuch die Basis für weitere rechtspolitische Maßnahmen ebnet. Ein weiterer Begriff, welcher in diesem Zusammenhang näher definiert werden muss, ist jener der Corporate Governance. Dies ermöglicht ein besseres Verständnis der zugrunde liegenden Thematik. Eine kurze Erörterung der Definition in der Literatur soll anschließend durch die Ansicht der Europäischen Kommission bezüglich des Themas in ihrem Grünbuch abgerundet werden.

Den Ursprung des Corporate Governance-Begriffes findet man im angelsächsischen Raum, jedoch besteht keine Einigkeit bezüglich einer angemessenen deutschen Übersetzung. Bei der Herangehensweise der Begriffsdefinition sollten die unterschiedlichen Betrachtungsweisen des Corporate Governance-Begriffes beachtet werden. Einerseits erfolgt eine Betrachtung des internen Bereiches des Unternehmens, welches die Kontrollmechanismen innerhalb der Organisation beinhaltet.<sup>13</sup> Im Detail handelt sich es hierbei um die jeweiligen Rollenverteilungen und die damit verbunden Kompetenzen, sowie die Funktionsweisen und Zusammenspiele der Organe.<sup>14</sup> An dieser Stelle kristallisieren sich die shareholders bzw. Inhaber als die zu schützende Anspruchsgruppe gegenüber dem Unternehmen heraus.<sup>15</sup> Andererseits ist es notwendig, den externen Bereich des Unternehmens, welches die Interaktion der Organisation mit ihrer Umwelt beinhaltet, in diesem Zusammenhang miteinzubeziehen. Eine Wahrung der Interessen jener Anspruchsgruppen, welche sich außerhalb des Unternehmens befinden (Stakeholders bzw. Aktionäre), sollte ebenfalls angestrebt werden. Die Schaffung der notwendigen Transparenz und die Erhöhung der Kommunikation des Unternehmens zu den jeweiligen außenstehenden Gruppen sind für eine gute Corporate Governance des Unternehmens förderlich.<sup>16</sup> Eine Herausforderung für das Unternehmen liegt darin, ein angemessenes Gleichgewicht zwischen dem angeführten internen und externen Bereich des Unternehmens zu schaffen. Eine sehr kurze, jedoch treffende Definition liefert hierbei von Werder der unter dem Begriff Corporate Governance „den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens“<sup>17</sup> versteht. Hierbei fügt er die jeweilig vorher genannten Perspektiven zusammen und kreiert daraus eine Kurzformel.<sup>18</sup> Dadurch entsteht eine Kombination aus der Unternehmensverfassung und deren resultierenden unternehmensinternen Regelungen und den rechtlichen und faktischen

---

<sup>12</sup>Vgl. Europäisches Dokumentationszentrum der Universität Mannheim (o.J.), S.4.

<sup>13</sup>Vgl. Lattemann (2010), S. 4.

<sup>14</sup>Vgl. von Werder (2009), S. 4.

<sup>15</sup>Vgl. Schmidt (2011), S.10.

<sup>16</sup>Vgl. Lattemann (2010), S. 4.

<sup>17</sup>Vgl. von Werder (2009), S. 4.

<sup>18</sup>Vgl. ebd.

Verknüpfungen des Unternehmens mit seiner Umwelt.<sup>19</sup>

Die Europäische Kommission definiert in diesem Zusammenhang den Begriff Corporate Governance als ein System, unter welchem ein Unternehmen geführt und kontrolliert wird.<sup>20</sup> Den Hintergrund dieses Erklärungsversuches findet man im Cadbury-Report, erschienen in Großbritannien des Jahres 1992 und benannt nach seinem Verfasser Sir Adrian Cadbury. Dieser Report bildete nicht nur für Großbritannien den Grundstein für die Weiterentwicklung der Corporate Governance-Kodizes, sondern beeinflusste auch andere Länder, selbiges zu tun.<sup>21</sup> Die Definition des Begriffes endet jedoch nicht hier, vielmehr wird dieser laut Grünbuch um noch einen Aspekt erweitert. Er beinhaltet weiters die Fülle an Beziehungen zwischen den Führungs- und Leitungsorganen eines Unternehmens sowie zu ihren Anteilseignern und sonstigen Akteuren am Markt.<sup>22</sup> Diese Erweiterung des Begriffs ist angelehnt an die im Jahr 2004 erschienenen und überarbeiteten OECD Grundsätze auf dem Gebiet der Corporate Governance.<sup>23</sup> Auch hier erfolgt von Seiten der Europäischen Kommission eine Erweiterung der Ansicht des Begriffs. Aufgrund der Zusammenführung beider Definitionen, veranschaulichen auch sie eine Vereinigung des internen und externen Umfelds eines Unternehmens innerhalb der Corporate Governance-Definition. Zum einen beinhaltet diese die interne Kontrolle und die Führungsstruktur eines Unternehmens, zum anderen die Beziehung zwischen den Aktionären und den Stakeholders.<sup>24</sup>

#### **1.4.2. Überblick über die Entstehung des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“**

Der Ursprung der Debatte über ein einheitliches Corporate Governance-Rahmenwerk in Europa liegt bereits zehn Jahre zurück. Im Jahr 2001 erkannte die Europäische Kommission die Notwendigkeit einer Reform im Bereich des Europäischen Gesellschaftsrechts. Auslöser dafür waren Bilanzskandale börsennotierter Unternehmen (Eron, Worldcom, KirchMedia), die, aufgrund schlechter Unternehmensführung und fehlender interner Kontrollmechanismen, den Blick der Weltöffentlichkeit auf sich zogen. Das daraus resultierende abnehmende Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte bestärkte internationale Gesetzgeber in ihrem Bestreben, neue Maßnahmen in diesem Sektor zu setzen.<sup>25</sup> Auch die Europäische Kommission erkannte Handlungsbedarf und beauftragte eine hochrangige Expertengruppe, sich mit spezifischen Fragen bezogen auf Corporate Governance-Regelwerke für Unternehmen innerhalb der Europäischen Union zu

---

<sup>19</sup>Vgl. Scheffler (2005), S. 477.

<sup>20</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 2.

<sup>21</sup>Vgl. Mallin/Mullineux/Wihlborg (2005), S. 532.

<sup>22</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 2-3.

<sup>23</sup>Vgl. Organisation for Economic Co-Operation and Development (2004).

<sup>24</sup>Vgl. Mallin/Mullineux/Wihlborg (2005), S. 532.

<sup>25</sup>Vgl. Picot/Classen (2008), S. 22.

befassen<sup>26</sup> und über eine Modernisierung des europäischen Gesellschaftsrechts zu debattieren.<sup>27</sup> Im Bericht der Expertengruppe des Jahres 2002 wurden unter anderem Empfehlungen im Bereich der Unternehmensführung (Corporate Governance) und die Ausweitung von Rechten und Pflichten für Anteilseigner auf europäischer Ebene ausgesprochen.<sup>28</sup> Diese Themenbereiche finden sich auch im zugrunde liegenden Grünbuch wieder. Jedoch ist anzumerken, dass die Expertengruppe in ihrem Bericht von einer Vereinheitlichung der europäischen Corporate Governance-Kodizes abriet,<sup>29</sup> vielmehr sollte die Entwicklung eines gemeinschaftlichen Ansatzes im Bereich des Gesellschaftsrechtes auf europäischer Ebene angestrebt werden.<sup>30</sup> Da die Wichtigkeit des Themas unbestritten war bzw. ist, folgte im Jahr 2003 von Seiten der Europäischen Kommission ein Aktionsplan mit dem Titel „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union“.<sup>31</sup> Im Fokus des Plans lag die Stärkung der Aktionärsrechte, die Verbesserung der Arbeitnehmer- und Gläubigerschutzes und die Förderung der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Unternehmen. Zusätzlich fand sich eine Reihe von Empfehlungen im Bereich der Corporate Governance hier wieder. Die Einführung einer jährlichen Corporate Governance-Erklärung oder Empfehlungen im Hinblick auf die Bezüge der Unternehmensleitung wurden beispielsweise in diesem Zusammenhang ausgesprochen.<sup>32</sup> Aufgrund der Empfehlung von Seiten der Expertengruppe nahm die Europäische Kommission jedoch hier von einer Vereinheitlichung im Bereich der europäischen Corporate Governance-Kodizes Abstand. Zu diesem Zeitpunkt sahen sie in solch einem Bestreben keinen Vorteil, vielmehr sollten die Europäischen Staaten gemeinsame Grundregeln schaffen und für eine entsprechende Koordinierung auf nationaler Ebene sorgen.<sup>33</sup> Ziel dieser Initiative war laut Binnenmarktkommissar Frits Bolkestein zum einen, das angeschlagene Vertrauen der Gesellschaft in die Finanzmärkte wieder zu stärken, und zum anderen, die europäischen Corporate Governance-Initiative weiterzuentwickeln.<sup>34</sup>

Aufgrund der wachsenden Zustimmung im Bereich der Schaffung eines einheitlichen und modernen Rahmenwerks des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance entschied sich die Europäische Kommission im Jahr 2004, ein eigens auf EU-Ebene konzipiertes Forum zu errichten.<sup>35</sup> Die Hauptaufgabe lag darin, die Konvergenz in den nationalen Corporate Governance-Kodizes voranzutreiben und der

---

<sup>26</sup>Vgl. Picot/Classen (2008), S. 22.

<sup>27</sup>Vgl. Europäische Kommission (2002a).

<sup>28</sup>Vgl. Hochrangige Expertengruppe auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts (2002), S. 1.

<sup>29</sup>Vgl. ebd., S. 20.

<sup>30</sup>Vgl. ebd., S. 6.

<sup>31</sup>Vgl. Europäische Kommission (2003b).

<sup>32</sup>Vgl. Europäische Kommission (2003c).

<sup>33</sup>Vgl. Picot/Classen (2008), 23.

<sup>34</sup>Vgl. Europäische Kommission (2003d).

<sup>35</sup>Vgl. ebd.

Europäischen Kommission beratend zur Seite zu stehen.<sup>36</sup> Laut Beschluss vom 15.10.2004 solle das Forum „zum Austausch von Informationen und bewährten Verfahren dienen, wie sie in Mitgliedstaaten existieren mit dem Ziel, die Annäherung nationaler Corporate Governance-Kodizes zu fördern“<sup>37</sup>. Unter der Leitung der Europäischen Kommission sollten die Forumsmitglieder ab dem Jahr 2005 zwei bis drei Mal jährlich zusammentreffen, um Problemfelder im Bereich der Corporate Governance zu diskutieren und Lösungsansätze zu finden.<sup>38</sup> Seit dem Beginn der Debatte wurden diverse Richtlinien von Seiten des Europäischen Parlaments und des Rates verabschiedet, die im Wesentlichen den Grundstein für die momentane Europäische Corporate Governance-Debatte legten. Chronologisch sollen diese nachfolgend kurz dargestellt werden.<sup>39</sup>

Tabelle 1: Grundlage für europäische Corporate Governance-Debatte

<b>Richtlinie</b>	<b>Titel</b>
2003/6/EG	Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)
2004/25/EG	Übernahmeangebote
2004/109/EG	Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
2006/43/EG	Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG des Rates
2007/36/EG	Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften

Quelle: Eigene Darstellung

Der Konkurs des amerikanischen Investmentinstitutes Lehman Brothers im Jahr 2008 und die dadurch ausgelöste Krise in der Weltwirtschaft<sup>40</sup> entfachte eine neue Diskussion bezüglich notwendiger Regulierungen im Bereich des Finanzsektors. In diesem Zusammenhang sah sich die Europäische Kommission dazu veranlasst, „Regeln und Praktiken der Finanzinstitute, insbesondere der Banken, im Bereich der Corporate Governance zu prüfen und (ii) gegebenenfalls Empfehlungen oder sogar regulatorische Maßnahmen vorzuschlagen, um eventuelle Mängel des Corporate Governance-Systems in diesem Schlüsselsektor der Wirtschaft zu beheben“<sup>41</sup>.

<sup>36</sup>Vgl. Europäische Kommission (2004e).

<sup>37</sup>Vgl. Europäische Kommission (2004f), S. 53.

<sup>38</sup>Vgl. ebd., S. 53.

<sup>39</sup>Vgl. Europäische Kommission (2004i).

<sup>40</sup>Vgl. Spiegel Online Wirtschaft (2010).

<sup>41</sup>Vgl. Europäische Kommission (2010g), S. 2.

Eine Konsequenz daraus war am 02.06.2010 die Veröffentlichung des Grünbuchs „Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik“<sup>42</sup>, welche vor allem die Zusammensetzung und Kompetenz der Verwaltungs- und Aufsichtsorganen als Kern beinhaltete.<sup>43</sup> Des Weiteren führte hier die Europäische Kommission einen Handlungsbedarf im Bereich der Überwachung der Finanzinstitute durch ihre Aktionäre an, dadurch sollten sie mehr in die Kontrolle der Institutionen eingebunden werden.<sup>44</sup> Noch im Oktober desselben Jahres wurde das Grünbuch „Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise“ veröffentlicht.<sup>45</sup> Da die vorangegangene Debatte auf die Stabilisierung des Finanzsystem gerichtet war, sollte nun der Fokus auf eine Verbesserung der Funktion, Aussagekraft und Qualität von Abschlussprüfungen<sup>46</sup> gelegt werden, die nach Meinung der Europäischen Kommission zu einer Erhöhung der Finanzstabilität beiträgt.<sup>47</sup> Wurden im ersten Grünbuch noch sektorspezifische Aspekte der Corporate Governance analysiert (Analyse der Corporate Governance im Finanzsektor), verfolgte die Europäische Kommission im zweiten Grünbuch (Untersuchung der Berufsgruppe Abschlussprüfer) das Ziel, ihr Untersuchungsfeld zu erweitern und die externe Governance zu analysieren.<sup>48</sup>

Schlussendlich gelangte die Europäische Kommission zur Erkenntnis, dass der vorliegende Themenbereich bis dato noch nicht ausreichend behandelt wurde, weshalb im Jahr 2011 das bislang letzte Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ veröffentlicht wurde.<sup>49</sup> Die Selbstregulierung im Bereich der Corporate Governance, welche noch zur Jahrtausendwende gefördert wurde, habe, nach Ansicht der Europäischen Kommission, eine Fülle an Schwachstellen. Eine effektivere Leitung und Kontrolle der Unternehmen sollte deshalb angestrebt werden, um dadurch zukünftige Krisen im Wirtschaftsraum abzuwenden und die Wettbewerbsfähigkeit auf europäischer Ebene zu steigern.<sup>50</sup> Diese Überlegungen bilden den Hintergrund für das vorliegende Grünbuch. Zudem liege die Absicht im Vorgehen der Europäischen Kommission darin, alle Bereiche, welche mit der Corporate Governance eines Unternehmens zusammenhängen, zu analysieren. Dies ermöglicht die Entwicklung angemessener Maßnahmen, um der angesprochenen Problematik entgegenzuwirken.<sup>51</sup>

---

<sup>42</sup>Vgl. Europäische Kommission (2010g), S. 2.

<sup>43</sup>Vgl. Weber (2010), S. 722.

<sup>44</sup>Vgl. Weber (2010), S. 722.

<sup>45</sup>Vgl. Europäische Kommission (2010h).

<sup>46</sup>Vgl. Plendl (2010), S. 1.

<sup>47</sup>Vgl. Europäische Kommission (2010h), S. 3.

<sup>48</sup>Vgl. Hopt (2011), S. 609.

<sup>49</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j).

<sup>50</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011i).

<sup>51</sup>Vgl. Hopt (2011), S. 609.

### 1.4.3. Schwerpunkte des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“

Der nachfolgende Abschnitt befasst sich mit den Themenschwerpunkten des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ und die daraus resultierenden Problemstellungen, welche in den nachfolgenden Kapiteln näher behandelt werden. Da die Lösungsansätze des vorangegangenen Grünbuchs des Jahres 2010<sup>52</sup> nach Ansicht der Europäischen Kommission nur schwer auf europäische Unternehmen im Allgemeinen anwendbar sind (die Ansätze sind auf die Ausgangslage des Finanzsektors zugeschnitten)<sup>53</sup>, liegt der Mittelpunkt der Betrachtung des zugrundeliegenden Grünbuchs in folgenden Themenbereichen:<sup>54</sup>

- Die Rolle des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats im Unternehmen;
- Die Rolle des Aktionärs im Unternehmen;
- Art und Weise der Anwendung des comply or explain-Grundsatzes;

Bezugnehmend auf die Ausführungen des Abschnittes 1.3. wird an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass in weiterer Folge nur die letzten beiden Punkte der Aufzählung behandelt werden. Für eine vertiefende Auseinandersetzung mit den Einleitungsfragen, bezogen auf die Verfolgung eines differenzierten Ansatz,<sup>55</sup> einer Erweiterung der Anwendungen der Corporate Governance-Maßnahmen auch für nicht börsennotierte Unternehmen<sup>56</sup> sowie mit dem Punkt bezüglich der Rolle des Aufsichts-bzw. Verwaltungsrats, soll an dieser Stelle auf die Masterarbeit des Herrn Besnik Hoti, Bakk. verwiesen werden.<sup>57</sup>

Der Schwerpunkt des jüngsten Grünbuchs liegt vor allem in der Debatte um die Stellung des Aktionärs im Unternehmen. Das Grünbuch liefert dazu elf Fragen, welche quantitativ den größten Anteil des Fragekatalogs ausmacht.<sup>58</sup> Im Allgemeinen werden von Seiten der Europäischen Kommission zwei Konfliktfelder im Grünbuch aufgezeigt. Zum einen führen sie jene Probleme an, welche entstehen können, wenn der überwiegende Teil der Aktien sich im Streubesitz befindet. Zum anderen behandeln sie die Schwierigkeiten, die mit Mehrheitsgesellschaftern im Unternehmen auftreten.<sup>59</sup> Nach Ansicht der Europäischen Kommission wird ein übermäßiges Risiko von Seiten der Aktionäre bewusst in Kauf genommen.<sup>60</sup> Oft wird von Seiten der Aktionäre die erhöhte Risikobereitschaft der Unternehmensleitung adaptiert, um dadurch ihre kurzfristigen Erträge zu maximieren.<sup>61</sup> Diese Denkweise ersetzt das Interesse der Anleger an einer langfristigen Entwicklung des Unternehmens.<sup>62</sup> Durch die Stellungnahmen erhofft sich die

---

<sup>52</sup>Vgl. Europäische Kommission (2010g).

<sup>53</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 3.

<sup>54</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 3-4.

<sup>55</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1988.

<sup>56</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 5.

<sup>57</sup>Vgl. Hoti (o.J.).

<sup>58</sup>Vgl. Wollmert/Oser/Orth (2011), S. 1433.

<sup>59</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1990.

<sup>60</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 12.

<sup>61</sup>Vgl. Wollmert/Oser/Orth (2011), S. 1433.

<sup>62</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1990.

Europäische Kommission, Indikatoren für ein kurzfristiges Denken am Kapitalmarkt zu identifizieren und gegebenenfalls zu beseitigen. Jedoch räumt die Europäische Kommission in ihrem Grünbuch ein, dass es trotz allem jedem Anleger frei stehen sollte, kurzfristige Anlagemodelle zu verfolgen.<sup>63</sup> „Insofern zielen die Maßnahmen nicht auf einen unmittelbaren Eingriff in die Kapitalallokation, sondern vielmehr auf die rechtspolitischen Rahmenbedingungen für einen freien Kapitalverkehr“<sup>64</sup>.

Maßnahmen zur Erleichterung der Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten wurden ebenfalls im vorliegenden Grünbuch thematisiert.<sup>65</sup> Auffällig ist hierbei die wiederholte Auseinandersetzung bezüglich der Zusammenarbeit zwischen den Aktionären in einem Grünbuch.<sup>66</sup> Gesetzliche Maßnahmen sowie beispielsweise eigens eingerichtete Foren, zum Zwecke der Interaktion und dem Informationsaustausch zwischen den Aktionären, haben bereits eine Verbesserung in diesem Bereich geschaffen. Jedoch sollte dieser Thematik weiter Beachtung geschenkt werden, weshalb in der vorliegenden Konsultation nach weiteren Lösungsansätzen zur Verbesserung der Zusammenarbeit der Aktionäre gesucht wird.<sup>67</sup>

Das Problem des kurzfristigen Agierens findet hier jedoch noch kein Ende. Vielmehr wird in weiteren Schritten das Augenmerk auf Vermögensverwalter gerichtet. Die steigende Inanspruchnahme der Anlagevermittler von Seiten der institutionellen Investoren birgt nach Meinung der Europäischen Kommission auch Probleme mit sich.<sup>68</sup> Kritik übt sie vor allem in den angewandten Bewertungsmethoden und Vergütungsstrukturen der Vermögensverwalter, welche ihrer Ansicht nach zu kurzfristig ausgerichtet sind.<sup>69</sup> Abgerundet wird das Thema der Vermögensverwalter durch die Suche nach Lösungsvorschlägen in Bezug auf die Steigerung der Transparenz in ihren Aktivitäten und die effektive Behandlung von Interessenkonflikten. Die Europäische Kommission schlägt hierbei eine aktivere Überwachung der Vermögensverwalter durch ihre institutionellen Investoren vor,<sup>70</sup> wodurch eine größere Einflussnahme in den Anlageprozess der Vermögensverwalter möglich wäre.<sup>71</sup>

Ein weiterer Punkt des Grünbuchs befasst sich mit der Stellung der Berater für Stimmrechtsvertretungen im Unternehmen, welche auch als proxy advisor bezeichnet werden. Hierbei erhofft sich die Europäische Kommission Indikatoren zu identifizieren, die eine Einflussnahme dieser Akteure bei der Abstimmung

---

<sup>63</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 14.

<sup>64</sup>Vgl. Wollmert/Oser/Orth (2011), S. 1433.

<sup>65</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 18.

<sup>66</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1991.

<sup>67</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 16-17.

<sup>68</sup>Vgl. ebd., S. 14.

<sup>69</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1991.

<sup>70</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 16.

<sup>71</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 15.

innerhalb der Hauptversammlung belegen.<sup>72</sup> Institutionelle Anleger verfügen meist über ein sehr diversifiziertes Anlageportfolio, weshalb oft fundierte Kenntnisse über die einzelnen Unternehmen fehlen.<sup>73</sup> Dies erschwert vor allem die Abstimmung in den Hauptversammlungen der einzelnen Unternehmen und führt zu einem Defizit hinsichtlich der Bewertungen der einzelnen Tagesordnungspunkte. Um dem entgegenzuwirken, bedienen sie sich jener Berater für Stimmrechtsvertretungen.<sup>74</sup> Nach Meinung der Europäischen Kommission liegt jedoch das Problem darin, dass die Abstimmungspolitik der institutionellen Investoren durch die Inanspruchnahme der Dienstleistungen jener Berater erheblich beeinflusst wird.<sup>75</sup> Auch an dieser Stelle sieht die Kommission Handlungsbedarf zur Steigerung der Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter. Das Auftreten von Interessenkonflikten und deren effektive Bewältigung durch diese Marktakteure werden an dieser Stelle ebenfalls thematisiert.<sup>76</sup>

Der nächste Themenblock behandelt die Rolle der Minderheitsaktionäre in einem Unternehmen. Das Grünbuch wirft dabei die Frage auf, inwieweit es ihnen möglich ist, in einem Unternehmen mit Mehrheitsaktionären sich zu engagieren und in weiterer Folge ihre Interessen zu vertreten. Zudem sieht die Europäische Kommission hinsichtlich der Regulierung von Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen noch Verbesserungspotenzial.<sup>77</sup> Da die Regulierung in beiden Fällen aus Sicht der Anleger nicht ausreichend erscheinen, um die Minderheitsaktionäre vor Missbrauch zu bewahren,<sup>78</sup> sucht die Europäische Kommission nach angemessenen Maßnahmen, um die schutzwürdige Position des Minderheitsaktionärs noch weiter zu stärken.

Der letzte Schwerpunkt des Grünbuchs beschäftigt sich mit der Anwendung und effektiven Überwachung des comply or explain-Grundsatzes in den Corporate Governance-Berichterstattungen der Unternehmen. Die erkennbaren Mängel in den Erläuterungen innerhalb der Berichterstattungen<sup>79</sup> bewirken eine Abnahme der Effizienz des Corporate Governance-Rahmens.<sup>80</sup> Dies veranlasst die Europäische Kommission nach Maßnahmen zu streben, welche eine Verbesserung in diesem Bereich bewirken können. Die Einführung eines Überwachungsapparates für die Corporate Governance-Berichterstattungen könnte in diesem Zusammenhang hilfreich sein.<sup>81</sup>

---

<sup>72</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>73</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1991.

<sup>74</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>75</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1991.

<sup>76</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>77</sup>Vgl. ebd., S. 19.

<sup>78</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1992.

<sup>79</sup>Vgl. ebd., S. 1988.

<sup>80</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 21.

<sup>81</sup>Vgl. Jung (2011), S. 1988.

#### **1.4.4. Interessante Ergebnisse aus dem Feedback-Statement der Europäischen Kommission**

Im nachfolgenden Abschnitt erfolgt nun eine kurze Erläuterung des von der Europäischen Kommission am 15.11.2011 verfassten Feedback-Statements.<sup>82</sup> Dies beinhaltet eine kurze Zusammenfassung der erhaltenen Stellungnahmen zum Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“.<sup>83</sup> Da es sich im vorliegenden Dokument lediglich um eine erste Erhebung der Daten von Seiten der Europäischen Kommission handelt und eine detaillierte Aufschlüsselung der Ansichten innerhalb der einzelnen Gruppen nicht erfolgt, befasst sich das vorliegende Kapitel lediglich mit interessanten Ergebnissen der Auswertung. An dieser Stelle wird abermals darauf hingewiesen, dass nur die Auswertungen der Fragen 13-25 des Grünbuches analysiert werden.

Innerhalb der Konsultationsfrist, welche vom 05.04.2011 bis zum 22.07.2011 erfolgte, erhielt die Europäische Kommission laut Feedback-Statement 409 Stellungnahmen. Um eine bessere Übersicht zu erhalten, unterteilte sie die Stellungnehmenden in 15 Gruppen ein. Für eine vertiefende Auseinandersetzung der einzelnen Gruppen sei an dieser Stelle auf das Feedback-Statement verwiesen. In diesem Zusammenhang verzeichneten die Gruppen Unternehmen sowie Versicherungen die höchsten Werte innerhalb der Auswertung. Mit 18% bzw. 10% führten sie die Statistik bezüglich der Beteiligung an der Konsultation an. Ein überwiegender Teil der restlichen Gruppen (acht) verzeichnete hingegen eine Anteilnahme zwischen 9% und 5%. Im unteren Bereich des Ergebnisses fanden sich die Stimmrechtsvertreter, Börsen und private Anleger wieder. Mit 1% bzw. je 2% verzeichneten sie den geringsten Wert der Auswertung.<sup>84</sup> Im Hinblick auf die Verteilung nach Ländern erhielt die Europäische Kommission die meisten Stellungnahmen aus Großbritannien, welches mit 91 Kommentaren die Statistik anführte. Europäische Vereinigungen und Frankreich teilten sich in weiterer Folge mit jeweils 44 eingelangten Stellungnahmen den zweiten Platz. Der Anteil der restlichen Länder lag bei unter 40 Stellungnahmen. Für eine genaue Aufschlüsselung der Länderverteilung sei an dieser Stelle abermals auf das Feedback-Statement verwiesen.<sup>85</sup>

Ein auffälliges Ergebnis lieferte hierbei die Auswertung jener Fragen, die regulierende Maßnahmen für Vermögensverwalter zum Inhalt hatten. Im konkreten handelt es sich hierbei um die Fragen 14-16.<sup>86</sup> Lediglich die Hälfte der Stellungnehmenden lieferte im Zuge der Konsultation Antworten zu diesen Fragestellungen. Jedoch würde die Mehrheit der Antwortenden regulierende Maßnahmen begrüßen, um die Transparenz innerhalb der angewandten Vergütungs- und Anreizstrukturen der Vermögensverwalter zu

---

<sup>82</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011k).

<sup>83</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j).

<sup>84</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 3.

<sup>85</sup>Vgl. ebd., S. 3-4.

<sup>86</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 15-16.

erhöhen. Eine effektivere Überwachung der Aktivitäten dieser Marktakteure wäre dadurch möglich.<sup>87</sup> Im Gegenzug lehnten jedoch die Mehrheit der Stellungnehmenden eine Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter, welche Inhalt der Frage 16 war,<sup>88</sup> ab. Ihrer Ansicht nach, gebe es bereits ausreichend Regulierung, um Interessenkonflikte bei diesen Marktakteuren zu vermeiden.<sup>89</sup> Eine ebenfalls hohe Befürwortung ergab der Vorschlag der Europäischen Kommission hinsichtlich der Erhöhung der Transparenz bei Stimmrechtsvertretern<sup>90</sup>, welche Bestandteil der Frage 21 war<sup>91</sup>. 75% der Stellungnehmenden würden Rechtsvorschriften begrüßen, welche die Aktivitäten dieser Akteure transparenter nach außen gestalten. Dadurch wäre eine effektivere Bewältigung von Interessenkonflikten möglich.<sup>92</sup> Die Implementierung von technischen oder rechtlichen Mechanismen auf europäischer Ebene zur Identifikation der Aktionäre durch ihre Emittenten<sup>93</sup>, wurde, im selben Ausmaß wie die vorangegangene Fragestellung, befürwortet. In diesem Bereich sind Verbesserungen notwendig, um die Identifizierung der Aktionäre zu erleichtern.<sup>94</sup>

Eine Einigkeit innerhalb der Antwortenden im Hinblick auf die Umsetzung und Überwachung der Corporate Governance-Kodizes<sup>95</sup>, ergab die Auswertung der Stellungnahmen nicht. Zwar würde eine große Mehrheit Maßnahmen begrüßen, welche zu einer Qualitätssteigerung in den Erläuterungen der Corporate Governance-Berichterstattungen führen würden.<sup>96</sup> Jedoch lehnte die Mehrheit eine Implementierung zusätzlicher Aufsichtsbehörden zur Qualitätsüberprüfung, aufgrund der hohen Kosten und anderer Faktoren, kategorisch ab.<sup>97</sup>

## **1.5. Stellungnahmen zum Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“**

### **1.5.1. Methodik der Erfassung und Kategorisierung der Stellungnahmen**

Hier erfolgt nun eine Darstellung der zugrunde liegenden Grundgesamtheit der analysierten Stellungnahmen. Zu diesem Zweck wurden anfangs alle eingelangten Kommentare, welche auf der Webseite der Europäischen Kommission abrufbar sind,<sup>98</sup> zwecks Analyse herangezogen. Im Gegensatz zur

---

<sup>87</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 12-13.

<sup>88</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 16.

<sup>89</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 13.

<sup>90</sup> Vgl. ebd., S. 14.

<sup>91</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>92</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 14.

<sup>93</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 18-19.

<sup>94</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 15.

<sup>95</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 23.

<sup>96</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 17.

<sup>97</sup> Vgl. ebd., S. 18.

<sup>98</sup> Vgl. European Commission-The EU Single Market (2012).

veröffentlichten Anzahl im Feedback-Statement der Europäischen Kommission (409)<sup>99</sup>, wurden lediglich 408 Stellungnahmen auf der Homepage identifiziert. Zudem ist anzumerken, dass das Abrufen einer Stellungnahme zum Zeitpunkt der Auswertung nicht mehr möglich war und zwei weitere doppelt angeführt wurden. Im Konkreten handelt es sich hierbei um „Vermeulen Van der Elst“, „ioa.de“ und „Spencer Stuart“<sup>100</sup>, aus welchem Grund sich die tatsächliche Anzahl der auswertbaren Stellungnahmen auf 405 belief.

Im Anschluss erfolgte eine Verteilung nach der sprachlichen Zugehörigkeit der einzelnen Kommentare. Aufgrund der zu Beginn im Abschnitt 1.2. der vorliegenden Masterarbeit angesprochenen fehlenden Sprachkenntnisse sind nur jene Stellungnahmen Teil der Analyse, welche in deutscher oder englischer Sprache verfasst wurden. Dadurch ergibt sich schlussendlich eine Grundgesamtheit von 346 Kommentaren, welche die Basis für die weiteren Kapitel bildet. Hierbei handelt es sich um 85% aller eingelangten Stellungnahmen.

Um eine effektive Bewertung der eingelangten Kommentare zu ermöglichen, wurden diese zu einzelnen homogenen Gruppen zusammengefasst. Dabei erfolgte eine Unterteilung nach einzelnen Berufsgruppen und eine darauffolgende Analyse ihrer Stellungnahmen. Diese Herangehensweise ermöglichte eine detailliertere Betrachtung der Ansichten zu den behandelten Themenbereichen innerhalb der antwortenden Marktakteure. Zudem erleichterte diese Herangehensweise die Identifizierung von Übereinstimmungen innerhalb der Argumentationen der einzelnen Gruppen. Dies ermöglicht einen direkten Vergleich der Ansichten der unterschiedlichen Gruppierungen zu den einzelnen Fragesellungen. Die Stellungnehmenden wurden in diesem Zusammenhang in neun Gruppen gegliedert, welche nachfolgend näher beschrieben werden. Zudem bildet die nachfolgende Aufzählung die Grundstruktur der im Anschluss beginnenden Hauptkapitel:

1. „Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände“ beinhalten jene Organisationen, welche im Versicherungs- bzw. Vorsorgesektor tätig sind. Ihre jeweiligen Interessenvertretungen sind ebenfalls Teil der Gruppe. Ein Ziel liegt darin, Institutionen oder Investoren, welche einen langfristigen Anlagehorizont am Kapitalmarkt verfolgen, in einer Gruppe zu vereinen, weshalb in der vorliegenden Gruppe auch Pensionsfonds und institutionelle Investoren eingeordnet wurden.
2. „Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände“ beinhalten jene Organisationen, welche ihre Dienstleistungen ausschließlich im Finanzsektor anbieten. Ihre jeweiligen Interessenvertretungen sowie Nationalbanken der einzelnen Mitgliedsstaaten wurden hier ebenfalls eingeordnet.

---

<sup>99</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011k), S. 2.

<sup>100</sup> Vgl. European Commission-The EU Single Market (2012), Abs. Individuell Replies.

3. „Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände“ sind Organisationen, welche im Bereich der Vermögensverwaltung bzw. Asset Management tätig sind. Interessenvertretungen werden hier abermals eingeordnet.
4. „Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände“ beinhalten ausschließlich Unternehmensberater in den Bereichen Accounting, Interne Revision und Steuerwesen. Ihre jeweiligen Interessenvertretungen sind hier ebenso angesiedelt. Organisationen, wessen Geschäftsmodelle nicht die angeführten Bereiche inkludieren, sind nicht Teil dieser Gruppe.
5. „Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände“ inkludieren vor allem Anwaltskanzleien und Zusammenschlüsse selbstständiger Rechtsanwälte. Der Ausdruck „Secretaries“ wurde in diesem Zusammenhang bewusst als eigenständige Gruppe beibehalten, da die angeführte Berufsgruppe im deutschsprachigen Raum nicht existiert.<sup>101</sup> Hierbei handelt es sich um eine Besonderheit aus dem englischen Gesellschaftsrechts. Ein Company Secretary ist wesentlich stärker im administrativen Bereich des Unternehmens tätig als vergleichsweise österreichische Sekretäre. Sie tragen die Verantwortung für die Korrespondenz mit örtlichen Behörden und werden nach außen hin als offizielle Ansprechpartner angesehen, wenn es um die Belangen des Unternehmens geht.<sup>102</sup> Interessenvertretungen beider Berufsgruppen werden hier ebenfalls angeführt.
6. „Andere Unternehmen sowie deren Verbände“ bezeichnen all jene Unternehmen und deren Interessenvertretungen, welche in den vorangegangenen Kategorien nicht eingegliedert werden konnten. Hier finden sich beispielsweise Unternehmen, welche in der Automobilbranche oder Bekleidungsindustrie tätig sind. Zudem erfolgte eine Eingliederung jener Beratungsunternehmen, welche nicht die Dienstleistungen der vierten Gruppe anbieten. Ihre Beratungen sind eher allgemeiner Natur (Führungsstil, Mitarbeitermotivation, Public Relation, etc.), weshalb sie dieser Gruppe zugeordnet wurden.
7. „Sonstige Verbände, Komitees und Foren“ beinhalten die restlichen Interessenvertretungen, welche in den zuvor genannten Kategorien keine Zuordnung fanden. Zusätzlich finden sich in dieser Gruppe neben diverser NGOs bzw. Bürgergesellschaften und Kammern auch Ausschüsse wieder. Unterschiedliche Diskussionsforen und Komitees werden hier ebenfalls eingeordnet.
8. „Staatsämter und Regulierungsbehörden“ unter dieser Kategorie findet man überwiegend Ministerien im Bereich der Wirtschaft, Finanz und Justiz, diverse Regierungen und öffentliche Ämter.
9. „Andere“ beinhaltet eine Zusammenfassung von einzelnen Gruppen, welche aufgrund der geringen Anzahl an identifizierten Stellungnahmen, nicht ausreichen repräsentativ erschienen um eigenständig

---

<sup>101</sup>Vgl. Easy & simple Formations UK Limited (2012).

<sup>102</sup>Vgl. Förderland (2012), Abs. Company Secretary.

analysiert zu werden. Jedoch sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass bei direkter Behandlung einer Unterkategorie in den Fragestellungen des Grünbuchs ihre Ansichten gesondert dargestellt werden. Folgende Unterkategorien sind hier vertreten: Individuelle Stellungnahmen, Arbeitnehmervertreter, Börsen, Forschungseinrichtungen, Private Anleger, Stimmrechtsvertreter und Aufsichts- bzw. Vorstandsvereinigungen. Eine Ausnahme bildet in diesem Zusammenhang lediglich die Unterkategorie der Individuellen Stellungnahmen. Zwar verzeichneten sie einen relativ hohen Anteil an der Konsultation, jedoch fehlt es den Stellungnehmenden an Homogenität, weshalb eine gesonderte Darstellung ihrer Ansichten nicht zielführend wäre.

### **1.5.2. Statistische Auswertung der Stellungnahmen**

Der nachfolgende Abschnitt befasst sich mit der statistischen Auswertung der analysierten Stellungnahmen. Dabei erfolgt eine Verteilung nach ihrem jeweiligen Herkunftsland und ihrer sprachlichen Zugehörigkeit. Um eine ausreichende Analyse zu gewährleisten, erfolgt anschließend eine Aufschlüsselung der Gruppenzugehörigkeit bezüglich der analysierten Stellungnahmen. Abgerundet wird das Kapitel noch mit der Analyse der Teilnahme an den einzelnen Fragen. Dies ermöglicht die Identifizierung der relevanten Themenbereiche für den Stellungnehmenden innerhalb der Konsultation. Abschließend erfolgt eine kurze Erläuterung zu den nachfolgenden Kapiteln.

#### **1.5.2.1. Analyse der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen**

Nun erfolgt eine Aufstellung der an der Konsultation der Europäischen Kommission beteiligten Organisationen nach ihrem Sitz. Tabellarisch soll veranschaulicht werden, wie hoch die absolute Anzahl der analysierten Stellungnahmen des jeweiligen Landes und ihr prozentueller Anteil an der Grundgesamtheit war. Anhand der Analyse ergab sich eine Beteiligung von 34 verschiedenen Ländern an der Befragung. Bei Organisationen, die einer grenzüberschreitenden Kooperation angehören, erfolgte zusätzlich eine Differenzierung von Vereinigungen auf europäischer oder internationaler Ebene. Drei Stellungnahmen, welche weniger als 1% der Gesamtheit ausmachen, beinhalteten keinen Hinweis auf ihre Herkunft, weshalb sie der Kategorie „Keine Angabe“ zugeordnet werden.

Tabelle 2: Verteilung der analysierten Stellungnahmen nach ihrem Herkunftsland

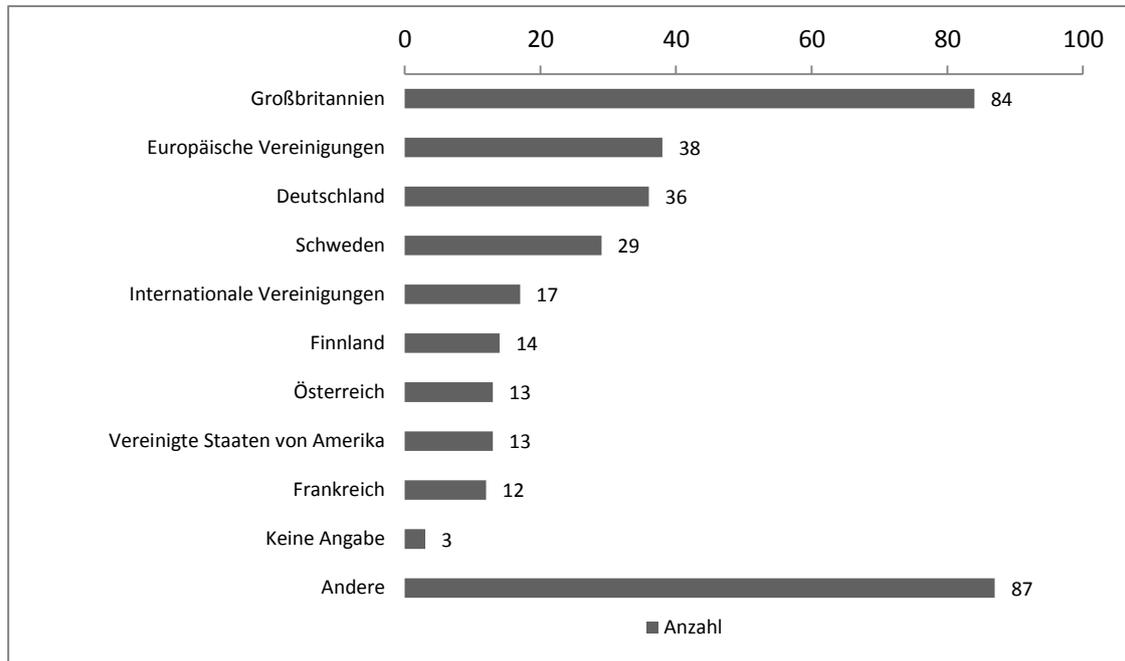
<i>Land</i>	<i>Anzahl</i>	<i>in Prozent</i>	<i>Land</i>	<i>Anzahl</i>	<i>in Prozent</i>
Großbritannien	84	24,28%	Polen	3	0,87%
Europäische Vereinigungen	38	10,98%	Ungarn	3	0,87%
Deutschland	36	10,40%	Kanada	2	0,58%
Schweden	29	8,38%	Malta	2	0,58%
Internationale Vereinigungen	17	4,91%	Südafrika	2	0,58%
Finnland	14	4,05%	Australien	1	0,29%
Österreich	13	3,76%	Brasilien	1	0,29%
Vereinigte Staaten von Amerika	13	3,76%	Bulgarien	1	0,29%
Frankreich	12	3,47%	Estland	1	0,29%
Belgien	9	2,60%	Griechenland	1	0,29%
Dänemark	9	2,60%	Lettland	1	0,29%
Italien	9	2,60%	Litauen	1	0,29%
Irland	9	2,60%	Portugal	1	0,29%
Niederlande	9	2,60%	Rumänien	1	0,29%
Tschechische Republik	5	1,45%	Slowakei	1	0,29%
Spanien	5	1,45%	Slowenien	1	0,29%
Luxemburg	4	1,16%	Zypern	1	0,29%
Norwegen	4	1,16%	Keine Angabe	3	0,87%
			<b>Summe</b>	<b>346</b>	<b>100%</b>

Quelle: Eigene Darstellung

Den höchsten Anteil der Statistik weist Großbritannien auf. Mit 84 Stellungnahmen bzw. 24% der Grundgesamtheit verzeichnet es die größte Anteilnahme an der Befragung. Europäische Vereinigungen liegen mit 38 abgegebenen Erklärungen bzw. 11% an zweiter Stelle. Knapp dahinter liegt Deutschland mit 36 Stellungnahmen, welches einen Wert von 10% in der Statistik einnimmt. Das obere Feld der Auswertung wird noch durch Schweden komplettiert, welches mit 29 Stellungnahmen noch eine relativ hohe Beteiligung an der Konsultation aufweist. Dadurch liegt ihr Anteil an der Gesamtheit bei über 8%. In Weiterer Folge ist ein Einbruch der Beteiligung erkennbar. Die Internationalen Vereinigungen, welche nur mehr 17 Stellungnahmen aufweisen, leiten den Abwärtstrend ein. Die Europäische Kommission erhielt nachfolgend aus neun Ländern (Finnland, Dänemark, Österreich, USA, Frankreich, Italien, Niederlande, Belgien, Irland) nur mehr zwischen 9-14 Stellungnahmen. Ihr prozentueller Anteil liegt dadurch lediglich zwischen 2% und 4%. Die restlichen 22 Staaten der Tabelle weisen einen Wert von unter 2% an der Grundgesamtheit auf, welcher einer Anzahl von unter sechs abgegebenen Stellungnahmen entspricht. Drei Stellungnahmen gaben in diesem Zusammenhang ihr Herkunftsland nicht an.

Die im Anschluss angeführte Grafik soll das aufgezeigte Ergebnis nochmals veranschaulichen.

Abbildung 1: Verteilung der analysierten Stellungnahmen nach ihrem Herkunftsland



Quelle: Eigene Quelle Darstellung

### 1.5.2.2. Analyse der sprachlichen Zuordnung der Stellungnahmen

Nun erfolgt eine Analyse der sprachlichen Zugehörigkeit der ausgewerteten Stellungnahmen. Aufgrund der großen Bedeutung der englischen Sprache im Wirtschaftsleben, ist es nicht verwunderlich, dass 89% der 346 analysierten Erklärungen in Englisch verfasst wurden. Dies entspricht einer absoluten Anzahl von 308 Stellungnahmen. Weit abgeschlagen in der Statistik liegt anschließend Deutsch, welche einen Wert von 11% in der Gesamtheit einnimmt. Konkret handelt es sich hierbei um 38 eingelangte Stellungnahmen in deutscher Sprache. Um das Ergebnis an dieser Stelle zu vervollständigen, erfolgt anschließend eine tabellarische Auflistung der Anteile der Stellungnahmen in den übrigen Sprachen. Diese sind jedoch, wie bereits in einigen Abschnitten zuvor angeführt, nicht Bestandteil der vorliegenden Auswertung. Auf eine grafische Darstellung des Ergebnisses wird, aufgrund der geringen Aussagekraft, an dieser Stelle verzichtet.

Tabelle 3: Verteilung der eingelangten Stellungnahmen nach ihrer sprachlichen Zuordnung

<b><i>Sprache</i></b>	<b><i>Anzahl</i></b>	<b><i>In Prozent</i></b>
Englisch	308	76,05%
Deutsch	38	9,38%
Französisch	37	9,14%
Dänisch	4	0,99%
Portugiesisch	3	0,74%
Spanisch	3	0,49%
Italienisch	2	0,49%
Litauisch	2	0,49%
Niederländisch	2	0,49%
Bulgarisch	1	0,25%
Finnisch	1	0,25%
Griechisch	1	0,25%
Polnisch	1	0,25%
Schwedisch	1	0,25%
Slowakisch	1	0,25%
<b>Summe</b>	<b>405</b>	<b>100%</b>

Quelle: Eigene Darstellung

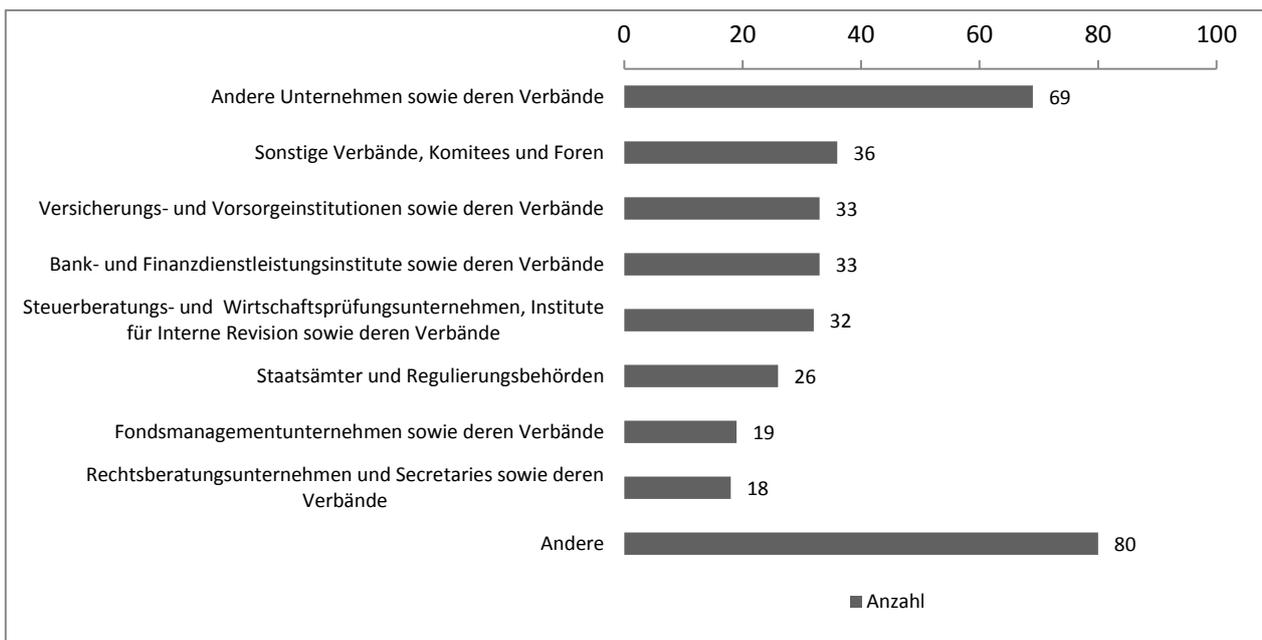
### 1.5.2.3. Analyse der Zugehörigkeit der Stellungnahmen anhand ihrer Kategorie

Die nachfolgend angeführte Grafik veranschaulicht, wie hoch die Anzahl der Stellungnahmen in den jeweiligen Gruppierungen war. In diesem Zusammenhang erfolgte, wie bereits erwähnt, eine Einteilung der 346 analysierten Stellungnahmen in verschiedene Kategorien. Die restlichen 59 Kommentare wurden aufgrund der sprachlichen Barrieren keiner Gruppe zugewiesen und sind nicht Teil der nachfolgenden Auswertung.

Anhand der Grafik ist ersichtlich, dass mit 69 Stellungnahmen die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände den größten Anteil an abgegebenen Kommentaren geliefert hat. Dies entspricht einem Anteil von 20% der Grundgesamtheit. Mit knapp über 10% liegt die Gruppe Sonstige Verbände, Komitees und Foren an zweiter Stelle, die im Zuge der Konsultation eine Beteiligung von 36 Stellungnahmen verzeichnete. Die drei nachfolgenden Gruppen liegen sehr nah bei einander. Mit 33 bzw. 32 eingelangten Erklärungen verzeichnen sie einen Wert von etwas über 9% an der Gesamtheit. Konkret handelt es sich hierbei um Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Banken und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände und Steuerberatungs- und

Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Die restlichen Gruppen<sup>103</sup> weisen lediglich einen Anteil von unter 5% auf, was einen Anteil zwischen 3-17 Stellungnahmen entspricht. Aufgrund der im Abschnitt 1.5.1. angesprochenen geringen Aussagekraft dieser Gruppen wurden sie in der Kategorie „Andere“ zusammengefasst. Lediglich die Individuellen Stellungnahmen weisen einen Wert von über 6% auf, welcher 22 Stellungnahmen entspricht. Jedoch werden die Stellungnehmenden als nicht ausreichend homogen betrachtet, weshalb sie ebenfalls in diese Kategorie eingegliedert wurden.

Abbildung 2: Anzahl der analysierten Stellungnahmen nach Kategorien



Quelle: Eigene Darstellung

#### 1.5.2.4. Analyse in Bezug auf die Fragen des zweiten Teils des Grünbuchs

Der folgende Abschnitt befasst sich mit der absoluten Anzahl der erhaltenen Antworten auf die Fragen 13-25 des Grünbuchs.<sup>104</sup> Jedoch sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass eine genaue Aufgliederung der erhaltenen Antworten nach Gruppen hier noch nicht erfolgt. Vielmehr soll einführend veranschaulicht werden, inwieweit die Fragen im Allgemeinen von den 346 Stellungnahmen beantwortet wurden. Die Aufschlüsselung der Ergebnisse nach unterschiedlichen Kategorien ist Teil der nachfolgenden Kapitel. In diesem Zusammenhang galt eine Frage als beantwortet, wenn der Stellungnehmende zur jeweiligen Fragestellung seine Ansichten anführte. In den Fällen, in denen mehrere Fragen gleichzeitig beantwortet wurden, erfolgte eine genaue Zuweisung zum jeweiligen Themenbereich. Ging der Stellungnehmende jedoch in diesem konkreten Fall auf eine der Fragen nicht ein, galt diese nicht als beantwortet.

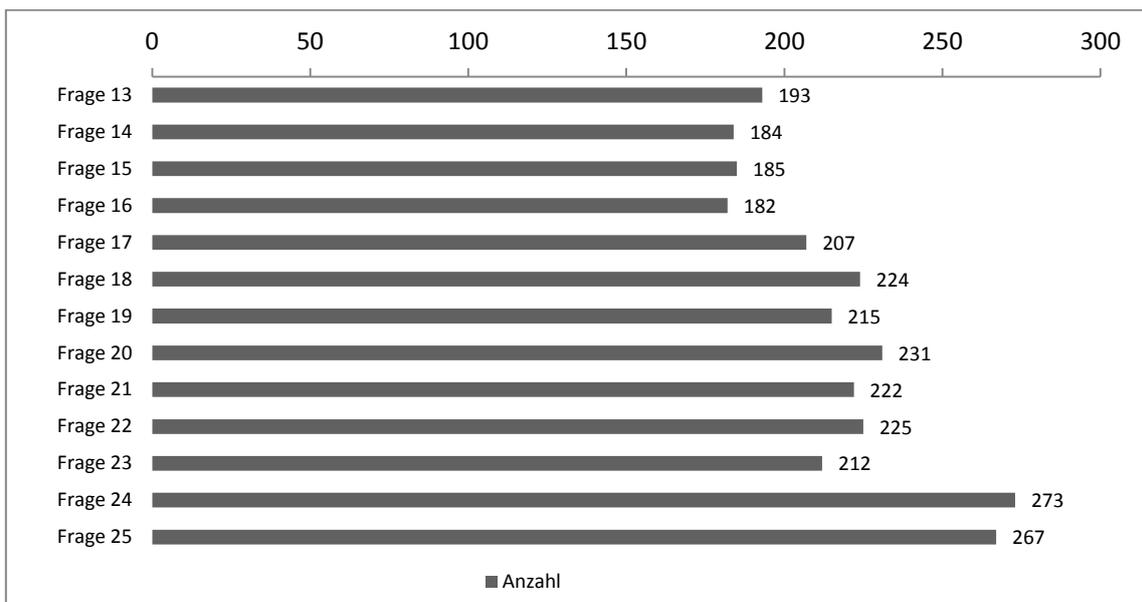
<sup>103</sup>Vgl. Abs. 1.5.1., S. 12.

<sup>104</sup>Europäische Kommission (2011j), S. 25-26.

## Einleitung

Die geringste Anzahl der Antworten verzeichneten in diesem Zusammenhang die Fragen 13-17. Der Anteil der Stellungnehmenden in diesem Bereich lag zwischen 52% und 60%. Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass es sich dabei zwischen 193 und 207 Stellungnahmen handelte. Im Mittelfeld lagen hingegen die Fragen 18-23, welche eine Beantwortung zwischen 62% und 66% von Seiten der analysierten Stellungnahmen aufwies. Auffällig ist hierbei die große Anteilnahme an der Debatte über die Effektivität des comply or explain-Ansatzes.<sup>105</sup> Mit einem Wert von über 75% verzeichnete sie den höchsten Wert der Statistik. Über 267 Stellungnehmende lieferten in diesem Zusammenhang ihre Ansichten zu den letzten beiden Fragen.

Abbildung 3: Anzahl der abgegebenen Antworten nach Fragen



Quelle: Eigene Darstellung

<sup>105</sup> Europäische Kommission (2011j), S. 21-23.

## 2. *Unangemessenes kurzfristiges Verhalten unter Anlegern* (Frage 13)

### 2.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage

Der Kapitalmarkt hat sich in der letzten Dekade stätig entwickelt. Technische Innovationen sowie neue Finanzprodukte trugen zu einem schnelleren und effizienteren Handeln am Kapitalmarkt bei. In diesem Zusammenhang wurde, von Seiten der Europäischen Kommission, der Hochfrequenz- und automatische Handel angeführt, welcher zu einer Erhöhung der Liquidität am Markt führte.<sup>106</sup> Jedoch brachten diese Veränderungen auch Schwierigkeiten mit sich. Eine Konsequenz daraus ist die Verkürzung der durchschnittlichen Haltedauer von Aktien. Zudem sei, nach Ansicht der Europäischen Kommission, eine Erhöhung der Anlagevermittlertätigkeiten erkennbar. Die Anzahl der langfristigen Anleger, welche Vermögensverwaltern eine Vollmacht übertragen, nimmt stetig zu.<sup>107</sup> Ein Resultat ist die Förderung des kurzfristigen Verhaltens bei Anlegern und eine Stärkung der Übernahme von übermäßigem Risiko am Kapitalmarkt, um kurzfristige hohe Gewinne erwirtschaften zu können.<sup>108</sup> Des Weiteren wirken sich diese Bereiche negativ auf das Engagement der Aktionäre im Unternehmen aus. Eine aktive Einbindung in die Unternehmensaktivitäten und die Schaffung von langfristigen Werten tritt dadurch mehr in den Hintergrund.<sup>109</sup> Abschließend führte die Europäische Kommission noch an, dass einzelne Regelungen (bezüglich Solvabilität und Pensionsfonds) dieses Verhalten zusätzlich unterstützen würden und hinderlich für eine Entwicklung von langfristigen Anlagestrategien seien.<sup>110</sup> Aus diesen Überlegungen entstand folgende Fragestellung:

Frage 13: „Bitte nennen Sie uns alle etwaigen EU-Rechtsvorschriften, die Ihrer Meinung nach zum unangemessenen kurzfristigen Denken unter Anlegern beitragen, und unterbreiten Sie Vorschläge, wie diese Bestimmungen im Hinblick auf die Verhinderung eines solchen Verhaltens geändert werden könnten.“<sup>111</sup>

### 2.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände

Knapp die Hälfte der Antwortenden, 16 von 33 Stellungnehmende (48%), beteiligte sich an der Frage 13.<sup>112</sup> Mit 69% (11 ST) befürwortet der überwiegende Teil der Gruppe die vorgeschlagenen Initiativen der Europäischen Kommission in diesem Bereich. Vor allem hinsichtlich der Aufforderung zur Aufzählung von Rechtsvorschriften, die zu einem unangemessenen kurzfristigen Denken unter Anlegern führt, gibt es unter den zustimmenden Antwortenden einige Übereinstimmungen. Dem gegenüber stehen 25% (vier ST) der Stel-

<sup>106</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 13.

<sup>107</sup>Vgl. ebd., S. 14.

<sup>108</sup>Vgl. ebd., S. 12-14.

<sup>109</sup>Vgl. ebd., S. 13.

<sup>110</sup>Vgl. ebd., S. 14.

<sup>111</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>112</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

lungnehmenden dem Bereich ablehnend gegenüber. Ein Stellungnehmer (6%) liefert neutrale Ansichten zur angesprochenen Thematik.<sup>113</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Solvency 2: Neun Stellungnehmende sehen die bevorstehenden Solvency 2-Regelungen als Initiator für kurzfristiges Verhalten bei Anlegern an.<sup>114</sup> Ihrer Meinung nach hat der prozyklische Effekt dieser Regulierung vor allem bei Pensionsfonds eine negative Auswirkung.<sup>115</sup> Die Solvenzkapitalanforderungen für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds soll sicherstellen, dass diese Unternehmen über ausreichend Reserven verfügen, um ihre Verbindlichkeiten genügend nachgehen zu können.<sup>116</sup> Jedoch führt dies, nach Meinung der Antwortenden, zu einer Abnahme der Investitionen in langfristige Anteile. Zeitgleich erhöht sich in diesem Zusammenhang die Beteiligung an kurzfristigen Anleihen und anderen Assets, welche ungünstig für die langfristige Eigentümerschaft sind.<sup>117</sup>
- Buchhaltungsregeln für Pensionsfonds: Vor allem das mark to market-accounting wurde von zwei Stellungnehmenden in diesem Zusammenhang angeführt.<sup>118</sup> Dieses Verfahren bezweckt die Maximierung der Fondswerte auf kurzfristiger Basis<sup>119</sup> und trage zur Aufrechterhaltung des kurzfristigen Denkens innerhalb der Pensionsinstitutionen bei.<sup>120</sup> Über die Entwicklung von alternativen Buchhaltungsmechanismen sollte nachgedacht werden, um mehr langfristige Positionen innerhalb der Fonds zu stärken.<sup>121</sup>
- IFRS: Auch an dieser Stelle führten zwei Stellungnehmende an, dass manche Bestimmungen in den IFRS zu kurzfristigem Verhalten beitragen. Im Konkreten wurde der IAS 19, der die Leistungen an Arbeitnehmern regelt, angeführt.<sup>122</sup> Nach Aussage eines Stellungnehmenden würde dieser Standard das kurzfristige Denken bei Unternehmen fördern und hätte dadurch Auswirkungen auf die Investitionsstrategien der Pensionsfonds.<sup>123</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Zum einen wurde damit argumentiert, dass ein unangemessenes kurzfristiges Verhalten der Anleger nicht erkennbar sei<sup>124</sup> und das Thema der Kurzfristigkeit am Kapitalmarkt keine direkte Relevanz für den Stellung-

---

<sup>113</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>114</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 72, 180, 294, 297, 311, 340, 345, 361.

<sup>115</sup>Vgl. ST-Nr. 72, 297.

<sup>116</sup>Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>117</sup>Vgl. ST-Nr. 180, 297, 345.

<sup>118</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 340.

<sup>119</sup>Vgl. ST-Nr. 93.

<sup>120</sup>Vgl. ST-Nr. 340.

<sup>121</sup>Vgl. ST-Nr. 93.

<sup>122</sup>Vgl. ST-Nr. 180, 297.

<sup>123</sup>Vgl. ST-Nr. 180.

<sup>124</sup>Vgl. ST-Nr. 19.

nehmenden habe.<sup>125</sup> Zum anderen sollten Aktionäre weiterhin frei über ihre Anlegerstrategie entscheiden dürfen<sup>126</sup> und eine Diskriminierung unterschiedlicher Anlegertypen durch die Gesetzgebung sollte nicht angestrebt werden.<sup>127</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Meinung des Stellungnehmenden sei die angeführte Fragestellung nicht leicht zu beantworten, weshalb die Europäische Kommission weitere Untersuchungen anstellen sollte. Zudem sollten die praktischen Auswirkungen von Änderungen der momentanen Systeme vorher genau untersucht werden, bevor neue Maßnahmen gesetzt werden.<sup>128</sup>

### 2.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Die Beantwortung der Frage lag in dieser Gruppe bei knapp 70% (23 von 33 ST).<sup>129</sup> Jedoch ist auffällig, dass die allgemeine Grundstimmung in dieser Gruppe ausgeglichen war. 57% (13 ST) stehen dem Bereich positiv gegenüber. 39% (neun ST) hingegen vertreten eine negative Haltung zu weiteren Initiativen. Ein Antwortender (4%) steht dem Bereich neutral gegenüber.<sup>130</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Solvency 2: Dieser Bereich wurde abermals am häufigsten von den Stellungnehmenden (6 ST) angeführt.<sup>131</sup> Diese Regelung führe nach Ansicht einiger Stellungnehmender zu einer Übervorteilung des kurzfristigen Handels<sup>132</sup> und zu einer Benachteiligung von langfristigen Investitionen in gelisteten und nichtgelisteten Anteilen.<sup>133</sup>
- MiFID<sup>134</sup>: Die liquiditätsbezogenen Maßnahmen innerhalb der MiFID-Bestimmungen würden nach Ansicht einiger Stellungnehmenden zu einem kurzfristigen Handeln am Kapitalmarkt führen und langfristige Investoren benachteiligen.<sup>135</sup> Zudem erfolgte durch die Liberalisierung des europäischen Börsenmarktes der Eintritt neuer Marktteilnehmer mit unterschiedlichen Investitionsstrategien. Der dadurch angestiegene automatisierte Hochfrequenzhandel verursachte eine große Veränderung am Kapital-

---

<sup>125</sup>Vgl. ST-Nr. 366.

<sup>126</sup>Vgl. ST-Nr. 367.

<sup>127</sup>Vgl. ST-Nr. 104.

<sup>128</sup>Vgl. ST-Nr. 287.

<sup>129</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>130</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>131</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 197, 324, 351, 359, 401.

<sup>132</sup>Vgl. ST-Nr. 359.

<sup>133</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 351.

<sup>134</sup>Richtlinie 2004/39/EG „über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates“

<sup>135</sup>Vgl. ST-Nr. 359, 401.

markt, die, nach Ansicht der Antwortenden, die Abnahme der Marktanteile von langfristigen Investoren zur Folge hatte. Eine Konsequenz daraus ist die Reduzierung der durchschnittlichen Haltedauer der Anteile und die Ermutigung zu kurzfristigem Handeln am Kapitalmarkt.<sup>136</sup> Diese Ansichten führten vier Stellungnehmende an.

- Quartalsberichte: Diese gesetzliche Aufstellungspflicht führe, nach Meinung von drei Antwortenden, zu einem kurzfristigem Verhalten bei den Marktakteuren.<sup>137</sup>
- IFRS: Zwei Stellungnehmende führen auch an dieser Stelle die IFRS-Verordnungen als kurzfristigen Motor an.<sup>138</sup> Ein Antwortender gab vor allem die Bestimmungen des IAS 17 (Leasingverhältnisse) und IAS 19 (Leistungen an Arbeitnehmern) an, die seiner Ansicht nach Vermögenseigentümer und andere Investoren von langfristigen Anteilen abhielten.<sup>139</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Die Gegner innerhalb dieser Gruppe lehnen weitere beschwerliche Regulierungen in diesem Bereich ab, da sie lediglich zu einer Überregulierung führen würden.<sup>140</sup> Zudem sei es nicht ersichtlich, inwieweit zusätzliche Maßnahmen zu einer Änderung am Kapitalmarkt führen können.<sup>141</sup> Nach Meinung einiger Stellungnehmenden gebe es eine Fülle an unterschiedlichen Investoren, mit unterschiedlichen Investitionsstrategien, Ressourcen und Risikoeinstellungen.<sup>142</sup> Sie sollten weiterhin frei über die angestrebten Investitionsstrategien entscheiden dürfen. Eine Beschränkung oder Vorgabe des Investitionsverhaltens durch die Gesetzgebung sollte in diesem Zusammenhang nicht angestrebt werden.<sup>143</sup> Sechs Stellungnehmende vertraten diese Ansichten.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Die regelmäßige Berichterstattung (Halbjahres-, Quartalsberichte) führe sicherlich, nach Ansicht des neutral Antwortenden, zu einer stärkeren kurzfristigen Orientierung bei den Investoren. Jedoch sei der Grad der Unangemessenheit eine Frage der Güterabwägung, weshalb sie in diesem Zusammenhang nicht beantwortet werden kann.<sup>144</sup>

---

<sup>136</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 352.

<sup>137</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 351, 397.

<sup>138</sup>Vgl. ST-Nr. 197, 351.

<sup>139</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>140</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 334, 356.

<sup>141</sup>Vgl. ST-Nr. 259.

<sup>142</sup>Vgl. ST-Nr. 28.

<sup>143</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 343.

<sup>144</sup>Vgl. ST-Nr. 406.

## 2.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Mit 84% lag die Anteilnahme an der Frage 13 in dieser Gruppe relativ hoch.<sup>145</sup> In absoluten Zahlen ausgedrückt gaben an dieser Stelle 16 der 19 Stellungnehmenden ihre Ansichten zur vorliegenden Frage wieder. Etwas mehr als die Hälfte der Antwortenden (56% oder neun ST) befürworteten in diesem Zusammenhang die Vorschläge der Europäischen Kommission in diesem Bereich. Mit etwas über 38% (sechs ST) sind die Gegner an dieser Stelle in der Unterzahl. Ein Stellungnehmender (6%) steht dem Thema neutral gegenüber.<sup>146</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Solvency 2: Diese Regelung wurde von sechs Stellungnehmenden am häufigsten angeführt.<sup>147</sup>
- IFRS: Konkret wurde hierbei der faire Value-Ansatz von zwei Antwortenden angeführt. Er trage nach Ansicht der Stellungnehmenden zu unangemessenen kurzfristigen Verhalten bei und verursache negative Konsequenzen.<sup>148</sup>
- MiFID: Zwar lag der Schwerpunkt dieser Bestimmung in der Erhöhung der Liquidität und der Reduzierung der Transaktionskosten,<sup>149</sup> wodurch nach Ansicht eines Stellungnehmenden die Effizienz der europäischen Märkte gesteigert wurde.<sup>150</sup> Jedoch wurden dadurch kurzfristige Investmentstrategien bei Investoren und Intermediaries ebenfalls erleichtert und ermutigt,<sup>151</sup> weshalb die marginalen Vorteile dieser Reform nochmals von Seiten der Europäischen Kommission überprüft werden sollten, um potenzielle negative Auswirkungen zu identifizieren.<sup>152</sup> Zwei Stellungnehmende vertraten diese Ansichten.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Die Kritiker in diesem Zusammenhang führen oft an, dass Vermögensverwalter durch vertragliche Vereinbarungen an individuelle Weisungen und den Willen ihrer Klienten gebunden seien.<sup>153</sup> Je nachdem, welche Investitionsstrategie der Kunde anstrebt, erfolgt eine Adaptierung dieser durch die Vermögensverwalter. Eine gesetzliche Regulierung in diesem Bereich hätte nur die Untergrabung des Willens der Klienten zur Folge, weshalb dies von den Gegnern abgelehnt wird.<sup>154</sup> Zudem bestehe der Kapitalmarkt aus vielen unterschied-

---

<sup>145</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>146</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>147</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 156, 229, 298, 306, 338.

<sup>148</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 338.

<sup>149</sup>Vgl. ST-Nr. 113, 229.

<sup>150</sup>Vgl. ST-Nr. 229.

<sup>151</sup>Vgl. ST-Nr. 113.

<sup>152</sup>Vgl. ST-Nr. 229.

<sup>153</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 25, 94.

<sup>154</sup>Vgl. ST-Nr. 16.

lichen Beteiligten, mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen und Anreizen.<sup>155</sup> Regulierende Maßnahmen sollten diese Vielfalt am Kapitalmarkt nicht begrenzen. Vier Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Dem Stellungnehmenden sind europäische Regelungen, die zu einem unangemessenen kurzfristigen Verhalten führen, nicht bekannt. Jedoch handelt es sich, seiner Ansicht nach, hierbei um ein sehr komplexes Thema, weshalb weitere Untersuchungen von Seiten der Europäischen Kommission notwendig sind, um den Bereich näher zu analysieren.<sup>156</sup>

## **2.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppen, lag hier die Beteiligung der Frage relativ niedrig. Mit knapp 41% ging weniger als die Hälfte der Stellungnehmenden auf die Frage 13 ein (13 von 32 ST).<sup>157</sup> Mit 38% (fünf ST) fällt der Anteil der Befürworter in der Gruppe der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer geringer aus, als jener der Gegner (46% bzw. sechs ST). Die restlichen 15% (zwei ST) sind dem neutralen Lager zuzuordnen.<sup>158</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Drei Antwortende gaben an, dass Quartalsberichte und bestimmte Berichte der Ratingagenturen ihren Fokus auf die Kurzfristigkeit setzen.<sup>159</sup> Dadurch liegt das Augenmerk der Investoren in der Maximierung der Rückflüsse auf Quartalsbasis. Zudem wecke man, nach Ansicht eines Antwortenden, dadurch eher ein Interesse an finanziellen Ergebnissen als an beschreibenden Veröffentlichungen bei den Investoren.<sup>160</sup> Die Berichterstattungsmaßnahmen sollten aussagekräftigere Informationen beinhalten und den langfristigen Aspekt mehr fördern, um dem Problem effektiver entgegenzuwirken.<sup>161</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Gegner gaben in diesem Zusammenhang an, dass Regelungen, welche zu einem kurzfristigen Verhalten bei Investoren führen, nicht bekannt seien.<sup>162</sup> Zudem sei es in der Praxis sehr schwierig neue Maßnahmen zu implementieren, welche dem angesprochenen Problem der Kurzfristigkeit effektiv entgegenwirken und in

---

<sup>155</sup>Vgl. ST-Nr. 94, 141.

<sup>156</sup>Vgl. ST-Nr. 118.

<sup>157</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>158</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>159</sup>Vgl. ST-Nr. 138, 288, 336.

<sup>160</sup>Vgl. ST-Nr. 288.

<sup>161</sup>Vgl. ST-Nr. 138, 288, 336.

<sup>162</sup>Vgl. ST-Nr. 80, 115, 202.

weiterer Folge das Verhalten der Investoren beeinflussen können.<sup>163</sup> Nach Ansicht eines Antwortenden sei es nicht möglich, Aktionäre als homogene Gruppe zu definieren, weshalb eine one size fits all-Lösung nicht angestrebt werden sollte.<sup>164</sup> Fünf Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Einerseits wurde eine Skepsis gegenüber der tatsächlich negativen Auswirkung von kurzfristigen Eigentümerschaften in Verbindung mit einer guten Corporate Governance zum Ausdruck gebracht.<sup>165</sup> Andererseits wurde angeführt, dass die europäischen Rechtsvorschriften weniger zu einem kurzfristigen Denken bei Anleger beitragen, als es die Entwicklung des internationalen Kapitalmarktes tue. Dies sei, nach Ansicht eines Antwortenden, der Grund für ein unangemessenes Verhalten der Investoren. Trotz allem sei es jedoch hilfreich wenn weiterer Untersuchungen hinsichtlich der Rechtsvorschriften angestrebt werden, um dadurch unbeabsichtigte Konsequenzen am Kapitalmarkt zu vermeiden.<sup>166</sup>

## 2.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Gruppe der Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries beinhaltete insgesamt 18 Stellungnehmende, wovon 72% (13 ST) im Zuge der Konsultierung die Frage 13 beantwortenden.<sup>167</sup> Mit 62% (acht ST) verzeichnen die Befürworter die Mehrheit innerhalb der Statistik. Die restlichen 38% (fünf ST) stehen weiteren Initiativen ablehnend gegenüber.<sup>168</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Quartalsberichte: Fünf Stellungnehmende verwiesen abermals darauf hin, dass Quartalsberichte zu einem unangemessenen kurzfristigen Verhalten bei den Investoren führen würden.<sup>169</sup>
- Vergütung der Vermögensverwalter und Verwaltungsratsmitglieder: Zwei Stellungnehmende behandeln in diesem Zusammenhang die Vergütungsstrukturen beider Marktakteure.<sup>170</sup> Dabei seien nach Ansicht eines Antwortenden die Anreize für Vermögensverwalter oft falsch ausgerichtet. Ihre Vergütung wird in der Praxis auf Quartalsbasis bemessen, wodurch Anreize geschaffen werden, lediglich die Quartalswerte zu maximieren. Eine Erhöhung des kurzfristigen Verhaltens wäre dadurch die Konsequenz. Da jedoch eine Regulierung in diesem Bereich sehr schwierig erscheint, sollte nach Auffassung des Antwortenden die Leistungen der Vermögensverwalter in einer Weise gemessen werden, welche die gesamten Kosten der

---

<sup>163</sup>Vgl. ST-Nr. 115, 125, 354.

<sup>164</sup>Vgl. ST-Nr. 354.

<sup>165</sup>Vgl. ST-Nr. 75.

<sup>166</sup>Vgl. ST-Nr. 124.

<sup>167</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>168</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>169</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 107, 228, 308, 316.

<sup>170</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 155.

Investitionsentscheidung beinhalten.<sup>171</sup> Der zweite Stellungnehmende befasst sich hingegen mit der Vergütungsstruktur der Verwaltungsratsmitglieder. Auch hier sollte bei der Festsetzung ihrer Entlohnung sichergestellt werden, dass diese nicht auf kurzfristigen Leistungen beruht. Dabei sollte nach Ansicht des Antwortenden die Festsetzung des variablen Teils der Vergütung mehr auf sachlichen als auf finanzwirtschaftlichen Kriterien beruhen.<sup>172</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Investoren am Kapitalmarkt würden nach Ansicht einiger Gegner unterschiedliche Aufträge verfolgen, wodurch sich ihre individuellen Motive sehr voneinander unterscheiden.<sup>173</sup> Manche streben eine langfristige Einbindung im investierten Unternehmen an, andere wiederum möchten lediglich ihre Anteile schnell kaufen und verkaufen.<sup>174</sup> Die Einführung neuer Maßnahmen, um das Verhalten der Investoren zu lenken, wäre hierbei nicht zielführend.<sup>175</sup> Zudem sei der kurzfristige Handel für die Funktionalität des Kapitalmarktes essentiell, da dadurch die notwendige Liquidität erbracht wird.<sup>176</sup> In diesem Zusammenhang sollte nach Ansicht einiger Antwortender eher eine marktbasierende Lösung angestrebt werden.<sup>177</sup> Fünf Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

## 2.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Die Gruppe der Anderen Unternehmen verzeichnete die höchste Anteilnahme an der Konsultation des zugrundeliegenden Grünbuchs. Eine Auffälligkeit in diesem Zusammenhang war jedoch, dass mit knapp 43% (30 von 69 ST) weniger als die Hälfte der Stellungnehmenden, Antworten zur vorliegenden Fragestellung lieferten.<sup>178</sup> Jedoch zeigt die Auswertung der Grundstimmung zum vorliegenden Bereich ein ausgewogenes Ergebnis auf. Mit jeweils 15 Befürwortern bzw. Gegnern (50%) ist die allgemeine Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe sehr ausgewogen.<sup>179</sup> Unter jenen Unternehmen, die sich nicht an der Frage 13 beteiligten, führten sieben Stellungnehmende auffälligerweise idente Argumente an. Ihrer Meinung nach ziele die Fragestellung nicht auf die Corporate Governance der gelisteten Unternehmen ab, sondern behandle eher die interne Governance der institutionellen Investoren. Aus diesem Grund haben sie sich schlussendlich dazu entschlossen, von einer Beantwortung der Frage abzugehen.<sup>180</sup>

---

<sup>171</sup>Vgl. ST-Nr. 63.

<sup>172</sup>Vgl. ST-Nr. 155.

<sup>173</sup>Vgl. ST-Nr. 102, 109, 128, 130.

<sup>174</sup>Vgl. ST-Nr. 128.

<sup>175</sup>Vgl. ST-Nr. 109, 130, 376.

<sup>176</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

<sup>177</sup>Vgl. ST-Nr. 130, 376.

<sup>178</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>179</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>180</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Solvency 2: Acht Stellungnehmende sahen in dieser Bestimmung einen Initiator für das unangemessene kurzfristige Verhalten der Akteure am Kapitalmarkt.<sup>181</sup>
- Quartalsberichte: Vier Antwortende sahen in der Quartalsberichterstattung einen Motor für das kurzfristige Verhalten bei Investoren.<sup>182</sup> Manche Antwortenden verlangten zudem eine Beseitigung der Verpflichtung dieser Berichtsform.<sup>183</sup> Unternehmen sollte es überlassen werden, in welchen unterjährigen Abständen sie den Kapitalmarkt über ihren Geschäftsverlauf Informieren.<sup>184</sup>
- IFRS<sup>185</sup> und MiFID-Bestimmung<sup>186</sup>: Diese Regelungen wurden jeweils von zwei Stellungnehmenden in diesem Zusammenhang angeführt.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Probleme mit der Kurzfristigkeit am Kapitalmarkt nicht bekannt: Die angesprochene Problematik des kurzfristigen Verhaltens am Kapitalmarkt war für fünf Antwortende nicht erkennbar, wodurch es ihnen nicht möglich war, spezifische Regelungen, welche dies fördern würden, anzuführen.<sup>187</sup>
- Unterschiedliche Investoren verfolgen unterschiedliche Interessen: Vier Stellungnehmende führen sich in diesem Zusammenhang die unterschiedlichen Rollen der verschiedenen Investoren am Kapitalmarkt an.<sup>188</sup> Manche verfolgen eine intensive Einbindung in das investierte Unternehmen, andere wiederum bevorzugen den schnellen Kauf und Verkauf ihrer Anteile.<sup>189</sup> Dadurch ergeben sich unterschiedliche Anlagehorizonte, welche für die Funktionalität des Kapitalmarktes essentiell sind.<sup>190</sup> Der Handel sei nach Ansicht weiterer Antwortender eine Kombination aus beiden Anlagehorizonten und unterschiedlichen Managementeigenschaften.<sup>191</sup> Investoren sollten weiterhin die Möglichkeit besitzen, ihre Investitionsentscheidungen auf ihre jeweiligen individuellen Bedürfnisse der Unternehmen abzielen.<sup>192</sup> Die Aufdrängung eines bestimmten Verhaltens und die Steuerung des Engagements im Unternehmen sollte deshalb nicht angestrebt werden.<sup>193</sup>

---

<sup>181</sup>Vgl. ST-Nr. 99, 169, 178, 307, 335, 347, 379, 390.

<sup>182</sup>Vgl. ST-Nr. 70, 301, 390, 404.

<sup>183</sup>Vgl. ST-Nr. 301, 404.

<sup>184</sup>Vgl. ST-Nr. 301.

<sup>185</sup>Vgl. ST-Nr. 99, 178.

<sup>186</sup>Vgl. ST-Nr. 335, 390.

<sup>187</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 49, 101, 208, 381.

<sup>188</sup>Vgl. ST-Nr. 85, 148, 215, 330.

<sup>189</sup>Vgl. ST-Nr. 85.

<sup>190</sup>Vgl. ST-Nr. 215.

<sup>191</sup>Vgl. ST-Nr. 20, 154.

<sup>192</sup>Vgl. ST-Nr. 44.

<sup>193</sup>Vgl. ST-Nr. 148, 330.

## 2.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Der Anteil der Beteiligung an der Fragestellung lag in dieser Gruppe mit 64% wieder über der Hälfte (23 von 36 ST).<sup>194</sup> Ein klares Ergebnis lieferte hierbei vor allem die Auswertung der Grundstimmung zum vorliegenden Bereich. Mit knapp 83% (19 ST) führen die Befürworter die Statistik innerhalb der Gruppe der Sonstigen Verbände an. Die restlichen 17% (vier ST) sind wiederum den Gegnern zuzuordnen.<sup>195</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- MiFID<sup>196</sup> und Solvency 2<sup>197</sup>: Beide Bestimmungen wurden mit fünf bzw. acht Nennungen am häufigsten von den Stellungnehmenden angeführt. Nach Ansicht einiger Antwortender erfolgen durch diese Bestimmungen eine Bestrafung der langfristig handelnden Aktionäre und eine Ermutigung zu kurzfristigem Verhalten am Kapitalmarkt.<sup>198</sup>
- Besteuerung: In diesem Zusammenhang analysierten fünf Stellungnehmende die steuerliche Behandlung von Investitionen am Kapitalmarkt.<sup>199</sup> Dabei wurde angeführt, dass manche nationale Besteuerungsregelungen kurzfristige Investitionen gegenüber langfristigen übervorteilen, wodurch das angesprochene unangemessene Verhalten weiter gefördert wird.<sup>200</sup> Nach Ansicht eines Antwortenden wäre es sinnvoll, steuerliche Anreize für ein langfristiges Verhalten zu schaffen, und jene, die zu einem kurzfristigen Agieren am Kapitalmarkt führen, zu begrenzen. Denkbar wäre die Herabsetzung der Kapitalertragssteuer bei Aktien, sollte es sich um langfristige Investitionen handeln.<sup>201</sup> Um spekulative Schwankungen am Kapitalmarkt entgegenzuwirken, wäre eine spezifische Besteuerung von kurzfristigen Investitionen ebenfalls vorstellbar.<sup>202</sup>
- CRD: Die Richtlinie 2006/49/EG<sup>203</sup> wurde in diesem Zusammenhang von drei Stellungnehmenden angeführt. Dabei teilen die Antwortenden die Ansichten des vorangegangenen Punktes und sehen in dieser Bestimmung einen Motor für unangemessenes kurzfristiges Verhalten am Kapitalmarkt.<sup>204</sup>
- Mangel an europaweiten kollektiven Entschädigungsmaßnahmen: Aufgrund des Mangels solcher Maßnahmen, sei nach Ansicht einiger Antwortender das Vertrauen der Kleinaktionäre in ihre Emittenten gesunken. Im Falle eines Fehlverhaltens dieser Akteure erfolgt oft keine Entschädigung an jene Aktionäre.

<sup>194</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>195</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>196</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 90, 248, 348.

<sup>197</sup>Vgl. ST-Nr. 1, 6, 41, 90, 126, 144, 248, 348.

<sup>198</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 41, 90, 248.

<sup>199</sup>Vgl. ST-Nr. 12, 77, 90, 248, 348.

<sup>200</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>201</sup>Vgl. ST-Nr. 12.

<sup>202</sup>Vgl. ST-Nr. 77.

<sup>203</sup>„über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten“.

<sup>204</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 90, 248.

Eine Konsequenz daraus ist die Bevorzugung des schnellen Verkaufs der Anteile gegenüber deren langfristigen Besitz. Diese Besorgnis brachten drei Stellungnehmende zum Ausdruck gebracht.<sup>205</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Auch hier vertreten die Gegner ähnliche Ansichten wie die vorangegangenen Gruppen. Investoren am Kapitalmarkt sollte es freistehen, ihren Anlagehorizont zu wählen.<sup>206</sup> Zudem seien kurzfristige Investoren wichtig, um die Liquidität und die Effektivität des Kapitalmarktes zu gewährleisten, weshalb eine gesetzliche Bestrafung dieser nicht angestrebt werden sollte.<sup>207</sup> Drei Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

## 2.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Auch in dieser Gruppe lag die Beteiligung an der Frage 13 mit knapp 69% (18 von 26 ST) relativ hoch.<sup>208</sup> Die Hälfte der Antwortenden steht dem aufgegriffenen Thema der Europäischen Kommission positiv gegenüber (neun ST). Etwas über 39% (sieben ST) verfolgen eine ablehnende Haltung bezüglich dem angesprochenen Problem des kurzfristigen Verhaltens bei Investoren. Die restlichen 11% (zwei ST) nehmen eine neutrale Haltung gegenüber diesem Bereich ein.<sup>209</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Förderung eines langfristigen Ansatzes: Nach Ansicht von vier Stellungnehmenden sollten Maßnahmen zur Förderung eines langfristigen Ansatzes am Kapitalmarkt angestrebt werden.<sup>210</sup> Vorstellbar wäre hierbei die Erhöhung der Dividenden oder der Abstimmungsrechte für Aktionäre mit langfristigen Anteilen.<sup>211</sup> Weitere Vorschläge wurden bezüglich der Honorierung von Führungspositionen innerhalb eines Unternehmens ausgesprochen.<sup>212</sup> Hierbei hätte die Ausgabe von Unternehmensaktien mit mehrjährigen Haltefristen, eine längere Bindung an die Organisation zur Folge.<sup>213</sup> Optional könnte über die Einführung einer progressiven Dividendenpolitik für die Managementebene nachgedacht werden.<sup>214</sup>
- Solvency 2 und Quartalsberichte: Diese Bereiche wurden abermals von jeweils zwei Stellungnehmenden als negative Beispiele für die Förderung eines unangemessenen kurzfristigen Verhaltens der Anleger am Kapitalmarkt angeführt.<sup>215</sup>

---

<sup>205</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 90, 248.

<sup>206</sup>Vgl. ST-Nr. 219, 290.

<sup>207</sup>Vgl. ST-Nr. 67.

<sup>208</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>209</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>210</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 262, 266, 269.

<sup>211</sup>Vgl. ST-Nr. 254.

<sup>212</sup>Vgl. ST-Nr. 262, 269.

<sup>213</sup>Vgl. ST-Nr. 262.

<sup>214</sup>Vgl. ST-Nr. 269.

<sup>215</sup>Vgl. ST-Nr. 266, 269.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Zum einen sind den Gegnern europäische Rechtsvorschriften, welche zu einem unangemessenen kurzfristigem Verhalten bei den Aktionären führen, nicht bekannt,<sup>216</sup> zum anderen stehen sie dem Vorhaben der Europäischen Kommission bezüglich neuer Regulierungen abermals skeptisch gegenüber. Ihrer Ansicht nach sei es fraglich, inwieweit eine Verhaltensänderung am Markt durch neue Regelungen bewirkt werden kann.<sup>217</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Die Stellungnehmenden verlangen abermals nach weiteren Untersuchungen in diesem Bereich, um feststellen zu können, welche Maßnahmen zur Beschränkung der Kurzfristigkeit bei Investoren und Vermögensverwaltern angemessen erscheinen.<sup>218</sup> Zudem möchte ein Stellungnehmender die Ergebnisse der beauftragten Studie über den britischen Aktienmarkt durch Professor John Kay<sup>219</sup> abwarten, bevor eine klare Stellung zum vorliegenden Bereich eingenommen wird.<sup>220</sup>

## 2.10. Andere

Hierbei handelt es sich um eine Zusammenfassung der übrigen sieben Gruppen. Aufgrund der jeweilig geringen Anzahl der eingelangten Stellungnahmen innerhalb dieser Gruppierungen wird in weiterer Folge auf eine isolierte Betrachtung verzichtet. Jedoch sei an dieser Stelle abermals erwähnt, dass bei spezifischen Fragestellungen, welche eine bestimmte Gruppierung ansprechen, ihre Einstellungen dargestellt werden. Von jenen 80 Stellungnahmen, welche dieser Gruppe zugeordnet wurden, beantwortete knapp über 50% (41 ST) die Frage 13.<sup>221</sup> Davon ist eine klare Mehrheit den Befürwortern zuzuordnen (76% bzw. 31 ST). Dem Gegenüber nehmen die Gegner mit 22% bzw. die Neutralen mit 2% (neun bzw. eine ST) die Minderheit ein.<sup>222</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Besteuerung: Einige Stellungnehmende führten in diesem Zusammenhang die Problematik der steuerlichen Übervorteilung von kurzfristigen Investitionen an.<sup>223</sup> Zudem fehlen steuerliche Anreize, um langfristige Investitionen zu stimulieren.<sup>224</sup> Über die Einführung von unterschiedlichen Besteuerungssystemen für den kurz- und langfristigen Handel oder andere effektive Mechanismen sollte nachgedacht

---

<sup>216</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 276, 278, 283, 284.

<sup>217</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 260, 277.

<sup>218</sup>Vgl. ST-Nr. 272.

<sup>219</sup>Vgl. Kay (2012).

<sup>220</sup>Vgl. ST-Nr. 285.

<sup>221</sup>Vgl. Abs. 2.11.1., S. 35, Abb. 4.

<sup>222</sup>Vgl. Abs. 2.11.2., S. 36, Abb. 5.

<sup>223</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 355.

<sup>224</sup>Vgl. ST-Nr. 3, 341.

werden, um die Langfristigkeit in diesem Bereich mehr zu steigern.<sup>225</sup> Sieben Stellungnehmende behandelten den angeführten Bereich.

- Quartalsberichte: Sechs Stellungnehmende kritisierten in diesem Zusammenhang die Erstellung von Quartalsberichten.<sup>226</sup> Diese Bestimmung sollte nochmals von Seiten der Europäischen Kommission überdacht werden, da sie für eine langfristige Veranlagung am Kapitalmarkt nicht förderlich ist.<sup>227</sup> Investoren seien, nach Ansicht eines Antwortenden, eher an kurzfristigen Rückflüsse interessiert sind, als an einer langfristigen Veranlagung. Dadurch liegt der finanzwirtschaftliche Aspekt des Unternehmens in Quartalsberichten eher im Vordergrund anstelle von Bereichen wie Umweltbedingungen, Gesellschaft und Governance.<sup>228</sup>
- Solvency 2<sup>229</sup> und MiFID<sup>230</sup>: Beide Bestimmungen führten abermals jeweils fünf Stellungnehmende negativ angeführt.
- Verschmelzungssysteme: Die momentanen europäischen Verschmelzungssysteme werden von zwei Stellungnehmenden innerhalb dieser Gruppe kritisiert. Ihrer Ansicht nach fördern diese Bestimmungen die Übernahmen im Wirtschaftsleben nicht ausreichend. Zwar erfolgt dadurch eine kurzfristige Steigerung der Anteilspreise, jedoch ermöglichen sie nicht die Schaffung von zusätzlich langfristigen Werten für Stakeholder und Aktionäre. Die Verschmelzungssysteme sollten hierbei potentielle Wertschöpfungen für Stakeholder mehr fördern. Zudem tragen ihrer Ansicht nach feindliche Übernahmen nicht zur Schaffung von langfristigen Werten bei, weshalb die Gesetzgebung diesen Bereich nicht weiter fördern sollte.<sup>231</sup>
- Komplexe Finanzinstrumente: Nach Ansicht von zwei Antwortenden sind Investoren heutzutage nicht mehr an einer kontinuierlichen und positiven Entwicklung ihrer Investitionen interessiert. Aufgrund des Einsatzes von komplexen Finanzinstrumenten liegt der Fokus in der Maximierung von kurzfristigen Gewinnen. Dies steigert die spekulativ ausgerichtete Anlegerpolitik in der Wirtschaft. Um diesem Problem entgegenzuwirken sollten ihrer Ansicht nach bestimmte Spekulationsinstrumente wie etwa Leerverkäufe verboten werden.<sup>232</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Um ein ausgewogenes Gleichgewicht am Kapitalmarkt zu erhalten, sollte ein kurzfristiges Verhalten am Kapi-

---

<sup>225</sup>Vgl. ST-Nr. 29, 331, 362.

<sup>226</sup>Vgl. ST-Nr. 36, 117, 341, 362, 363, 385.

<sup>227</sup>Vgl. ST-Nr. 362, 385.

<sup>228</sup>Vgl. ST-Nr. 341.

<sup>229</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 119, 349, 355, 385.

<sup>230</sup>Vgl. ST-Nr. 97, 119, 355, 385.

<sup>231</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 344.

<sup>232</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

talmarkt nicht durch gesetzliche Verordnungen untergraben werden.<sup>233</sup> Dies trägt zu einer ausreichenden Liquidität am Kapitalmarkt bei, senkt die Kosten und vereinfacht die Kapitalanschaffung für das Unternehmen.<sup>234</sup> Diese Ansichten vertraten drei Antwortende.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Die genauen Auswirkungen der momentanen Rechtsvorschriften und das dadurch möglicherweise auftretende unangemessene kurzfristige Verhalten bei Investoren erfordert nach Ansicht des Stellungnehmenden weitere Untersuchungen. Zusätzlich sollten die negativen Auswirkungen von Quartals- und Zwischenberichtserstattungen bei Anlegern näher geprüft werden.<sup>235</sup>

## **2.11. Zusammenfassung**

Es folgt eine kurze grafische und verbale Zusammenfassung der gewonnenen Daten aus der Auswertung der vorliegenden Fragestellung. Die Darstellung der anteilmäßigen Beteiligungen innerhalb der einzelnen Gruppen an der Konsultation sowie die Aufschlüsselung der Grundstimmung innerhalb dieser, sollen dem Endergebnis der Analyse nochmals Nachdruck verleihen. Zudem erfolgt eine Anführung der häufigsten positiven/negativen Argumente, welche innerhalb der Gruppen angeführt wurden. Auf eine Darstellung der häufigsten neutralen Argumente wird an dieser Stelle bewusst verzichtet, da diesen Ansichten eine geringere Relevanz gegenüber den andern zugesprochen wird. Im Anschluss erfolgt eine tabellarische Auflistung jener Länder mit der höchsten Anzahl an zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen zur vorliegenden Fragestellung. Der höchste Wert innerhalb der einzelnen Kategorien wird dabei fett hervorgehoben. Die angeführten Punkte finden ebenfalls in den nachfolgenden Kapiteln Anwendung.

### **2.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 13**

Die höchste Beteiligung an der Fragestellung verzeichneten hierbei die Gruppen Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände. Ihre Werte lagen bei 84% bzw. 72%. Den niedrigsten Wert in der Statistik weist hingegen die Gruppe der Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände mit 41% auf. Die nachfolgende Grafik soll das Ergebnis der Auswertung nochmals verdeutlichen.

---

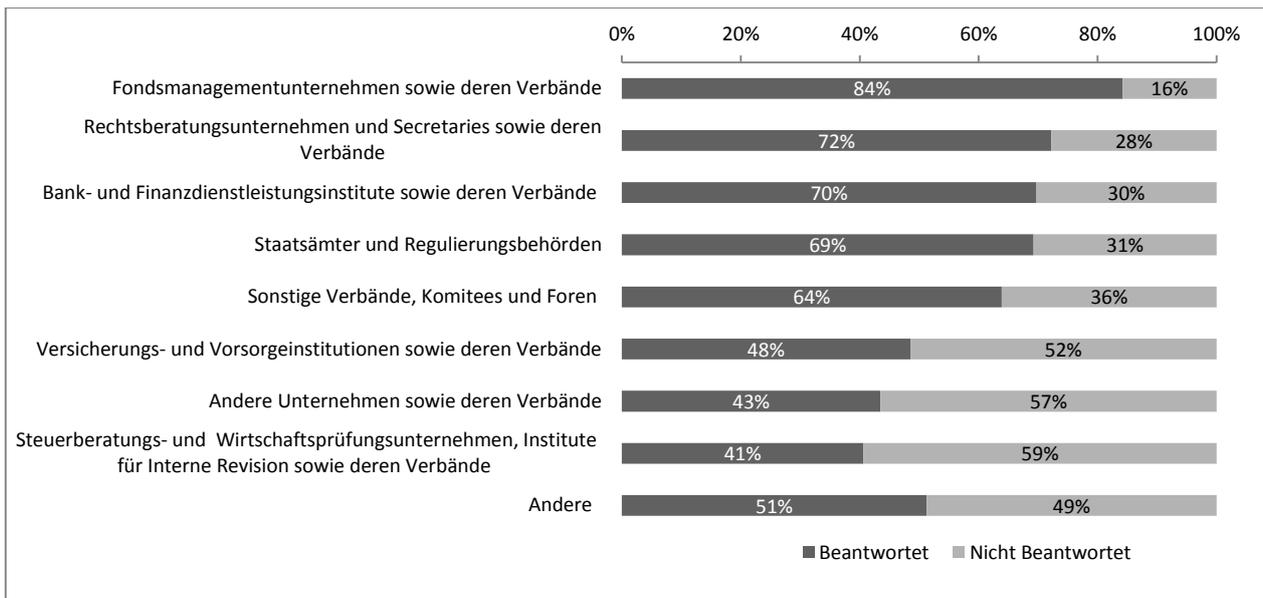
<sup>233</sup>Vgl. ST-Nr. 38.

<sup>234</sup>Vgl. ST-Nr. 170, 218.

<sup>235</sup>Vgl. ST-Nr. 250.

### Frage 13

Abbildung 4: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 13



Quelle: Eigene Darstellung

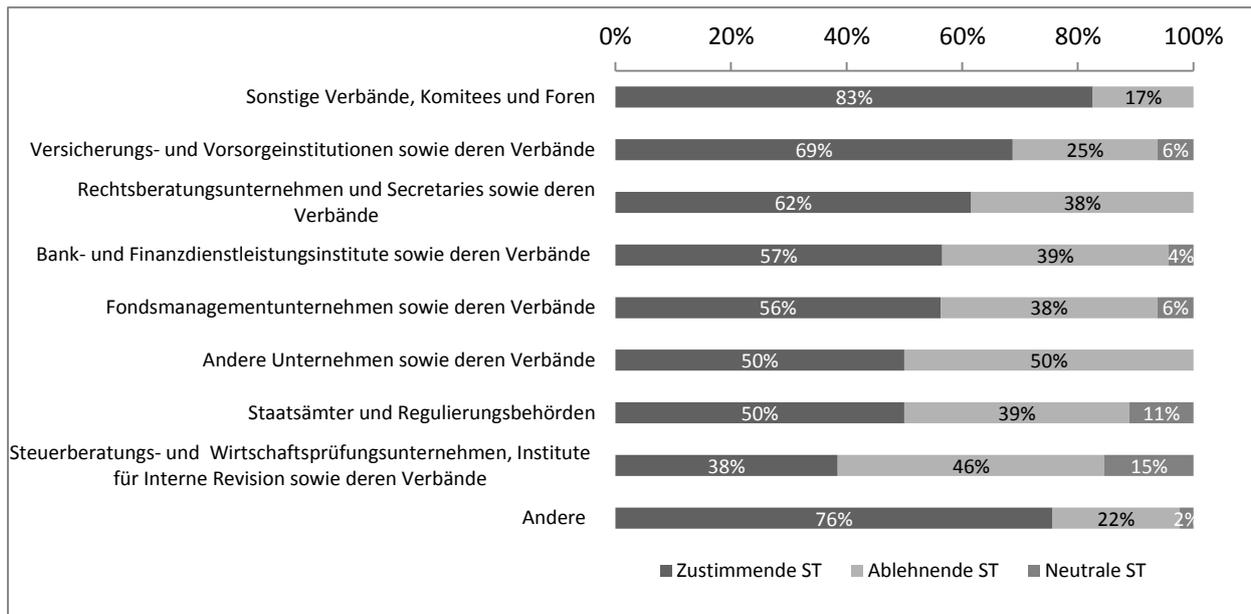
#### 2.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 13

Die höchsten Anteile an Befürwortern hinsichtlich Maßnahmen zur Eindämmung von unangemessenem kurzfristigem Verhalten am Kapitalmarkt fanden sich in den Gruppen Sonstige Verbände, Komitees und Foren und Andere. Ihre Anteile lagen bei 83% bzw. 76%. Am häufigsten identifizierten die Stellungnehmenden die Solvency 2/MiFID-Verordnungen und die Quartalsberichterstattung als Motor für kurzfristiges Verhalten der Marktakteure. Zukünftige Maßnahmen sollten darauf abzielen, langfristige Anlagehorizonte zu unterstützen und eine Förderung des kurzfristigen Handels am Kapitalmarkt zu vermeiden.

Auf der Seite der Gegner verzeichnete die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände mit 50% den höchsten Wert in der Statistik. Nach Ansicht der überwiegenden Mehrheit der Gegner gebe es am Kapitalmarkt unterschiedliche Investoren, welche unterschiedliche Ziele verfolgen. Aktionäre sollten weiterhin frei über ihre Anlegerstrategien entscheiden dürfen. Eine Diskriminierung bestimmter Anlegertypen dürfe durch neue Maßnahmen nicht angestrebt werden. Nachfolgend werden die Ergebnisse der Auswertung nochmals grafisch dargestellt.

### Frage 13

Abbildung 5: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 13



Quelle: Eigene Darstellung

### 2.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 13

Den höchsten Anteil in allen drei Kategorien verzeichnete in diesem Zusammenhang Großbritannien. In allen Kategorien verzeichnete Großbritannien einen Wert von über 20%. Die Europäischen Vereinigungen lagen hierbei mit 17% zustimmenden bzw. 12% ablehnenden Stellungnahmen an zweiter Stelle. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Zustimmung hinsichtlich weiterer Initiativen für eine effektive Bekämpfung des unangemessenen kurzfristigen Verhaltens der Anleger innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der zustimmenden Stellungnahmen (120 ST) lag an dieser Stelle fast doppelt so hoch wie jener der ablehnenden (65 ST).

Tabelle 4: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 13

Land	Zustimmende ST	Ablehnende ST	Neutrale ST
Großbritannien	26 (22%)	18 (28%)	4 (50%)
Europäische Vereinigungen	20 (17%)	8 (12%)	X <sup>236</sup>
Deutschland	11 (9%)	3 (5%)	2 (25%)
Rest <sup>237</sup>	63 (52%)	36 (55%)	2 (25%)
<b>Summe:</b>	<b>120 (100%)</b>	<b>65 (100%)</b>	<b>8 (100%)</b>

Quelle: Eigene Darstellung

<sup>236</sup>Falls keine Stellungnahmen eingelangt sind, wurde das Feld Grau markiert.

<sup>237</sup>Jene Länder, welche eine geringe Anzahl an Stellungnahmen vorwies, wurden in der Rubrik „Rest“ zusammengefasst.

### **3. Kurzfristige Anreizstrukturen bei Vermögensverwaltern (Frage 14)**

#### **3.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Der im vorherigen Kapitel angesprochene Anstieg der Übertragung von Vollmachten an Vermögensverwaltern durch institutionelle Anleger wird in diesem Abschnitt weiter vertieft. Dieser Anstieg führe, nach Ansicht der Europäischen Kommission, zu einem kurzfristigen Verhalten auf den Kapitalmärkten und einer schlechten Preisbildung. Ihrer Meinung nach hänge das Problem mit der Leistungsbewertung und Festsetzung der Anreizstrukturen für Gebühren und Provisionen dieser Akteure zusammen. Diese seien kurzfristig ausgelegt, wodurch die Erzielung von kurzfristigen Gewinnen im Vordergrund steht.<sup>238</sup> Zudem führe dies zu einem Herdenverhalten bei den Vermögensverwaltern, welche blind die Marktpraktiken übernehmen anstatt individuelle Anlagestrategien zu entwickeln.<sup>239</sup> Inwieweit kurzfristige Anreize, die ein solches Verhalten der Akteure am Kapitalmarkt fördern, vermieden und langfristige Ansätze bei Vermögensverwaltern gefördert werden können, ist Teil der nachfolgenden Fragestellung:

Frage 14: „Sind Maßnahmen – und wenn ja, welche – im Hinblick auf die Anreizstrukturen für Vermögensverwalter, die die Portfolios von langfristig orientierten institutionellen Anlegern verwalten, und ihre Leistungsbewertung zu ergreifen?“<sup>240</sup>

#### **3.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Mit knapp 67% ist die Beteiligung dieser Gruppe an der Fragestellung der Europäischen Kommission bezüglich Maßnahmen im Hinblick auf die Anreizstrukturen der Vermögensverwalter relativ hoch (22 von 33 ST).<sup>241</sup> Hierbei ist erkennbar, dass die Grundstimmung zur Frage 14 innerhalb dieser Gruppe eher ablehnend einzustufen ist. Mit 59% (13 ST) überwiegen die Gegner, die restlichen 41% (neun ST) sind den Befürwortern zuzuordnen.<sup>242</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Eine Steigerung der Transparenz bei Vermögensverwaltern verlangten in diesem Zusammenhang drei Befürworter.<sup>243</sup> Dabei sollte eine effektivere Offenlegung der angewandten Anreizstrukturen, unabhängig der angestrebten Investitionshorizonte, angestrebt werden. Die Förderung der best practice bzw. von Selbstregulie-

<sup>238</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 14.

<sup>239</sup>Vgl. ebd., S. 15.

<sup>240</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>241</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>242</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>243</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 103, 297.

rungscodes wären nach Ansicht der Antwortenden effizientere Wege, die Transparenz bei diesen Marktakteuren zu erhöhen.<sup>244</sup> Zudem sei es, nach Ansicht eines weiteren Antwortenden, notwendig, die Gebührenzusammensetzung der Vermögensverwalter effizienter offenzulegen, wodurch ihren Klienten die Möglichkeit geschaffen wird, die entstehenden Kosten besser nachzuvollziehen.<sup>245</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Selbstregulierungscodes: Interessant ist hierbei, dass Gegner der angestrebten Maßnahmen der Europäischen Kommission die Entwicklung von Selbstregulierungscodes ebenfalls vorschlugen. Zudem begrüßen sie industrielle Initiativen, welche die best practice in diesem Bereich fördert.<sup>246</sup> Eine detaillierte Regulierung auf europäischer Ebene sollte ihrer Ansicht nach nicht angestrebt werden.<sup>247</sup> Regulierende Maßnahmen sollten, wenn überhaupt, auf nationaler Ebene erfolgen.<sup>248</sup> Diese Ansichten vertraten vier Stellungnehmende.
- Kein Regulierungsbedarf: Drei Stellungnehmende vertraten hingegen die Meinung, dass bereits regulierende Anforderungen im Versicherungssektor umfangreich bestehen, weshalb weitere Maßnahmen nicht mehr notwendig seien. Diese würden die Beziehungen zwischen den Investoren und den Vermögensverwaltern und die Vereinbarungsbestandteile ausreichend regeln.<sup>249</sup> Zusätzlich liefern die Richtlinien 2009/65/EG<sup>250</sup> und 2011/61/EU<sup>251</sup> ein effektives Regelwerk, weshalb weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>252</sup>
- Vertragliche Vereinbarungen: Drei Antwortende vertraten die Meinung, dass langfristige Klienten bzw. Investoren die angesprochene Transparenz bereits bei eingehen von Geschäftsbeziehungen mit ihren Vermögensverwaltern anfordern sollten. Zudem ist es den Investoren möglich, Gebühren und Leistungsanreize festzusetzen.<sup>253</sup> Abgesehen davon liefere die Europäische Kommission nach Ansicht eines Antwortenden keine Anhaltspunkte dafür, dass die Offenlegung der Gebühren der Vermögensverwalter im Interesse der allgemeinen Öffentlichkeit liege, weshalb dies abgelehnt wird.<sup>254</sup>

---

<sup>244</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 103.

<sup>245</sup>Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>246</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 17, 104, 121.

<sup>247</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 104, 121.

<sup>248</sup>Vgl. ST-Nr. 14.

<sup>249</sup>Vgl. ST-Nr. 311, 361.

<sup>250</sup>„zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)“.

<sup>251</sup>„über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010“.

<sup>252</sup>Vgl. ST-Nr. 366.

<sup>253</sup>Vgl. ST-Nr. 180, 287, 340.

<sup>254</sup>Vgl. ST-Nr. 180.

### 3.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Von 33 Stellungnehmenden in dieser Gruppe, beantworteten 23 die Frage 14 (70%).<sup>255</sup> In der Bank und Finanzdienstleistungsgruppe überwiegt abermals, wie in der vorangegangenen Gruppierung, leicht eine ablehnende Grundstimmung zum Themenbereich. Mit 52% (zwölf ST) bilden sie die Mehrheit. Die restlichen 48% (elf ST) befürworteten hingegen Maßnahmen im Bereich der Anreizstrukturen der Vermögensverwalter.<sup>256</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Stewardship-Code:** Nach Ansicht von drei Stellungnehmenden erscheint es schwierig zu gewährleisten, dass Vermögensverwalter bei der Ausübung ihrer Abstimmungsrechte keinen Interessenkonflikt unterliegen. Eine Möglichkeit den Bereich dieser Akteure jedoch trotzdem zu regulieren, wäre durch die Entwicklung eines europäischen Stewardship-Codes auf Basis eines comply or explain-Ansatzes. Dadurch würde man die Entwicklung von unterschiedlichen Codes auf europäischer Ebene verhindern und eine gemeinsame Anwendung fördern.<sup>257</sup> Der UK Stewardship-Code könnte hierbei als Vorbild dienen. Dieser Code sollte, nach Ansicht eines weiteren Antwortenden, die Veröffentlichung der angewandten Methoden, Strategien, Anreize und die damit verbundenen Kosten beinhalten.<sup>258</sup>
- **Transparenz:** Die Entwicklung von europaweiten Standards, um ein gewisses Maß an Transparenz bezüglich der Anreiz und Vergütungsstrukturen der Vermögensverwalter sicherzustellen, wird von drei Befürwortern verlangt.<sup>259</sup> Dabei sollten diese Bereiche klar und eindeutig von Seiten der Vermögensverwalter veröffentlicht und das Risiko der Übernahme von inkorrekten Managerpraktiken vermieden werden.<sup>260</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- **Vertragliche Vereinbarung:** Innerhalb der Gegner wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit institutionelle Investoren Schutz bedürfen. Ihrer Ansicht nach sei eine Erhöhung des Schutzes dieser qualifizierten Investoren nicht notwendig. Diesen Akteuren ist es möglich, ausreichende Sicherheitsmaßnahmen gegenüber ihren Vermögensverwaltern zu entwickeln.<sup>261</sup> Zudem sind sie ausreichend in der Lage, die Anreizstrukturen der Vergütungssysteme nachzuvollziehen und, wenn notwendig, weitere Maßnahmen zu setzen.<sup>262</sup> Die angesprochenen Bereiche sind Teil der individuell vertraglichen Vereinbarung zwischen

<sup>255</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>256</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>257</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 334, 398.

<sup>258</sup>Vgl. ST-Nr. 397.

<sup>259</sup>Vgl. ST-Nr. 257, 359, 372.

<sup>260</sup>Vgl. ST-Nr. 359, 372.

<sup>261</sup>Vgl. ST-Nr. 259.

<sup>262</sup>Vgl. ST-Nr. 324.

beiden Marktakteuren, weshalb eine Intervention von außen nicht als notwendig erachtet wird.<sup>263</sup> Institutionelle Anleger tätigen ihre Geschäfte in Eigenverantwortung und können selbst Einfluss auf die gewählten Vermögensverwalter ausüben, falls sie mit deren Leistungen unzufrieden sind.<sup>264</sup> Diese Ansichten führten fünf Stellungnehmende an.

- Keine Regulierung notwendig: Vier Gegner argumentierten ihre ablehnende Haltung damit, dass bereits bestehende Verordnungen den angesprochenen Bereich der Vermögensverwalter behandeln, weshalb weitere Maßnahmen nicht notwendig sind.<sup>265</sup> Die MiFID-, AIFMD<sup>266</sup>- und UCITSD<sup>267</sup>-Richtlinien wurden in diesem Zusammen jeweils von zwei Stellungnehmenden angeführt.<sup>268</sup> Diese Bestimmungen würden ausreichend Interessenkonflikte bei Vermögensverwaltern regeln.<sup>269</sup> Zusätzlich führt ein Stellungnehmender den UK Stewardship-Code an.<sup>270</sup>

### 3.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Mit 79% (15 von 19 ST) lag die Teilnahme der Fondsmanagementunternehmen an der Fragestellung höher als jene der beiden vorangegangenen Gruppen.<sup>271</sup> Dabei stehen 33% (fünf ST) der Antwortenden weiteren Initiativen positiv gegenüber. Mit 60% (neun ST) vertreten beinahe doppelt so viel Stellungnehmende eine ablehnende Haltung zum vorliegenden Themenbereich. Lediglich ein Stellungnehmender (7%) steht weiteren Initiativen in diesem Bereich neutral gegenüber.<sup>272</sup>

Bezüglich der befürwortenden Stellungnahmen sei darauf hingewiesen, dass eine Übereinstimmung innerhalb der abgegebenen Antworten nicht erkennbar war. Da jedoch diese Fragestellung direkt die vorliegende Gruppe anspricht, werden ihren Ansichten großer Bedeutung zugesprochen. Aus diesem Grund erfolgt nun eine kurze Darstellung der individuellen Antworten:

---

<sup>263</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 387.

<sup>264</sup>Vgl. ST-Nr. 406.

<sup>265</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 324, 343, 356.

<sup>266</sup>Richtlinie 2011/61/EU „über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010“.

<sup>267</sup>Richtlinie 2001/108/EG „zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlagen der OGAW“ und Richtlinie 2001/107/EG „zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festlegung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte“.

<sup>268</sup>Vgl. ST-Nr. 324, 343, 356.

<sup>269</sup>Vgl. ST-Nr. 343, 356.

<sup>270</sup>Vgl. ST-Nr. 30.

<sup>271</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>272</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

- Schaffung von mehr Flexibilität: Ein Stellungnehmender spricht sich in diesem Zusammenhang für einen grundsatzbasierenden Ansatz bei den Vergütungsmethoden aus, mit dem Ziel ausreichend Flexibilität in diesem Bereich zu schaffen.<sup>273</sup>
- Langfristige Leistungsbewertung der Vermögensverwalter: Nach Meinung eines weiteren Fondsmanagers seien best practice-Leitlinien und Maßnahmen zur Förderung langfristiger Ziele nur dann effektiv, wenn die Zeitspanne der Leistungsbewertung von Vermögensverwaltern langfristig ausgerichtet ist. Zudem sollten folgende Punkte bearbeitet werden: 1. Verlängerung der Periode für die Leistungsüberprüfung (ein Zeithorizont von fünf bis sieben Jahren wäre hierbei denkbar); 2. Einführung einer Gebührenvereinbarung, welche mit einer langfristigen Zielsetzung und einem gutem Stewardship vereinbar ist; 3. Portfoliumschlagshäufigkeit reduzieren.<sup>274</sup>
- Langfristige Bindung der Vermögensverwalter an das Unternehmen: Nach Ansicht des dritten Befürworters sollte die Leistungsbewertung der Vermögensverwalter keine strikten kurz- oder langfristigen Ziele verfolgen. Die damit zusammenhängende Vergütung sollte auf einer Kombination aus individueller Performance, der Performance des gemanagten Fonds und der Performance des Unternehmens basieren. Bei der Beurteilung der individuellen Performance sollten neben finanzwirtschaftlichen Kriterien auch nichtfinanzwirtschaftliche herangezogen werden. Kurzfristige Vergütungen, wie beispielsweise Boni, sollten nach Ansicht des Stellungnehmenden nur teilweise in bar ausbezahlt werden. Überwiegend sollte eher an eine Ausgabe von Unternehmensanteilen bei der Auszahlung überlegt werden. Diese würden den Vermögensverwalter langfristig an das Unternehmen binden und zudem eine langfristige Sichtweise bei ihm fördert. Eine weitere Option wäre die Rückerstattung der Provision des Vermögensverwalters an das Unternehmen, falls dieser den Vertrag aufkündigt oder falsche Analysen liefert.<sup>275</sup>
- Einleitung von Maßnahmen für Vermögensverwalter: Der Stellungnehmende bietet folgende Lösungsmöglichkeiten in diesem Bereich an: 1. Vermögenseigentümer sollten dazu aufgefordert werden, jährlich ihre langfristigen Vermögensverwalter hinsichtlich ihrer Governance und der Stewardship-Verantwortung zu überprüfen; 2. von Vermögensberatern und Treuhändern sollte ausreichend Kompetenz verlangt werden, damit sie ihre Governance und Stewardship ausreichend erfüllen können; 3. es sollte mehr Klarheit hinsichtlich der treuhänderischen Verpflichtungen geben; 4. ein regelmäßiger Dialog zwischen dem Vermögensverwalter und dem Vermögenseigentümer sollte gestärkt werden.<sup>276</sup>
- Einheitliche Offenlegungsanforderungen: Die letzte Stellungnehmende unterstützt Schritte, um die Offenlegungsanforderungen auf europäischer Ebene einheitlicher zu gestalten. Dabei bezieht sich der

---

<sup>273</sup>Vgl. ST-Nr. 8.

<sup>274</sup>Vgl. ST-Nr. 113.

<sup>275</sup>Vgl. ST-Nr. 166.

<sup>276</sup>Vgl. ST-Nr. 223.

Antwortende auf die Berichterstattung an den Klienten, die entstehenden Kosten, die Zusammensetzung der Provision und andere Aspekte des Investitionsauftrages von Seiten des Vermögensverwalters.<sup>277</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Vertragliche Vereinbarungen: Wie in den vorangegangenen Gruppen wird auch hier überwiegend die Meinung vertreten, dass die angesprochenen Bereiche Teil der vertraglichen Vereinbarungen zwischen den Vermögensverwaltern und ihren Klienten sind. Institutionelle Investoren haben die Freiheit, ihren Vermögensverwalter auszuwählen und die Vertragskonditionen (Anlagehorizont, Vergütung, Anreizstrukturen und dergleichen) festzusetzen.<sup>278</sup> Zudem haben Investoren die Verpflichtung, ihre Investitionen zu schützen und die Vermögensverwalter entsprechend zu überwachen.<sup>279</sup> Diese Ansichten führten fünf Stellungnehmende an.
- Bereits ausreichend reguliert: Nach Ansicht von fünf Gegnern werden die Vergütungs- und Anreizstrukturen der Vermögensverwalter bereits ausreichend durch die UCITSD-, AIFMD- und CRD-Bestimmungen reguliert.<sup>280</sup> In weiterer Folge wird ihre Anwendung durch die MiFID-Richtlinie überwacht, weshalb weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden. Zudem teilen einige Antwortende die Ansichten der Europäischen Kommission nicht, wonach Vermögensverwalter zum kurzfristigen Agieren ermutigt bzw. auf kurzfristiger Basis bewertet und vergütet werden. In der Praxis erfolgt, ihrer Erfahrung nach, die Entlohnung der Vermögensverwalter auf Basis von ad valorem-Gebühren, unter welchen ein fixer Prozentsatz des erwirtschafteten Vermögens zu verstehen ist. Die Entlohnung steigt, sobald der Investor seinem Vermögensverwalter mehr Kapital zur Verfügung stellt oder der Wert des Portfolios sich erhöht. Dadurch werden Anreize geschaffen, um langfristige Geschäftsbeziehungen zwischen beiden Akteuren aufzubauen und den Wert des Vermögens des Klienten kontinuierlich zu steigern. Die Konsequenz daraus ist die Annäherung der Interessen beider Akteure.<sup>281</sup>
- Falsche Schlussfolgerung der Europäischen Kommission: Im Grünbuch begründet die Europäische Kommission ihre Haltung aufgrund der gewonnenen Erkenntnisse eines Artikels von Paul Woolley.<sup>282</sup> Dieser befasst sich mit der Kurzfristigkeit in den Finanzmärkten. Jedoch führen drei Stellungnehmende an, dass sich dieser Artikel auf Investmentbanken bezieht, wodurch eine Umsetzung auf Vermögensverwalter nicht möglich und die daraus erlangte Schlussfolgerung irreführend sei.<sup>283</sup>

---

<sup>277</sup>Vgl. ST-Nr. 303.

<sup>278</sup>Vgl. ST-Nr. 156, 298, 306, 338.

<sup>279</sup>Vgl. ST-Nr. 395.

<sup>280</sup>Vgl. ST-Nr. 25, 94, 141, 156, 395.

<sup>281</sup>Vgl. ST-Nr. 94, 141.

<sup>282</sup>Vgl. Woolley (2010).

<sup>283</sup>Vgl. ST-Nr. 306, 338, 395.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Weitere Untersuchungen sind nach Ansicht des Antwortenden notwendig, um sicherstellen zu können, dass jegliche Maßnahmen auf stabilen Anhaltspunkten basieren. Zudem sei es laut des Antwortenden unklar, ab welchem Zeitpunkt eine Investition als langfristig definiert wird. Primär sollten Leitlinien für Vermögenseigentümer und Vermögensverwalter entwickelt und näher untersucht werden.<sup>284</sup>

### **3.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Etwas weniger als die Hälfte der Stellungnehmenden dieser Gruppe lieferte Antworten zur Frage 14. Mit knapp 41% beantwortenden 13 der 32 Gruppenmitglieder die Frage 14.<sup>285</sup> Eine leichte Mehrheit von 54% befürworteten (sieben ST) die angeführten Vorschläge der Europäischen Kommission. Die restlichen 46% (sechs ST) stehen weiteren Initiativen ablehnend gegenüber.<sup>286</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Stewardship-Code: Zwei Stellungnehmende verlangten die Entwicklung eines Codes auf internationaler Ebene für Vermögensverwalter, um Anreizstrukturen und Leistungsbewertungen dieser Akteure effektiver zu regulieren.<sup>287</sup>
- MBO-System: Nach Meinung von zwei Antwortenden könnte die Einbeziehung von Risikoindikatoren in den MBO-Systemen oder das Anbieten von Korrekturfaktoren bei einer Nichteinhaltung dazu beitragen, die Anreizstrukturen zu verbessern. Jedoch sollte dies in einer angemessenen und ausgeglichenen Weise erfolgen. Dabei sind die unterschiedlichen Typen an institutionellen Investoren auf europäischer Ebene zu beachten, weshalb eine Regelung eher auf nationaler Ebene erfolgen sollte.<sup>288</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Vertragliche Vereinbarung: Fünf Gegner führten abermals an, dass die Festlegung der Anreiz- und Vergütungsstrukturen Teil der vertraglichen Vereinbarungen zwischen diesen Marktakteuren sei. Beide Vertragspartner sollten über die Notwendigkeit weiterer Maßnahmen entscheiden, weshalb eine regulierende Intervention von den Gegnern nicht erwünscht wird.<sup>289</sup>
- Stewardship-Code: Eine Auffälligkeit hierbei war, dass auch zwei Gegner die Entwicklung eines Stewardship-Codes vorschlugen. Jedoch sollte dessen Anwendung durch institutionelle Investoren erfol-

---

<sup>284</sup>Vgl. ST-Nr. 118.

<sup>285</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>286</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>287</sup>Vgl. ST-Nr. 115, 163.

<sup>288</sup>Vgl. ST-Nr. 138, 336.

<sup>289</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 92, 125, 202, 369.

gen.<sup>290</sup> Dies würde das Verantwortungsbewusstsein dieser Akteure und die best practice am Markt steigern.<sup>291</sup>

### 3.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Beteiligung an der Frage 14 lag innerhalb der Gruppe der Rechtsberater bei etwa 56% (10 von 18 ST).<sup>292</sup> Jedoch ist innerhalb dieser Gruppe ein klarer Trend erkennbar. Laut Statistik bilden die Gegner mit 90% (neun ST) die absolute Mehrheit. Die Gruppe verzeichnet lediglich einen Befürworter, der 10% der Grundgesamtheit ausmacht.<sup>293</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der zustimmenden Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden sollte die Leistungsbewertung der Vermögensverwalter mit jenen Leistungen verbunden werden, welche die Ziele der Aktionäre widerspiegeln. In jenen Fällen, in denen die Investoren langfristige investitionsinteressen verfolgen, sollten die Anreizstrukturen dementsprechend ausgerichtet und vergütet werden. Zudem sollten risikobasierende Leistungsmanagementsysteme und Investitionsmanagementvereinbarungen, welche langfristige Strategien verfolgen, angestrebt und durch den Vorstand bzw. Aufsichtsrat anerkannt werden.<sup>294</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Vertragliche Vereinbarung: Wie in den vorangegangenen Gruppen ist auch hier die Mehrheit der Gegner davon überzeugt, dass die angesprochenen Bereiche im Ermessen der Vereinbarungen zwischen den institutionellen Investoren und den Vermögensverwaltern liegen sollten.<sup>295</sup> In diesem Zusammenhang ist es schwer abzuschätzen, inwieweit die Umsetzung regulierender Maßnahmen in der Praxis möglich ist.<sup>296</sup> Gesetzlichen Verordnungen ist es nicht möglich, die unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Umstände der Vermögensverwalter, ihrer Klienten und Aktionäre miteinzubeziehen.<sup>297</sup> Eine Behandlung von individuellen Umständen kann nur durch individuelle Verträge und Vereinbarungen erreicht werden.<sup>298</sup> Diese Ansichten vertraten sechs Gegner.
- Industriebasierende Leitlinien: In der Praxis kommt es vor, dass Anreize bei der Vergütung der Vermögensverwalter, bezugnehmend auf die Interessen der Investoren und die langfristige Wertschöpfung des

---

<sup>290</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 125.

<sup>291</sup>Vgl. ST-Nr. 75.

<sup>292</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>293</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>294</sup>Vgl. ST-Nr. 107.

<sup>295</sup>Vgl. ST-Nr. 130, 308, 316, 376.

<sup>296</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>297</sup>Vgl. ST-Nr. 128.

<sup>298</sup>Vgl. ST-Nr. 130.

Unternehmens, oft falsch ausgerichtet sein können. Viele Vermögensverwalter werden auf Quartalsbasis bemessen und vergütet. Dadurch werden Anreize hinsichtlich der Maximierung der Quartalswerte geschaffen, wodurch die Werte der Aktien auf Basis von kurzfristigen Spekulationen gehandelt werden. Dies erfordert nach Ansicht von zwei Antwortenden eine Veränderung des Verhaltens der Fondmanagementindustrie, welche jedoch eher durch industriebasierende Leitlinien als durch verbindende Maßnahmen erreicht werden kann. Regulierungen in diesem Bereich wären ihrer Ansicht nach unangemessen, da die Gründe der Investoren für die Verwendung von Vermögensverwaltern sehr unterschiedlich sind. Diese Flexibilität sollte weiterhin bestehen.<sup>299</sup>

### 3.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Wie im vorangegangenen Kapitel, lag auch an dieser Stelle die Anteilnahme an der Frage sehr niedrig. Lediglich 28 der 69 Stellungnehmenden lieferten hierbei eine Antwort zur Frage 14. Dies entspricht einem Wert von 41%.<sup>300</sup> Die Grundstimmung innerhalb der Gruppe ist abermals ausgeglichen. 46% Befürwortern (13 ST) stehen 54% Gegner (15 ST) gegenüber.<sup>301</sup> Abermals begründeten sieben Stellungnehmende, die auf eine Beantwortung der Frage 14 verzichteten, dies damit, dass der angesprochene Bereich sich nicht auf die Corporate Governance von gelisteten Unternehmen beziehe. Die angesprochene Thematik sei ihrer Meinung nach eher für die interne Governance der institutionellen Investoren relevant, weshalb auf eine Beantwortung verzichtet wird.<sup>302</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Vergütung/Gebühren: Fünf Antwortende lieferten Überlegungen bezüglich der Vergütungs- und Gebührenstrukturen der Vermögensverwalter.<sup>303</sup> Um Fehlanpassungen zu vermeiden, sollte ihrer Ansicht nach darauf geachtet werden, dass bei langfristig ausgerichteten Anlagehorizonten die Vergütungsstrukturen der Vermögensverwalter dementsprechend ausgerichtet sind.<sup>304</sup> Ein Kritikpunkt lag darin, dass Vermögensverwalter oft Anreizen im Hinblick auf die Steigerung ihrer churning ratio unterliegen. Dabei handelt es sich um Gebühren, welche mit der Werteentwicklung des Portfolios zusammenhängen. Eine weitere gängige Praxis sind jährlich basierende Leistungsgebühren, welche fixe Managementgebühren ersetzen.<sup>305</sup> Solche Vergütungsformen sollten durch langfristige Investoren eher vermieden werden, da sie zu einem kurzfristigen Verhalten beitragen. Eine standardisierte Kalkulierung der Kostensätze auf eu-

---

<sup>299</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64.

<sup>300</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>301</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>302</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

<sup>303</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 20, 70, 99, 231.

<sup>304</sup>Vgl. ST-Nr. 20, 231.

<sup>305</sup>Vgl. ST-Nr. 99.

europäischer Ebene für Vermögensverwalter wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls vorgeschlagen, um so Vergleiche im europäischen Raum zu erleichtern.<sup>306</sup>

- Bonus: Drei Stellungnehmende lieferten Vorschläge bezüglich der Bonuszahlungen an Vermögensverwaltern. Nach Ansicht eines Antwortenden wäre die Implementierung der best practice bezüglich der Bonuskalkulation innerhalb der Unternehmen für Vermögensverwalter sehr hilfreich.<sup>307</sup> Eine weitere Möglichkeit wäre, die Leistungen der Vermögensverwalter auf Basis von drei bis fünf Jahresperioden zu bewerten und Boni nur im Hinblick auf langfristige Errungenschaften zu gewähren.<sup>308</sup> Ebenfalls vorstellbar wäre die Ausgabe der Bonusauszahlung in Form von Anteilen am gemanagten Fond.<sup>309</sup> Aufgrund der signifikanten Rolle der Vermögensverwalter am Kapitalmarkt sollte jedoch die Europäische Kommission gesetzliche Maßnahmen schaffen, um die Anwendung von langfristigen Bewertungssystemen zu fördern und kurzfristiges Verhalten zu vermeiden.<sup>310</sup>
- Stewardship-Code: Drei Stellungnehmende würden in diesem Zusammenhang die Entwicklung eines Stewardship-Codes für institutionelle Investoren und Vermögensverwaltern unterstützen.<sup>311</sup> Das Ziel sollte darin liegen, die Anreizstrukturen der Vermögensverwalter offenzulegen und eine effektivere Angleichung mit den Interessen ihrer Klienten zu erreichen.<sup>312</sup> Zudem sollten nach Ansicht eines Antwortenden auf europäischer Ebene beide Marktteilnehmer die Anwendung eines solchen Codes verpflichtend offenlegen.<sup>313</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Fünf Gegner gaben in diesem Zusammenhang ihre Besorgnisse gegenüber neuen Regelungen in diesem Bereich kund.<sup>314</sup> Dabei wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit die angesprochenen Schwierigkeiten tatsächlich durch neue Regulierungen gelöst werden können.<sup>315</sup> Unterschiedliche Investoren hätten unterschiedliche Risikoeinstellungen, weshalb ihr Vermögen dementsprechend gemanagt wird.<sup>316</sup> Zudem bleibt es unklar, ob solche Regulierungen nur auf Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter mit Sitz innerhalb der Europäischen Union Anwendung finden soll.<sup>317</sup> Sollten die angestrebten Maßnahmen durchgeführt werden, hätte dies nach Ansicht einiger Stellungnehmenden, eine Abwanderung der Geschäftstätigkeiten und Be-

---

<sup>306</sup>Vgl. ST-Nr. 20.

<sup>307</sup>Vgl. ST-Nr. 208.

<sup>308</sup>Vgl. ST-Nr. 381.

<sup>309</sup>Vgl. ST-Nr. 15.

<sup>310</sup>Vgl. ST-Nr. 381.

<sup>311</sup>Vgl. ST-Nr. 296, 347, 390.

<sup>312</sup>Vgl. ST-Nr. 347, 390.

<sup>313</sup>Vgl. ST-Nr. 347.

<sup>314</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 44, 101, 169, 404.

<sup>315</sup>Vgl. ST-Nr. 4.

<sup>316</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>317</sup>Vgl. ST-Nr. 4.

legschaft in weniger regulierenden asiatische/amerikanische Märkte zur Folge.<sup>318</sup> Dadurch werden Anreize geschaffen, Investitionen aus dem europäischen Markt abzuziehen und in andere Wirtschaftsräume zu transferieren.<sup>319</sup> Maßnahmen, welche die Wettbewerbsfähigkeit des Marktes oder der Vermögensverwalter gefährden, sollten ausdiesem Grund vermieden werden.<sup>320</sup>

### 3.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

58% der Gruppenmitglieder (21 von 36 ST) lieferten eine Antwort zur Frage 14.<sup>321</sup> Dabei ist die Grundstimmung mit 62% (13 ST) innerhalb der Gruppe Sonstige Verbände, Komitees und Foren positiv zu beurteilen. 33% (sieben ST) verfolgen eine ablehnende Haltung gegenüber weiteren Initiativen in diesem Bereich. Lediglich ein Stellungnehmender (5%) verfolgt eine neutrale Haltung.<sup>322</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Sorgfalt gegenüber den Interessen der Klienten: Eine Verpflichtung, die Vermögensverwalter nachgehen müssen, sei nach Ansicht einiger Stellungnehmender die Wahrung der Interessen ihrer Klienten.<sup>323</sup> Dabei sei es essentiell, dass ihre angewandten Investitionsmethoden und Bewertungsmechanismen langfristig ausgerichtet sind. Eine übermäßig kurzfristig orientierte Entlohnung sollte hierbei von Seiten der Klienten vermieden werden.<sup>324</sup> Primäres Ziel sollte in diesem Zusammenhang die Anpassung der Interessen der Vermögensverwalter mit jenen der langfristigen Investoren und die Vermeidung von kurzfristigen Vorteilen sein.<sup>325</sup> Zudem sollte eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten der Vermögensverwalter angestrebt werden.<sup>326</sup> Fünf Stellungnehmende führten diese Ansichten an.
- Verteilung von Anreizen: Nach Auffassung von zwei Antwortenden sollten Anreize für Vermögensverwalter über eine längere Periode verteilt werden. Dies wäre der effektivste Weg, um langfristige Anreize zu schaffen und kurzfristige Effekte bei der Veranlagung zu vermeiden. Vorstellbar wäre eine Bonusauszahlung über einen Zeitraum von zwei bis fünf Jahren.<sup>327</sup> Zudem sollte die Entlohnung mit einigen Faktoren, wie der Performance der Investitionen und Einhaltung von internen Investitionsregeln, verbunden werden.<sup>328</sup>

---

<sup>318</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 101, 404.

<sup>319</sup>Vgl. ST-Nr. 4.

<sup>320</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>321</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>322</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>323</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>324</sup>Vgl. ST-Nr. 82.

<sup>325</sup>Vgl. ST-Nr. 82, 90, 248, 144.

<sup>326</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>327</sup>Vgl. ST-Nr. 18, 47.

<sup>328</sup>Vgl. ST-Nr. 18.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Nach Auffassung von drei Gegnern liege es im Ermessen der langfristigen Investoren, die Leistungen und Vergütungen der in Anspruch genommenen Vermögensverwalter zu überwachen und langfristige Investitionsziele festzusetzen.<sup>329</sup> Eine Intervention durch europäische Regelungen sei in diesem Bereich nicht notwendig.<sup>330</sup> Vielmehr wäre dies kontraproduktiv und wäre schädlich für den Kapitalmarkt.<sup>331</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Zusätzlich detaillierte Analysen seien nach Ansicht des Stellungnehmenden in diesem Bereich notwendig um die Auswirkungen zukünftiger Maßnahmen angemessener beurteilen zu können. Jedoch sollten zukünftige Initiativen nicht dazu führen, Vermögensverwaltern am Kapitalmarkt Investitionsstrategien aufzudrängen oder ihre Fähigkeit einschränken, im besten Interesse ihrer Klienten zu handeln.<sup>332</sup>

### 3.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

17 der 26 Stellungnehmenden lieferten Antworten zur vorliegenden Fragestellung. Dies entspricht einem Wert von 65%.<sup>333</sup> Jedoch bilden mit 53% die Gegner innerhalb dieser Gruppe die Mehrheit (neun ST). Die restlichen Stellungnehmenden setzten sich aus den Befürwortern (41% bzw. sieben ST) und dem neutralen Lager zusammen (6% bzw. eine ST).<sup>334</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Vergütungsstruktur der Vermögensverwalter: Auf der Seite der Befürworter werden Regulierungen begrüßt, welche zu einer effektiven Angleichung der Vergütungsstrukturen für Vermögensverwalter und Investitionsstrategien der institutionellen Investoren führen.<sup>335</sup> Vorstellbar wäre nach Meinung eines Antwortenden eine Ausweitung der Vergütungsmethoden nach der CRD III<sup>336</sup>-Verordnung für alle Vermögensverwaltungstypen.<sup>337</sup> Zudem soll sichergestellt werden, dass Anreizstrukturen im Einklang mit den Interessen der Investoren sind.<sup>338</sup> Durch die AIFMD- und UCITSD IV-Bestimmungen erfolgte bereits

---

<sup>329</sup>Vgl. ST-Nr. 67, 150, 290.

<sup>330</sup>Vgl. ST-Nr. 67.

<sup>331</sup>Vgl. ST-Nr. 150.

<sup>332</sup>Vgl. ST-Nr. 149.

<sup>333</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>334</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>335</sup>Vgl. ST-Nr. 258.

<sup>336</sup>Richtlinie 2010/76/EU „zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik“.

<sup>337</sup>Vgl. ST-Nr. 270.

<sup>338</sup>Vgl. ST-Nr. 266.

eine Verbesserung in diesem Bereich.<sup>339</sup> Die Europäische Kommission sollte diese Bemühungen bei weiteren Überlegungen miteinbeziehen.<sup>340</sup> Vier Stellungnehmende befassten sich mit diesem Bereich.

- **Transparenz:** Nach Ansicht von drei Antwortenden sollte die Transparenz in diesem Bereich gefördert werden.<sup>341</sup> Dabei beziehen sie sich zum einen auf mehr Durchsicht im Hinblick auf die Wahrnehmung der treuhänderischen Verpflichtungen,<sup>342</sup> zum anderen verlangen sie mehr Transparenz bezüglich der Investitionen und Abstimmungsmethoden der institutionellen Investoren und angewendeten Anreizstrukturen für Vermögensverwalter.<sup>343</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- **Keine Notwendigkeit weiterer Regulierungen:** Eine zusätzliche Regulierung in diesem Bereich wurde von sechs Stellungnehmenden als nicht notwendig angesehen.<sup>344</sup> Die sektorspezifischen Richtlinien in diesem Zusammenhang werden als ausreichend angesehen.<sup>345</sup> Bestimmungen wie das AIFMD und das UCITS führten die Stellungnehmenden mehrmals an.<sup>346</sup> Nach Ansicht einiger Antwortender liefern sie bereits ein effizientes Rahmenwerk für die Vergütungsmethoden der Vermögensverwalter.<sup>347</sup> Zudem bestehe das Ziel beider Initiativen darin, eine Konsistenz innerhalb die Vergütungen der Marktteilnehmer zu schaffen und die Charakteristiken der unterschiedlichen Aktivitäten miteinzubeziehen.<sup>348</sup> Des Weiteren fordere die MiFID-Bestimmung bereits von Vermögensverwaltern, Informationen bezüglich ihrer Aktivitäten und finanziellen Positionen zu veröffentlichen, weshalb weitere Maßnahmen abgelehnt werden.<sup>349</sup>
- **Aufgabe des Institutionellen Investors:** Wiederum vertraten einige Antwortende die Meinung, dass es im Ermessen des langfristigen institutionellen Investors liege, die Qualität der Leistung und Vergütung ihrer Vermögensverwalter zu überwachen und zu bewerten.<sup>350</sup> Zudem seien sie in der Lage, wenn notwendig, ausreichend Schutzmaßnahmen einzuleiten. Dabei bedürfen sie keiner Hilfe von außen, weshalb eine zusätzliche Regulierung abgelehnt wird.<sup>351</sup>

---

<sup>339</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 269.

<sup>340</sup>Vgl. ST-Nr. 269.

<sup>341</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 267, 272.

<sup>342</sup>Vgl. ST-Nr. 198.

<sup>343</sup>Vgl. ST-Nr. 267, 272.

<sup>344</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 256, 265, 283, 284.

<sup>345</sup>Vgl. ST-Nr. 284.

<sup>346</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 256, 265, 283, 284.

<sup>347</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 265.

<sup>348</sup>Vgl. ST-Nr. 254.

<sup>349</sup>Vgl. ST-Nr. 283.

<sup>350</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 284.

<sup>351</sup>Vgl. ST-Nr. 277.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Von Seiten des Stellungnehmenden wurde in diesem Zusammenhang John Kay<sup>352</sup> mit einer unabhängigen Untersuchung des britischen Aktienmarktes beauftragt, um die Auswirkungen von langfristigen Entscheidungsfindungen und die Wettbewerbsperformance des britischen Wirtschaftslebens näher zu analysieren. Ergebnisse lagen zum Zeitpunkt der Beantwortung der Fragestellung noch nicht vor, weshalb eine Beurteilung des Sachverhaltes seiner Meinung nach verfrüht wäre.<sup>353</sup>

### 3.10. Andere

Da die Frage 14 keine Unterkategorien der Gruppe Andere spezifisch anspricht, wird nachfolgend abermals nur ein Überblick über die übereinstimmenden Argumente der gesamten Gruppe geliefert. Die Beteiligung an der Fragestellung lag mit 44% relativ niedrig. Dabei lieferten lediglich 35 der 80 Stellungnehmenden eine Antwort zur Frage 14.<sup>354</sup> Die Grundstimmung innerhalb der Gruppe ist mit 69% (24 ST) positiv zu bewerten. Ablehnend stehen dem Bereich 31% Stellungnehmende (elf ST) gegenüber.<sup>355</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Anreize längerfristig ausrichten: Überwiegend wurde das Problem in der Festsetzung von kurzfristigen Anreizen gesehen.<sup>356</sup> Investoren, welche über ausreichend Kapazitäten für langfristige Investitionen verfügen (wie Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen), werden zur Kurzfristigkeit gedrängt. Oft verlagern Pensionsfonds ihre Vermögensverwaltung an Investmentmanager aus. Dessen Leistung wird auf einer jährlichen Basis bemessen. Dadurch entsteht auf Seiten der Manager ein Druck, die jährlichen Rückflüsse zu maximieren. Zudem werden sie dazu ermutigen, ihren Fokus lediglich auf die relativen Werte zu setzen, anstatt eine absolute Wertschöpfung anzustreben.<sup>357</sup> Eine kurzfristige Gewinnmaximierung und exzessive Risikoübernahme sind die Konsequenzen.<sup>358</sup> Aus diesen Gründen sollten, nach Ansicht einiger Antwortender, die Vergütungs- und Anreizstrukturen der Vermögensverwalter mit langfristigen Elementen ausgestattet werden.<sup>359</sup> Das Ziel soll darin liegen, langfristige Nachhaltigkeit bei den Managern zu schaffen und ein kurzfristiges Verhalten zu vermeiden.<sup>360</sup> Die Verlinkung der angesprochenen Strukturen mit langfristigen Leistungen wäre eine Möglichkeit.<sup>361</sup> Eine weitere Option wäre die Integration der Bereiche Umweltbedingungen, Gesellschaft und Governance in die Investitionsanalysen

---

<sup>352</sup>Vgl. Kay (2012).

<sup>353</sup>Vgl. ST-Nr. 285.

<sup>354</sup>Vgl. Abs. 3.11.1., S. 52, Abb. 6.

<sup>355</sup>Vgl. Abs. 3.11.2., S. 53, Abb. 7.

<sup>356</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 344, 300, 341, 386.

<sup>357</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 344.

<sup>358</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

<sup>359</sup>Vgl. ST-Nr. 21, 38, 161, 239, 314, 331, 344.

<sup>360</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 341, 344.

<sup>361</sup>Vgl. ST-Nr. 38, 314.

und Aktivitäten der Vermögensverwalter, wodurch eine Minderung des langfristigen Risikos erreicht wird.<sup>362</sup> Zehn Stellungnehmende gaben die angeführten Argumente an.

- Offenlegung: Eine striktere Offenlegung von Informationen von Seiten der Vermögensverwalter verlangten in diesem Zusammenhang neun Antwortende.<sup>363</sup> Hierbei sei es ihrer Ansicht nach notwendig, Maßnahmen zu setzen um die Transparenz bezüglich der angewandten Anreizstrukturen, Vergütungsmethoden und Investitionsmethoden dieser Akteure zu steigern.<sup>364</sup> Dies ermöglicht ihren Klienten, welche oft nicht das notwendige Fachwissen vorweisen, die angesprochenen Bereiche besser nachzuvollziehen<sup>365</sup> und bei falsch ausgerichteten Anreizen entsprechende Maßnahmen zu setzen.<sup>366</sup> Zudem verlangen einige Antwortende eine Erhöhung der Durchsicht hinsichtlich potentieller Interessenkonflikte bei Vermögensverwaltern.<sup>367</sup>
- Bestmögliche Sorgfalt: Nach Auffassung von zwei Antwortenden hätten Vermögensverwalter die Aufgabe, die bestmögliche Sorgfalt gegenüber ihren Klienten auszuüben. Ein Problem liegt darin, dass eine Angleichung der Interessen zwischen Vermögensverwaltern und langfristigen Klienten noch immer nicht erfolgt. Folgende Lösungsmöglichkeiten wurden hierbei präsentiert: 1. Verringerung der Umschlagshäufigkeit von Fonds; 2. Überprüfung des europäischen Besteuerungssystems; 3. Überprüfung der Beziehung zwischen den institutionellen Investoren und den Vermögensverwaltern.<sup>368</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Auch an dieser Stelle vertraten vier Gegner die Meinung, wonach die angesprochenen Bereiche Teil der vertraglichen Vereinbarung zwischen dem Investor und dem Vermögensverwalter sind.<sup>369</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände zu diesem Punkt.

---

<sup>362</sup>Vgl. ST-Nr. 161, 341.

<sup>363</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 21, 36, 74, 111, 171, 314, 331, 386.

<sup>364</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 21, 74, 111, 171, 314, 331, 386.

<sup>365</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 111, 331.

<sup>366</sup>Vgl. ST-Nr. 36.

<sup>367</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 36, 386.

<sup>368</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 355.

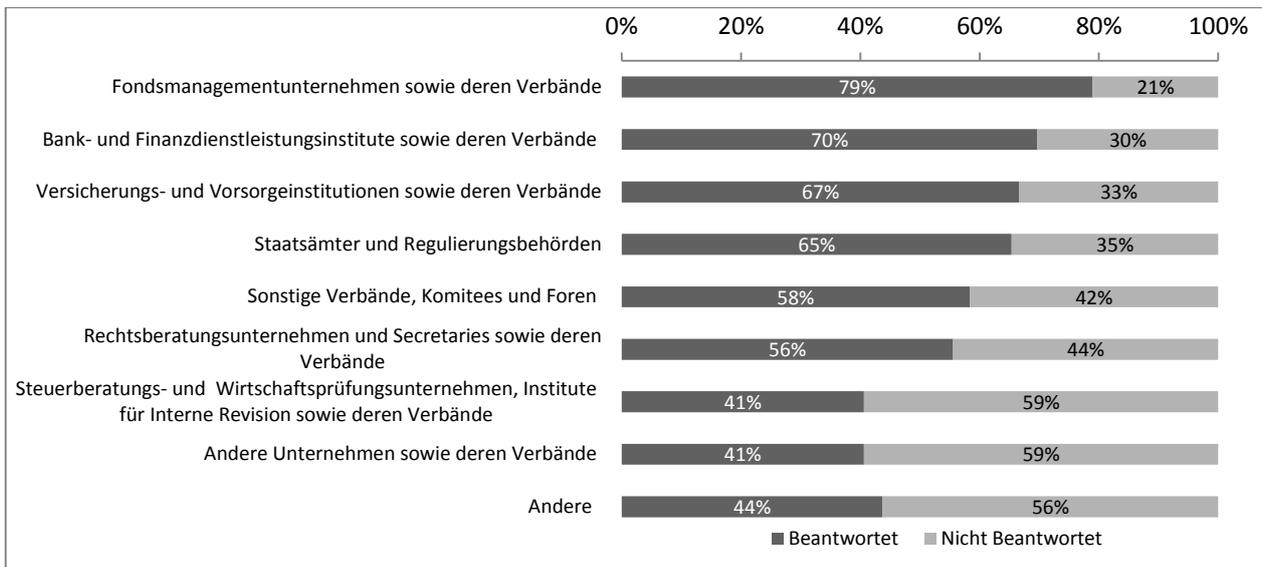
<sup>369</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 250, 252, 349.

### 3.11. Zusammenfassung

#### 3.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 14

Abermals verzeichnete die Gruppe Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände mit 79% den höchsten Anteil der Statistik. Mit 70% belegten die Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände den zweiten Rang. Die geringste Beteiligung an der Fragestellung lag innerhalb der Gruppen Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände. Ihre Anteile lagen bei 41%. Zusammenfassend werden die gewonnenen Daten nochmals grafisch dargestellt.

Abbildung 6: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 14



Quelle: Eigene Darstellung

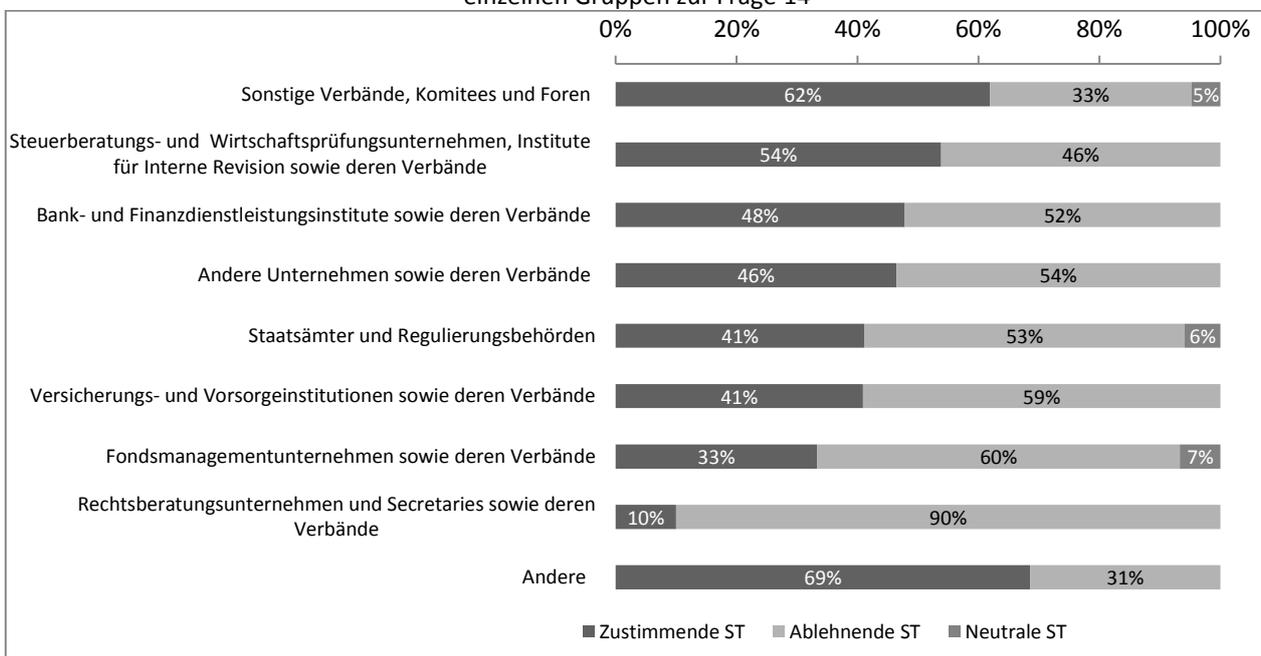
#### 3.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 14

Bezüglich weiterer Maßnahmen zur Regulierung der Aktivitäten der Vermögensverwalter verzeichneten die Gruppen Andere und Sonstige Verbände, Komitees und Foren mit über 60% die höchsten Anteile an Befürwortern. Überwiegend verlangten die Befürworter eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Anreiz- bzw. Vergütungsstrukturen der Vermögensverwalter. Zudem sei es, ihrer Ansicht nach, notwendig, die Entlohnung dieser Akteure langfristig auszurichten, wodurch eine Minderung des kurzfristigen Verhaltens am Kapitalmarkt erreicht werden kann. Die Entwicklung eines Stewardship-Codes auf Basis des comply or explain-Ansatzes für Vermögensverwalter führten ebenfalls oft die Stellungnehmenden an. Dadurch wäre eine effektivere Offenlegung der angewandten Methoden, Strategien und Anreizstrukturen und Vermeidung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern möglich.

## Frage 14

Dem gegenüber verzeichnete die Gruppe Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände die höchste Ablehnung gegenüber weiteren Initiativen. Der Wert der Gegner lag hier bei 90%. Am häufigsten waren die Gegner der Meinung, dass die angesprochenen Bereiche Teil der vertraglichen Vereinbarungen zwischen den Vermögensverwaltern und ihrer Klientel sei. Ihrer Ansicht nach liege es im Ermessen der Investoren, die notwendige Transparenz anzufordern und, bei Bedarf, Schutzmaßnahmen zu entwickeln. Dies sollte nicht durch gesetzliche Verordnungen erfolgen. Des Weiteren wurde häufig angeführt, dass der angesprochene Bereich bereits ausreichend reguliert sei, weshalb weitere Maßnahmen nicht als Notwendig erachtet werden. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht nochmals das gesamte Ergebnis der Auswertung der vorliegenden Frage.

Abbildung 7: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 14



Quelle: Eigene Darstellung

### 3.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 14

Wie in der vorangegangenen Fragestellung, führt auch hier Großbritannien die Statistik der zustimmenden (21%) und ablehnenden (29%) Stellungnahmen an. Ein interessantes Ergebnis lieferte hierbei die Auswertung der neutralen Stellungnahmen. Großbritannien verzeichnete als einziges Land einen Wert in dieser Kategorie. Die Stimmung innerhalb der Länder bezüglich zusätzlicher Regulierung für Vermögensverwalter war sehr ausgeglichen. 90 zustimmenden Stellungnahmen standen 91 ablehnende Stellungnahmen gegenüber.

## Frage 14

Tabelle 5: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 14

<i>Land</i>	<i>Zustimmende ST</i>	<i>Ablehnende ST</i>	<i>Neutrale ST</i>
Großbritannien	<b>19 (21%)</b>	<b>26 (29%)</b>	<b>3 (100%)</b>
Europäische Vereinigungen	13 (14%)	11 (12%)	X
Rest	58 (65%)	54 (59%)	X
<b>Summe:</b>	90 (100%)	91 (100%)	3 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung

## 4. **Wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter**

### **(Frage 15)**

#### 4.1. **Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Die nächste Problematik, welche die Europäische Kommission in ihrem Grünbuch bezüglich der Vermögensverwalter anführt, ist die mangelnde Transparenz hinsichtlich ihrer Aktivitäten. Im Mittelpunkt liegt die Erhöhung der Transparenz in den Bereichen der angewandten Strategien, Kosten des Portfolios, Engagement im Unternehmen und dergleichen. Das Ziel weiterer Maßnahmen sollte, ihrer Ansicht nach, die Förderung einer langfristigen Wertschöpfung in den Anlagestrategien der Vermögensverwalter sein, um dadurch dem Problem der Kurzfristigkeit am Kapitalmarkt entgegenzuwirken. Zudem würde eine Erhöhung des Informationsflusses in diesen Bereichen institutionellen Anlegern ermöglichen, ihre übertragenen Vollmachten effizienter zu überwachen und mehr Einfluss auf den Anlagehorizont ihrer Vermögensverwalter auszuüben. Im Allgemeinen sollten zukünftige Initiativen darauf abzielen, das Verantwortungsbewusstsein dieser Akteure gegenüber den Unternehmen, in welche investiert wird, und deren Klientel zu erhöhen.<sup>370</sup> Folgende Fragestellung wurde in diesem Zusammenhang entwickelt:

Frage 15: „Sollten die EU-Rechtsvorschriften eine wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter durch die institutionellen Anleger vorsehen, was Strategien, Kosten, den Handel und die Frage angeht, in welchem Maße sich Vermögensverwalter in Unternehmen, in die investiert werden wird, einbringen sollen? Wenn ja, wie?“<sup>371</sup>

#### 4.2. **Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Innerhalb der Gruppe der Versicherungen beteiligten sich 70% (23 von 33 ST) der Stellungnehmenden an der Frage 15.<sup>372</sup> Die Mehrheit verzeichnet dabei eine ablehnende Haltung gegenüber dem Vorgehen der Europäischen Kommission. In Zahlen ausgedrückt handelt es sich hierbei um 74% (17 ST). Lediglich 26% (sechs ST) sprechen sich für eine Intervention von Seiten der Gesetzgebung in diesem Bereich aus.<sup>373</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Aktive Überwachung:** Vier Stellungnehmende führten an, dass Vermögenseigentümer ihre Fondsmanager hinsichtlich angewandter Strategien, Kosten und Handel aktiver überwachen sollten. Für den Be-

<sup>370</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 15.

<sup>371</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>372</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>373</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

günstigsten sei dies zur Erzielung von guten Resultaten, einem angemessenen Management der Interessenkonflikte und einer guten wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens, essentiell.<sup>374</sup>

- **Transparenz:** Der Bereich der Transparenz wurde von zwei Antwortenden behandelt. Nach Auffassung eines Gruppenmitgliedes wäre eine Möglichkeit, die Überwachung effektiv zu fördern, die gesetzliche Verbesserung der Transparenz. Vermögensverwalter sollten dazu aufgefordert werden, vollständige Informationen offenzulegen. Dies beziehe sich auch auf die Gebühren und Kosten der Vermögensverwalter, da der Zugang zu diesen Informationen oft mit Schwierigkeiten verbunden ist.<sup>375</sup> Der zweite Stellungnehmende verlangte hingegen mehr Transparenz im Hinblick auf die Anreizstrukturen der Vermögensverwalter. Dadurch wäre es Investoren möglich, Befangenheiten bei langfristigen Entscheidungsfindungen früher zu erkennen.<sup>376</sup>
- **Stewardship-Code:** In diesem Zusammenhang würden zwei Stellungnehmende die Entwicklung eines europäischen Stewardship-Codes begrüßen. Dies wäre eine Möglichkeit, die beiden vorangegangenen Punkte zu gewährleisten.<sup>377</sup> Ein weiterer Antwortender vertrat zwar den Standpunkt, dass die Entwicklung von Codes den Mitgliedsstaaten überlassen werden sollte, jedoch könnte die europäische Union Grundsätze entwickeln, welche in weiterer Folge in den nationalen Codes übernommen werden sollten. Dabei handelt es sich um Leitlinien, um die Interessen der unterschiedlichen Akteure zu wahren.<sup>378</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- **Keine Notwendigkeit für Regulierung:** Fünf Stellungnehmende führten an, dass Transparenz und Offenlegung in der Sphäre der Vermögenseigentümer und Vermögensverwalter liegt, vor allem, wenn es sich dabei um institutionelle Eigentümer handelt. Ihrer Meinung nach sollte es im Interesse der institutionellen Investoren liegen, die angesprochenen Themenbereiche (Strategie, Kosten, Handel und Engagement mit dem Unternehmen) von einem Vermögensverwalter zu überwachen. Eine Regulierung, wenn überhaupt, sollte nur auf nationaler Ebene erfolgen.<sup>379</sup> Zusätzlich wird von Seiten eines Antwortenden angeführt, dass verantwortungsbewusste Investoren diese Bereiche bereits bei ihren Vermögensverwaltern nachfragen, wodurch gesetzliche Maßnahmen ein zu starkes Mittel für die Verbesserung der Situation wären.<sup>380</sup>
- **Stewardship-Code:** Interessant war zu beobachten, dass bei den Gegnern drei Antwortende ebenfalls die Entwicklung eines Codes vorschlugen. Zwar war ihre Haltung gegenüber regulierenden Maßnahmen

---

<sup>374</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 93, 294, 297.

<sup>375</sup>Vgl. ST-Nr. 93.

<sup>376</sup>Vgl. ST-Nr. 72.

<sup>377</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 192.

<sup>378</sup>Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>379</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 17, 103, 104, 121.

<sup>380</sup>Vgl. ST-Nr. 140.

ablehnend, jedoch führen zwei Stellungnehmende den Stewardship-Code als alternative Lösung an.<sup>381</sup> Eine effektive Regelung durch einen institutionellen Investor-Codes war in diesem Zusammenhang ebenfalls vorstellbar. Aufgrund der unterschiedlichen gesetzlichen Systeme und Strukturen innerhalb der europäischen Union, sollte nach Ansicht des dritten Stellungnehmenden eine Annäherung der Regelungen in diesem Bereich auf europäischer Ebene erfolgen.<sup>382</sup>

- Vertragliche Vereinbarung: Nach Auffassung von vier Stellungnehmenden seien die angesprochenen Themenbereiche der Europäischen Kommission Teil der vertraglichen Vereinbarungen zwischen dem Investor und dem Vermögensverwalter. Europäische Gesetzgebungen sind in diesem Zusammenhang zu schwerfällig. Jede Investitionsstrategie sei individuell, weshalb eine Anpassung der Vertragsbedingungen an dieser erfolgen müsse.<sup>383</sup> Als Teil der Prinzipal-Agent Beziehung liegt es in der Verantwortung der Vermögenseigentümer, sicherzustellen, dass ihre Aufträge mit ihren Investitionszielen übereinstimmen und diese deutlich an die Vermögensverwalter kommuniziert werden.<sup>384</sup>

### 4.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

67% der Gruppenmitglieder der Bank- und Finanzdienstleistungsinstitutionen beantworteten im Zuge der Konsultation die vorliegende Frage. Ausgedrückt in absoluten Zahlen handelt es sich dabei um 22 von 33 Stellungnahmen.<sup>385</sup> Die Befürworter und neutral Antwortenden verzeichnen hierbei mit 23% (fünf ST) bzw. 9% (2ST) relativ niedrige Werte in der Statistik. Die Gegner von weiteren Maßnahmen verzeichnen hingegen mit 68% bzw. 15 ST den höchsten Anteil an der Auswertung.<sup>386</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Interessen der Klienten: Vermögensverwalter sollten nach Auffassung von zwei Gruppenmitgliedern genügend Sorgfalt an den Tag legen, um immer im Interesse ihrer Klienten zu handeln.<sup>387</sup> Momentan liegt die Schwierigkeit darin, dass die wirtschaftlichen Interessen der Vermögensverwalter nicht an jenen der langfristigen Halter abgestimmt werden.<sup>388</sup> Die Entwicklung von Investitionsgrundsätzen mit solch einem Schwerpunkt wäre nach Meinung eines Stellungnehmenden eine Möglichkeit dem Problem entgegenzuwirken.<sup>389</sup>

---

<sup>381</sup>Vgl. ST-Nr. 164, 213.

<sup>382</sup>Vgl. ST-Nr. 311.

<sup>383</sup>Vgl. ST-Nr. 180, 287, 340.

<sup>384</sup>Vgl. ST-Nr. 340, 345.

<sup>385</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>386</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>387</sup>Vgl. ST-Nr. 257, 359.

<sup>388</sup>Vgl. ST-Nr. 359.

<sup>389</sup>Vgl. ST-Nr. 257.

- Stewardship-Code: Eine Alternative, um die Anreizstrukturen der Vermögensverwalter an jene ihrer Klienten anzunähern, wäre nach Ansicht von zwei Stellungnehmenden die Entwicklung eines Stewardship-Codes.<sup>390</sup> Die Kombination aus basisregulierenden Anforderungen und Soft Laws würde in diesem Zusammenhang ein effektiveres Überwachungssystem liefern, als dies durch strikte Verordnungen erreicht werden kann.<sup>391</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Qualifizierte institutionelle Investoren: Nach Meinung von sieben Stellungnehmenden sind institutionelle Investoren selbst in der Lage, ein ausreichendes Maß an Sicherheit gegenüber dem Vermögensverwalter zu entwickeln, wodurch eine Unterstützung von außenstehenden Institutionen als nicht notwendig erachtet wird.<sup>392</sup> Diese Akteure verfügen über die notwendigen Fähigkeiten, eine Überwachung ihrer Vermögensverwalter zu bewerkstelligen und geeignete Investitionsstrategien festzusetzen.<sup>393</sup> Zudem sind diese angesprochenen Punkte Teil der vertraglichen Vereinbarung zwischen beiden Marktakteuren.<sup>394</sup>
- Regulierung auf comply or explain-Basis: In diesem Zusammenhang sei es nach Auffassung von drei Stellungnehmenden wichtig, Regulierungen auf einer comply or explain-Basis aufzubauen. Dabei sollte eine Transparenz für den Berechtigten und den Markt geschaffen werden. Die Antwortenden raten von zu detaillierten Regelungen ab.<sup>395</sup>
- Bereits ausreichende Regulierung in diesem Bereich: Nach Ansicht von drei Stellungnehmenden würden momentane Bestimmungen bereits den Bereich der Vermögensverwalter ausreichend regeln bereit. In diesem Zusammenhang wurden die MiFID- und UCITSD-Bestimmungen angeführt, welche ausführliche Veröffentlichungspflichten, vor allem hinsichtlich der Interessenkonflikte, beinhalten.<sup>396</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Beide Stellungnehmenden verlangen zusätzlich fundierte Analysen in diesem Bereich, bevor weitere Regulierungsmaßnahmen unterstützt werden.<sup>397</sup> Institutionelle Investoren haben unterschiedliche Profile und Geschäftsmodelle am Markt. Dies erschwert ihre Zuordnung in einzelne Kategorien.<sup>398</sup> Eine one size fits all-Lösung sei in diesem

---

<sup>390</sup>Vgl. ST-Nr. 197, 397.

<sup>391</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>392</sup>Vgl. ST-Nr. 259, 324, 343, 387, 406.

<sup>393</sup>Vgl. ST-Nr. 402.

<sup>394</sup>Vgl. ST-Nr. 181.

<sup>395</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 352, 398.

<sup>396</sup>Vgl. ST-Nr. 352, 356, 372.

<sup>397</sup>Vgl. ST-Nr. 214, 333.

<sup>398</sup>Vgl. ST-Nr. 214.

Zusammenhang nicht möglich. Es sollte möglich sein, die unterschiedlichen Corporate Governance-Modelle beizubehalten und dieselben Ausgangssituationen zu schaffen.<sup>399</sup>

#### 4.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Knapp 90% der Stellungnehmenden (17 von 19 ST) innerhalb dieser Gruppe gaben ihre Ansichten im Zuge der Konsultation zur Frage 15 wieder.<sup>400</sup> Auch hier setzt sich der ablehnende Trend der vorangegangenen Gruppen fort. Mit 71% (zwölf ST) sind die Gegner der vorgeschlagenen Maßnahmen für Vermögensverwalter in der Mehrheit. Die Befürworter verzeichnen mit 24% (vier ST) einen relativ niedrigen Wert. Zudem weist die Statistik lediglich einen neutral Antwortenden (5%) auf.<sup>401</sup>

Da alle vier Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Einheitliche Veröffentlichungsanforderungen: Im Allgemeinen erfolgt nach Meinung des Antwortenden eine ausreichende Überwachung von Seiten ihrer institutionellen Investoren. In manchen Märkten werden diese zusätzlich durch Investmentberater unterstützt. Jedoch würden sie eine schrittweise Annäherung der Offenlegungsanforderung für Vermögensverwalter auf europäischer Ebene begrüßen. Eine Angleichung der Berichterstattungsformen hinsichtlich der Kosten- und Provisionszusammensetzung des Fondsmanagements wäre für Kunden von Vermögensverwalter sehr hilfreich.<sup>402</sup>
- Kriterien zur Berichterstattung: Der zweite Stellungnehmende unterstützt in diesem Zusammenhang Maßnahmen, welche zu einer Verbesserung der Überwachung der Vermögensverwalter durch Vermögensigentümer führt. Im Hinblick auf die Berichterstattung an den Klienten, begrüßt der Antwortende Initiativen, welche mehr Einblick in die Aktivitäten der Vermögensverwalter liefern. Dabei sollten seiner Ansicht nach folgende Punkte behandelt werden: 1. Ressourcenzuteilung innerhalb der Aktivitäten; 2. Schlüsselziele und Initiativen innerhalb der Berichtsperiode; 3. signifikante Entwicklungen während der Berichtsperiode; 4. das Ausmaß, in welchem die Abstimmung und weitere Aktivitäten in den Investitionsprozess integriert wurden und deren Auswirkung auf die Investitionsentscheidungen; 5. inwieweit die zugewendeten Ressourcen und Aktivitäten den Erwartungen der Klienten entsprechen.<sup>403</sup>

---

<sup>399</sup>Vgl. ST-Nr. 333.

<sup>400</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>401</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>402</sup>Vgl. ST-Nr. 16.

<sup>403</sup>Vgl. ST-Nr. 113.

- Agency-Beziehung: Nach Auffassung des dritten Antwortenden bestehe hier Raum für Maßnahmen, um die agency-Beziehung zwischen dem institutionellen Investor und dem Vermögensverwalter zu verbessern.<sup>404</sup>
- Vergütung der Vermögensverwalter: Der letzte Stellungnehmende behandelt in diesem Zusammenhang den Bereich der Vergütung der Vermögensverwalter. Dabei soll darauf geachtet werden, dass die Entlohnung mit den Interessen der Klienten vereinbar ist. Darüber hinaus wird angeführt, dass die primären Entscheidungsfaktoren der Vermögensverwalter in den angestrebten Zielen des Investitionsauftrages liegen. Diese können auch kurzfristige Horizonte beinhalten. Die Stellungnehmende führt zusätzlich das Problem der Informationsasymmetrie zwischen dem Vermögenseigentümer und dem Vermögensverwalter an. Um den angesprochenen Bereichen die notwendige Sorgfalt zu widmen, sollte eine Verlängerung des Zeithorizontes der Leistungsbewertung von drei auf fünf Jahren angestrebt werden. Zusätzlich sollte, nach Ansicht des Antwortenden, die Einführung von Leistungsgebühren, welche auf mehrere Jahre verteilt werden, überlegt werden. In diesem Zusammenhang wäre die Implementierung von Governance- und Stewardship-Verantwortungen in den Investitionsvereinbarungen vorteilhaft.<sup>405</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Vertragliche Vereinbarung: Überwiegend waren die Gegner der Meinung, dass die angesprochenen Themenbereiche durch vertragliche Vereinbarungen zwischen dem institutionellen Investor und dem Vermögensverwalter behandelt werden sollten. Dabei ist es den Investoren möglich, frei über die Anforderungen (Strategie, Kosten, Handel) zu entscheiden und diese in den Vereinbarungen festzusetzen, die in weiterer Folge befolgt werden müssen. Zudem haben institutionelle Investoren ausreichend Möglichkeiten, ihre auserwählten Vermögensverwalter zu überwachen und, wenn notwendig, Maßnahmen zu setzen. Eine Regulierung auf europäischer Ebene hätte nur die Einschränkung der vertraglichen Freiheit zur Folge, weshalb diese von zehn Stellungnehmenden abgelehnt wird.<sup>406</sup>
- Code: Die Entwicklung eines Codes für institutionelle Investoren wurde als Alternativlösung in diesem Zusammenhang von fünf Stellungnehmenden angeführt.<sup>407</sup> Dadurch wäre eine Förderung der Verantwortung und Transparenz dieser Akteure möglich, jedoch sollte die Anwendung auf freiwilliger Basis erfolgen.<sup>408</sup> Auf europäischer Ebene sollte eine Anpassung eines solchen Codes gefördert werden, um dadurch ein gemeinschaftliches Verständnis für diese Akteure zu schaffen.<sup>409</sup>

---

<sup>404</sup>Vgl. ST-Nr. 223.

<sup>405</sup>Vgl. ST-Nr. 229.

<sup>406</sup>Vgl. ST-Nr. 8,94,141, 156,166,298,303, 306,395,396.

<sup>407</sup>Vgl. ST-Nr. 94,141,156, 298, 303.

<sup>408</sup>Vgl. ST-Nr. 94.

<sup>409</sup>Vgl. ST-Nr. 94,298,303.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Bevor weitere Änderungen innerhalb der europäischen Gesetze durchgeführt werden, sind nach Ansicht des Stellungnehmenden weitere Untersuchungen der momentanen Marktpraktiken notwendig. Vor allem die Bereiche der Kontrollstrukturen, kollektiven Investitionspläne und die Rolle des Investitionsberaters im Hinblick auf eine effektive Überwachung des Vermögensverwalters bei langfristigen Aufträgen bedürfen weiterer Analysen. Die Berichterstattungs- und Offenlegungspraktiken in diesem Zusammenhang sollten ebenfalls untersucht werden.<sup>410</sup>

#### **4.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Weniger als ein Drittel der Stellungnehmenden innerhalb dieser Gruppe lieferten Ansichten im Zusammenhang mit der Frage 15. In Zahlen ausgedrückt handelte es sich dabei um zehn von 32 Stellungnehmenden (31%).<sup>411</sup> Jedoch ist auffällig, dass die Grundstimmung innerhalb der Gruppenmitglieder sehr ausgewogen ist. Die Auswertung der Stellungnahmen ergibt je 50% auf der Seite der Befürworter und der Gegner (je fünf ST).<sup>412</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Die Entwicklung eines Codes wäre, nach Ansicht von drei Stellungnehmenden auf der Seite der Befürworter, der effektivste Weg, um die Überwachung der Vermögensverwalter durch institutionelle Investoren zu fördern.<sup>413</sup> Die Einführung eines Stewardship-Codes wurde in diesem Zusammenhang genannt, wodurch Vermögensverwalter zu mehr Offenheit und einer engeren Bindung an ihre institutionellen Investoren ermutigt würden.<sup>414</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Ein überraschendes Ergebnis lieferte hierbei die Auswertung der ablehnenden Stellungnahmen. Dabei wurde auf Seiten der Gegner die Entwicklung eines Codes ebenfalls als Alternative angeführt.<sup>415</sup> Zwar sprechen sie sich entschieden gegen gesetzliche Maßnahmen in diesem Bereich aus, jedoch könnten sie sich die Einführung eines Stewardship-Codes auf europäischer Ebene vorstellen. Dadurch soll der Investor zu mehr Eigenverantwortung ermutigt werden. Basierend auf dem comply or explain-Ansatz steigere solch ein Code zu-

---

<sup>410</sup>Vgl. ST-Nr. 118.

<sup>411</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>412</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>413</sup>Vgl. ST-Nr. 80, 92, 115.

<sup>414</sup>Vgl. ST-Nr. 92.

<sup>415</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 124, 163, 202.

dem das Engagement auf Seiten des Vermögensverwalters.<sup>416</sup> Diese Argumente führten vier Stellungnehmende an.

#### 4.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Beteiligung innerhalb der Gruppe der Rechtsberater an der Fragestellung lag mit 56% höher als die vorangegangene Gruppierung (10 von 18 ST).<sup>417</sup> Dabei Befürworteten 40% der Antwortenden (vier ST) Initiativen von Seiten der Europäischen Kommission. Die Hälfte der Stellungnehmenden (fünf ST) spricht sich jedoch gegen solche Maßnahmen aus. Ein Antwortender vertritt hingegen neutrale Ansichten.<sup>418</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Für den Investor ist es essentiell, vollständige und wahrheitsgetreue Informationen von Seiten der Vermögensverwalter hinsichtlich ihrer Strategien, Kosten, Handel und Beziehungen zum Unternehmen, in welches investiert wird, zu erhalten.<sup>419</sup> Aus diesem Grund sollte die europäische Gesetzgebung eine effektive Überwachung der Vermögensverwalter durch die institutionellen Investoren fördern. Zukünftige Verordnungen sollten verbindliche Offenlegungen der angeführten Bereiche beinhalten.<sup>420</sup> Eine transparente und pünktliche Berichterstattung von Seiten der Vermögensverwalter soll dadurch geschaffen werden.<sup>421</sup> Eigenständige Handlungen und angewandte Methoden der Vermögensverwalter sollen dadurch dem Investor nachvollziehbar sein.<sup>422</sup> Diese Ansichten vertraten alle Befürworter.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Regulierung durch den Markt: Nach Meinung von zwei Antwortenden sollte die Regulierung dieses Bereiches dem Markt überlassen werden. Manche institutionellen Investoren streben eine Verpflichtung und aktive Beteiligung an einem Unternehmen an, andere wiederum nicht. Die Entscheidung sollte den Investoren überlassen werden und nicht durch Regulierung aufgedrängt werden.<sup>423</sup>
- Entwicklung der bestehenden Codes abwarten: In diesem Zusammenhang wurden bereits diverse Stewardship-Codes und externe Governance-Codes von unterschiedlichen Institutionen entwickelt. Bevor weitere Maßnahmen ergriffen werden, sollte man nach Ansicht von vier Stellungnehmenden die Auswirkungen der bestehenden Codes abwarten.<sup>424</sup>

---

<sup>416</sup>Vgl. ST-Nr. 163.

<sup>417</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>418</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>419</sup>Vgl. ST-Nr. 107, 155, 308.

<sup>420</sup>Vgl. ST-Nr. 155, 342.

<sup>421</sup>Vgl. ST-Nr. 107.

<sup>422</sup>Vgl. ST-Nr. 155, 308.

<sup>423</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

<sup>424</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130, 316, 376.

#### 4.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Innerhalb dieser Gruppe gaben 42% der Antwortenden (29 von 69 ST) ihre Ansichten zur Fragestellung 15 wieder. Dabei ist abermals ein ausgewogenes Ergebnis ersichtlich.<sup>425</sup> Mit jeweils 48% (14 ST) sind Befürworter und Gegner solcher Initiativen gleich verteilt. Ein neutral Antwortender (4%) rundet das Ergebnis noch ab.<sup>426</sup> Wie in den vorangegangenen Fragestellungen verzichteten hier abermals sieben Stellungnehmende auf eine Beantwortung der Frage 15, da dieser Bereich eher die interne Governance der institutionellen Investoren betreffe, weshalb eine gesonderte Behandlung angestrebt werden sollte.<sup>427</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Stewardship-Code: Drei Stellungnehmende würden die Entwicklung eines solchen Codes für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter begrüßen.<sup>428</sup> Dies ermögliche eine Anpassung der Anreizstrukturen der Vermögensverwalter an ihre Klienten und würde eine bessere Offenlegung der angesprochenen Bereiche fördern.<sup>429</sup> Zusätzlich wird dadurch ein langfristiges Engagement der Akteure stimuliert.<sup>430</sup> Auf europäischer Ebene sollte es nach Auffassung der Stellungnehmenden eine Angabepflicht hinsichtlich der Anwendung solcher Codes für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter geben.<sup>431</sup>
- Abstimmungsmethoden: Das Thema der Abstimmung innerhalb der Hauptversammlung wurde von fünf Stellungnehmenden behandelt.<sup>432</sup> Dabei verlangen zwei Stellungnehmende eine verpflichtende Offenlegung der Abstimmungsstrategien und Methoden der institutionellen Investoren.<sup>433</sup> Ein geeignetes Rahmenwerk soll die notwendige Transparenz schaffen. In diesem Zusammenhang verlangen zwei weitere Stellungnehmende die Offenlegung der Stimmabgabemethoden von Seiten der Vermögensverwalter. Für den Investor ist es essentiell, über die implementierten Strategien der Vermögensverwalter informiert zu werden.<sup>434</sup> Nach Ansicht eines Stellungnehmenden sollte ein generelles Abstimmungsverbot für Vermögensverwalter, welche im Namen der institutionellen Investoren handeln, eingeführt werden. Die Europäische Kommission sollte Investoren am Kapitalmarkt gesetzlich dazu auffordern, eine Berichterstattung über ihre ausgeübten Stimmrechte zu verfassen.<sup>435</sup>

---

<sup>425</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>426</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>427</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

<sup>428</sup>Vgl. ST-Nr. 70, 296, 347.

<sup>429</sup>Vgl. ST-Nr. 347.

<sup>430</sup>Vgl. ST-Nr. 71.

<sup>431</sup>Vgl. ST-Nr. 296, 347.

<sup>432</sup>Vgl. ST-Nr. 99, 207, 301, 347, 379.

<sup>433</sup>Vgl. ST-Nr. 301, 347.

<sup>434</sup>Vgl. ST-Nr. 207, 379.

<sup>435</sup>Vgl. ST-Nr. 99.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Regulierung durch den Markt: Nach Auffassung von vier Antwortenden bestehe momentan kein Bedarf an gesetzlichen Regulierungen für Vermögensverwalter.<sup>436</sup> Dem Markt sollte es überlassen werden, eine Erleichterung der Beziehungen zwischen Investor und Vermögensverwalter zu schaffen.<sup>437</sup> Zudem seien die bestehenden Überwachungsmechanismen ausreichend.<sup>438</sup>
- Verantwortung liegt bei Vermögenseigentümer: Zwei Stellungnehmende führen abermals an, dass es im Ermessen der Vermögenseigentümer liegen sollte, ihre Vermögensverwalter zur Rechenschaft zu ziehen und die notwendigen Informationen bezüglich der angewandten Strategien, Kosten, des Handels und Einbindung in das Unternehmen, in welchem investiert wird, anzufordern. Zudem haben Vermögensverwalter vertragliche Verpflichtungen gegenüber ihrer Klientel zu erfüllen. Sie erhalten meist eine spezifische Vollmacht von Seiten ihrer institutionellen Klienten, welche befolgt werden müssen. Aus diesem Grund wird eine Intervention durch die europäische Gesetzgebung nicht unterstützt.<sup>439</sup> Der UK Stewardship-Code wird in diesem Zusammenhang als positive Entwicklung von drei Stellungnehmenden erwähnt.<sup>440</sup>
- Best practice-Code: Auf europäischer Ebene wäre nach Meinung von zwei Stellungnehmenden eine Alternative zu starren Gesetzen, die Entwicklung eines freiwilligen best practice-Codes.<sup>441</sup> Dadurch sollen Anreize geschaffen werden, um angestrebte kurzfristige Vorteile der Vermögensverwalter zu unterbinden.
- Regulierung auf nationaler Ebene: Regulierungen, wenn überhaupt, sollten nach Auffassung von zwei Stellungnehmenden auf nationaler und nicht auf europäischer Ebene erfolgen.<sup>442</sup> Ein Kodex für Vermögensverwalter wäre in diesem Zusammenhang auf nationaler Ebene vorstellbar. Der dadurch geschaffene Rahmen, der auf dem Prinzip der Freiwilligkeit und Transparenz beruht, soll Interessenkonflikte zwischen den Vermögensverwaltern und Investoren vermeiden.<sup>443</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Unklar sei nach Ansicht des Stellungnehmenden inwieweit die angesprochenen Schwierigkeiten durch gesetzliche Maßnahmen gelöst werden können. Der Konkurrenzkampf der Vermögensverwalter sei sehr groß, weshalb sich die best practice in diesem Bereich wahrscheinlich mit der Zeit entwickeln werde.<sup>444</sup>

---

<sup>436</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 49, 169, 394.

<sup>437</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>438</sup>Vgl. ST-Nr. 49, 394.

<sup>439</sup>Vgl. ST-Nr. 154, 307.

<sup>440</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169, 154.

<sup>441</sup>Vgl. ST-Nr. 193, 208.

<sup>442</sup>Vgl. ST-Nr. 247, 305.

<sup>443</sup>Vgl. ST-Nr. 247.

<sup>444</sup>Vgl. ST-Nr. 101.

#### 4.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Das Ergebnis der Auswertung ergab eine 58%-ige Beteiligung von Seiten der Sonstigen Verbände an der Frage 15.<sup>445</sup> Auffallend ist hierbei, dass erstmals die Befürworter der angesprochenen Maßnahmen innerhalb einer Gruppe überwiegen. Mit 52% (elf ST) bilden sie die Mehrheit in diesem Zusammenhang. 38% (acht ST) sind hingegen negativ einzustufen. Zwei Stellungnehmende (10%) führen in diesem Zusammenhang neutrale Ansichten an.<sup>446</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Effektive Überwachung der Vermögensverwalter: Vier Stellungnehmende würden es begrüßen, wenn die europäische Gesetzgebung eine effektivere Überwachung der Vermögensverwalter durch ihre institutionellen Investoren förderten.<sup>447</sup> Mehr Transparenz von Seiten der Vermögensverwalter wird in diesem Zusammenhang verlangt.<sup>448</sup> Dabei beziehen sich die Stellungnehmenden auf die Veröffentlichung von Informationen bezüglich der angewandten Investitionsmethoden, Strategien, Kosten und Grad der Einbindung in jene Unternehmen, in welche investiert wird. Deshalb wäre es nach Meinung der Antwortenden vorstellbar, spezifische Systeme zur Überwachung und Kontrolle der Vermögensverwalter einzuführen, um die Transparenz und die Verantwortung der internen Kontrollorgane zu steigern.<sup>449</sup>
- ESG-Kriterien: Drei Stellungnehmende verlangen eine zusätzliche Implementierung von ESG-Kriterien (Environment, Social & Governance) in den Investitionsgrundsätzen der institutionellen Investoren. In weiterer Folge sollten Investoren dazu verpflichtet werden, die Integrierung dieser Faktoren in ihren Investitionsentscheidungen zu erklären und zu berichten.<sup>450</sup> Dieses Vorgehen fördert die Entwicklung eines langfristigen Ansatzes bei den Investitionen.<sup>451</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Qualifizierte institutionelle Investoren: Vier Stellungnehmende führen an, dass institutionelle Investoren die notwendigen Fähigkeiten besitzen, um eine angemessene Überwachung ihrer Vermögensverwalter zu bewerkstelligen.<sup>452</sup> Da sie über ausreichende Ressourcen und Informationen verfügen, um die Leistungen der Vermögensverwalter zu überwachen und zu bewerten,<sup>453</sup> sind weitere europäische Regulierungen in diesem Bereich nicht notwendig.

---

<sup>445</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>446</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>447</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 77, 82, 348.

<sup>448</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 77, 348.

<sup>449</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 77.

<sup>450</sup>Vgl. ST-Nr. 348.

<sup>451</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>452</sup>Vgl. ST-Nr. 18, 67, 150, 219.

<sup>453</sup>Vgl. ST-Nr. 150.

- Bereits ausreichende Regulierung in diesem Bereich: Da die angesprochenen Bereiche der Europäischen Kommission bereits ausreichend reguliert werden, sind weitere Maßnahmen nach Auffassung von zwei Antwortenden nicht notwendig.<sup>454</sup> Das AIFMD wurde an dieser Stelle von Seiten eines Stellungnehmenden als ausreichend erachtet.<sup>455</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Zwar sollten Vermögenseigentümer ihre Vermögensverwalter aktiv überwachen, jedoch sollte die Notwendigkeit einer Intervention von Seiten der europäischen Gesetzgebung weiter diskutiert werden.<sup>456</sup> Der wichtigste Aspekt in diesem Zusammenhang sei, nach Meinung beider Stellungnehmenden, eine Verbesserung der Transparenz bezüglich der Vermögensverwalter.<sup>457</sup> Jedoch sind detailliertere Ausarbeitungen in diesem Bereich notwendig, bevor weitere Maßnahmen folgen.<sup>458</sup>

#### 4.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

17 von insgesamt 26 Gruppenmitgliedern (65%) beantworteten diese Frage. Dabei überwiegen wieder leicht die negativ eingestellten Argumente.<sup>459</sup> 53% (neun ST) Gegner stehen 41% (sieben ST) Befürworter gegenüber. Ein Stellungnehmender ist dem neutralen Lager zuzuordnen (6%).<sup>460</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Treuhänderische Aufgaben: Diesen Bereich führen drei Stellungnehmende an.<sup>461</sup> Nach Ansicht eines Stellungnehmenden würde eine Verpflichtung zur sorgfältigeren Beachtung der treuhänderischen Aufgaben durch Vermögenseigentümer eine Stärkung der Rechenschaftspflicht der Vermögensverwalter gegenüber ihren Klienten zur Folge haben.<sup>462</sup> Dabei sollte die Wahrnehmung dieser Verpflichtungen gestärkt werden.<sup>463</sup> Nach Auffassung eines weiteren Antwortenden sind effektivere Regelungen gegenüber den treuhänderischen Aufgaben auf Seiten der Vermögensverwalter notwendig.<sup>464</sup>
- Abstimmungsmethoden: Zwei Stellungnehmende befassen sich mit den Abstimmungspraktiken der Vermögensverwalter.<sup>465</sup> Dabei sollten die angewendeten Methoden der Vermögensverwalter offenge-

---

<sup>454</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 144.

<sup>455</sup>Vgl. ST-Nr. 41.

<sup>456</sup>Vgl. ST-Nr. 126.

<sup>457</sup>Vgl. ST-Nr. 126, 149.

<sup>458</sup>Vgl. ST-Nr. 149.

<sup>459</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>460</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>461</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 267, 269.

<sup>462</sup>Vgl. ST-Nr. 269.

<sup>463</sup>Vgl. ST-Nr. 298.

<sup>464</sup>Vgl. ST-Nr. 267.

<sup>465</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 258.

legt und dem Investor nachvollziehbar sein. Abweichungen bedürfen ausführlicher Erklärungen.<sup>466</sup> Eine Erhöhung der Transparenz soll dabei angestrebt werden. Detaillierte Aufstellungen der Kosten und des Nutzens einer Beteiligung an den Generalversammlungen und die Ausübung der Abstimmungsrechte sollen in diesem Zusammenhang dargestellt werden. Nach Meinung eines Stellungnehmenden wären regulierende Initiativen, welche verpflichtende Informationsangaben mit Leitlinien bezüglich Strukturen und Inhalte der Abstimmungsmethoden kombinieren, am effektivsten.<sup>467</sup> Auf der anderen Seite rät der zweite Stellungnehmende, dass institutionellen Investoren ihre Rechte selbstständig ausüben und eigenständig Abstimmungsmethoden entwickeln sollten, wodurch eine Vertretung in der Generalversammlung nicht mehr notwendig erscheint. Maßnahmen auf europäischer Ebene, welche diesen angeführten Bereich fördern, werden von seiner Seite unterstützt.<sup>468</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- **Bereits ausreichend Regulierung:** In diesem Zusammenhang führten vier Antwortende Bestimmungen an, die bereits ausreichend Vermögensverwalter regulieren, weshalb weitere Maßnahmen ihrer Meinung nach nicht notwendig seien. Die UCITSD-, AIFMD- und MiFID-Richtlinie wurden in diesem Zusammenhang mehrfach angeführt.<sup>469</sup> Eine Doppelregulierung sollte hierbei vermieden werden.<sup>470</sup> Dabei behandeln die UCITSD- und AIFMD-Bestimmungen die Bereiche Vergütung, Anreizstrukturen und Interessenkonfliktbewältigung der Vermögensverwalter.<sup>471</sup> Diese werden durch die Berichts- und Veröffentlichungsregeln der MiFID-Richtlinie vervollständigt.<sup>472</sup>
- **Institutionelle Investoren:** Auch an dieser Stelle sind drei Antwortende der Meinung, dass institutionelle Investoren ausreichend Fachkenntnisse und Fähigkeiten besitzen, um Investitionsprozesse und Leistungen der Vermögensverwalter effektiv überwachen zu können.<sup>473</sup> Zudem ist es ihnen möglich, ausreichend Schutzmaßnahmen einzusetzen, weshalb sie keiner Hilfe von außen bedürfen.<sup>474</sup> Es liegt im Ermessen der institutionellen Investoren, die Qualität der Leistungen und Vergütungen der Vermögensverwalter zu überwachen und zu bewerten.<sup>475</sup> Regulierungen in diesem Bereich sind aus diesen Gründen nicht notwendig.

---

<sup>466</sup>Vgl. ST-Nr. 254.

<sup>467</sup>Vgl. ST-Nr. 258.

<sup>468</sup>Vgl. ST-Nr. 254.

<sup>469</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 256, 265, 284.

<sup>470</sup>Vgl. ST-Nr. 256.

<sup>471</sup>Vgl. ST-Nr. 265, 284.

<sup>472</sup>Vgl. ST-Nr. 265.

<sup>473</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 277, 283.

<sup>474</sup>Vgl. ST-Nr. 277.

<sup>475</sup>Vgl. ST-Nr. 260.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Zwar sei es nach Ansicht des Stellungnehmenden wichtig, die Transparenz innerhalb der Investitionskette zu steigern, um den Investoren ein Verständnis für die Risiken und Gebühren zu schaffen. Jedoch wollte der Stellungnehmende zu diesem Zeitpunkt von einer spezifischen Haltung gegenüber diesem Thema Abstand nehmen. Vielmehr wollte der Antwortende auf die Ergebnisse der beauftragten Studie über den britischen Aktienmarkt durch Professor John Kay<sup>476</sup> abwarten.<sup>477</sup>

#### 4.10. Andere

Eine Beteiligung von 45% verzeichnet hierbei die zusammengefasste Gruppe der Anderen. Dabei beantwortenden 36 von 80 Stellungnehmenden die Frage 15.<sup>478</sup> Dabei überwiegen in der Statistik die Befürworter mit 53% (19 ST). Die restlichen Stellungnehmenden sind mit 42% (15 ST) den Gegnern bzw. mit 5% (zwei ST) dem neutralen Lager zuzuordnen.<sup>479</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Offenlegung von Informationen: Nach Meinung einiger Stellungnehmenden sollten striktere Regeln hinsichtlich der Offenlegung von relevanten Informationen von Seiten der Vermögensverwalter eingeführt werden.<sup>480</sup> Die Transparenz der Kosten/Gebühren und Vergütungsmethoden der Vermögensverwalter sollte nach Ansicht von sieben Stellungnehmenden gesteigert werden.<sup>481</sup> Ein weiterer Punkt, der in diesem Zusammenhang verlangt wird, ist die Offenlegung der angewendeten Investitionsstrategien, Anreizstrukturen, Handel und Aktivitäten dieser Akteure.<sup>482</sup> Dies ermöglicht den Investoren, die verfolgten Ansätze ihrer Vermögensverwalter nachzuvollziehen, und damit die Sicherstellung ihrer Interessen.<sup>483</sup>
- Berichterstattung: Zusammenhängend mit dem vorangegangenen Punkt, verlangen sechs Stellungnehmende regelmäßige Berichterstattungen der Vermögensverwalter an ihre Klienten. Um einen hohen Grad an Transparenz zu schaffen, sollten die oben genannten Bereiche Teil dieses Berichtes sein.<sup>484</sup> Dies sei nach Meinung eines Stellungnehmenden auch notwendig, um eine effektive Überwachung der Vermögensverwalter durch ihre institutionellen Investoren zu gewährleisten.<sup>485</sup>

---

<sup>476</sup>Vgl. Kay (2012).

<sup>477</sup>Vgl. ST-Nr. 285.

<sup>478</sup>Vgl. Abs. 4.11.1., S. 70, Abb. 8.

<sup>479</sup>Vgl. Abs. 4.11.2., S. 71, Abb. 9.

<sup>480</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 157, 21.

<sup>481</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 21, 74, 157, 239, 344, 371.

<sup>482</sup>Vgl. ST-Nr. 21, 371.

<sup>483</sup>Vgl. ST-Nr. 157, 371.

<sup>484</sup>Vgl. ST-Nr. 97, 239, 300, 341, 344, 386.

<sup>485</sup>Vgl. ST-Nr. 292.

- ESG-Kriterien: Zwei Stellungnehmende verlangen von institutionellen Investoren eine stärkere Beachtung der ESG-Kriterien (Environment, Social & Governance). Ihrer Meinung nach bewirke dies einen langfristigen Ansatz bei Investitionen.<sup>486</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Vertragliche Vereinbarung: Die Beziehung zwischen den institutionellen Investoren und den Vermögensverwaltern basiert auf vertraglichen Vereinbarungen. Die Investoren spezifizieren die Investitionsaufträge und prämiieren deren Erfolg. Dadurch liegt die Hauptaufgabe des Vermögensverwalters darin, die Instruktionen des Investors zu befolgen.<sup>487</sup> Die angesprochenen Bereiche der Europäischen Kommission sollten gesetzlich nicht vorgeschrieben werden, vielmehr sollte die vertragliche Freiheit zwischen beiden Akteuren aufrechterhalten werden.<sup>488</sup> Das Ausmaß der Leitung und Kontrolle des Vermögensverwalters sollte dem Investor überlassen werden.<sup>489</sup> Dieser Aspekt bezieht sich ebenfalls auf die Festsetzung der Strategien, Kosten, Handel und Engagement der Vermögensverwalter.<sup>490</sup> Zudem ist es dem Investor möglich, die notwendige Transparenz vertraglich herbeizuführen.<sup>491</sup> Gesetzgebungen wären in diesem Zusammenhang zu kostspielig und würden die Bürokratie nur steigern.<sup>492</sup> Diese Ansichten vertraten fünf Stellungnehmende.<sup>493</sup>
- Verhaltenskodex für Vermögensverwalter: Zwei Stellungnehmende stimmen den Ansichten der Europäischen Kommission zu, wonach institutionelle Investoren sorgfältiger die Aktivitäten und Leistungen der Vermögensverwalter überwachen sollten. Zudem müssen die Investoren sicherstellen, dass eingegangene Investitionsvereinbarungen mit ihren Zielen und Methoden vereinbar sind. Europäische Gesetze würden hierbei keine Vorteile schaffen. Als Alternative schlagen sie einen Verhaltenskodex für Vermögensverwalter vor. Diese Lösung wäre wesentlich flexibler um auf Marktveränderungen Rücksicht nehmen zu können. Der „EFAMA Code for External Governance“ und der „Asset Manager Code of Professional Conduct“ sollten hierbei als Vorbild dienen.<sup>494</sup>

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt:

- Aktive Überwachung der Vermögensverwalter durch Vermögenseigentümer: Ein Stellungnehmender führt an, dass Vermögenseigentümer aktiver ihre Vermögensverwalter überwachen sollten. Dabei bezieht sich der Antwortende auf die Bereiche Strategie, Kosten, Handel, Stewardship-Aktivitäten und In-

---

<sup>486</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 355.

<sup>487</sup>Vgl. ST-Nr. 61.

<sup>488</sup>Vgl. ST-Nr. 161.

<sup>489</sup>Vgl. ST-Nr. 250.

<sup>490</sup>Vgl. ST-Nr. 349.

<sup>491</sup>Vgl. ST-Nr. 250.

<sup>492</sup>Vgl. ST-Nr. 200.

<sup>493</sup>Vgl. ST-Nr. 61, 161, 200, 250, 349.

<sup>494</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 314.

teressenkonflikte der Vermögensverwalter. Inwieweit eine europäisch gesetzliche Intervention notwendig ist, sollte seiner Ansicht nach weiter diskutiert werden.<sup>495</sup>

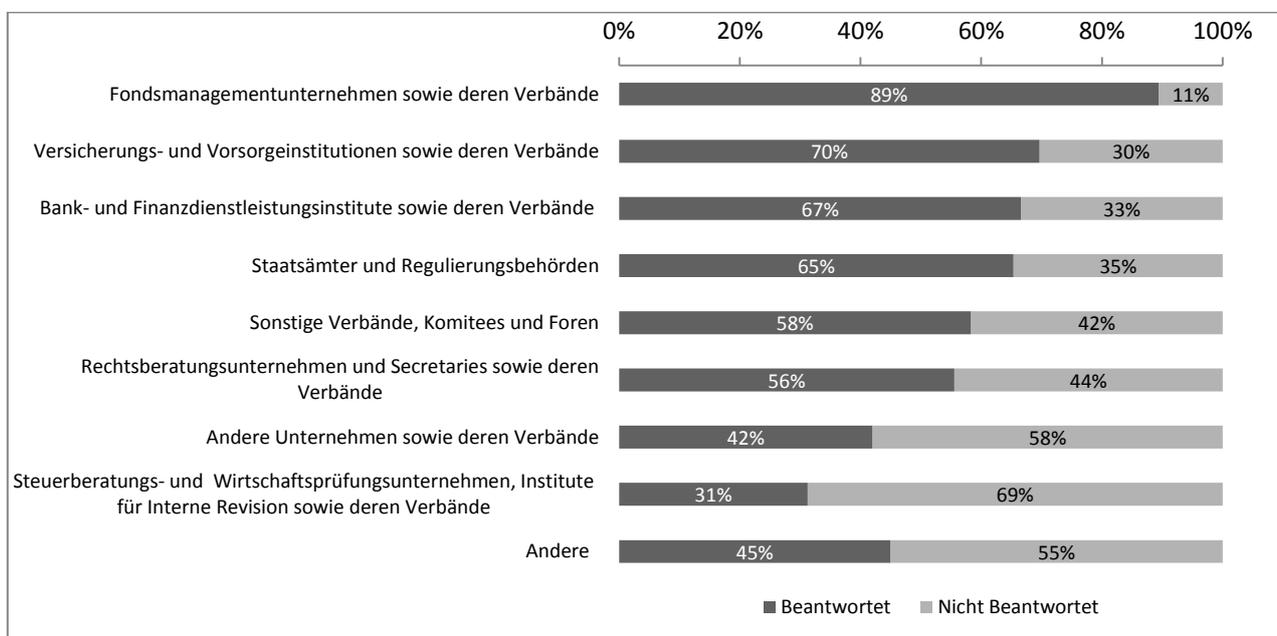
- Weitere Untersuchungen hinsichtlich der Qualität der Stewardship notwendig: Der Stellungnehmende vertretet an dieser Stelle die Ansicht, dass jene Unternehmen, in welche investiert wird, die Stewards der Vermögensverwalter sind und nicht umgekehrt. Dieser Punkt erscheint dem Antwortenden wichtiger, als jene Faktoren, die in der Fragestellung behandelt werden. Jedoch sind seiner Ansicht nach weitere Untersuchungen notwendig, um die Qualität der Stewardship richtig bewerten zu können. Der Mangel an Informationen behindere die Bewertung dieses Bereiches, weshalb Verbesserungen angestrebt werden sollten, um die Offenlegung relevanter Faktoren verpflichtend zu gestalten.<sup>496</sup>

## 4.11. Zusammenfassung

### 4.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 15

Die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände weist mit 89% den höchsten Wert der Statistik auf. Dahinter folgt die Gruppe Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, welche einen Wert von 70% aufweist. Die geringste Anteilnahme an der Frage 15 verzeichneten die Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Ihr Prozentsatz lag lediglich bei 31%. Abermals werden die Ergebnisse grafisch dargestellt.

Abbildung 8: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 15



Quelle: Eigene Darstellung

<sup>495</sup>Vgl. ST-Nr. 119.

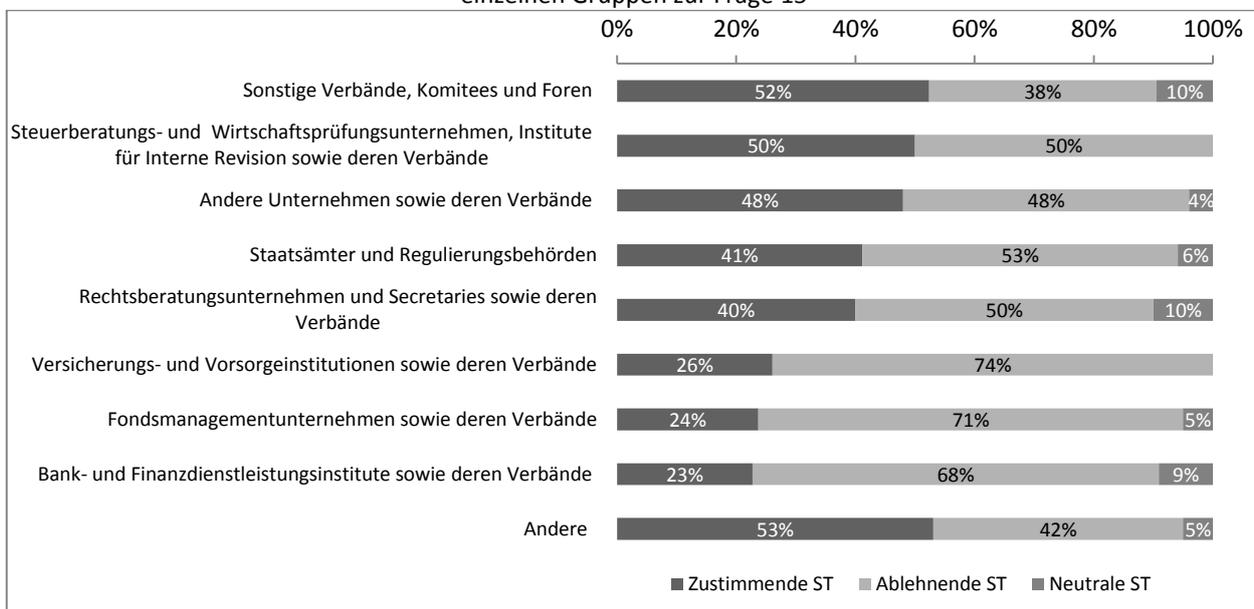
<sup>496</sup>Vgl. ST-Nr. 252.

#### 4.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 15

Die höchste Befürwortung hinsichtlich der Einführung weiterer Rechtsvorschriften zur effektiveren Überwachung der Vermögensverwalter fand sich in den Gruppen Andere und Sonstige Verbände, Komitees und Foren. Ihre Anteile lagen knapp über 50%. Überwiegend wurde eine effektivere Offenlegung der relevanten Informationen von Seiten der Vermögensverwalter verlangt, welches eine bessere Überwachung dieser ermöglicht. Ein Stewardship-Code könnte, nach Ansicht der Befürworter, eine Verbesserung in diesem Bereich schaffen. Dies ermöglicht eine engere Bindung der Vermögensverwalter an ihre Klientel und ermutigt zu einer effizienteren Durchsicht hinsichtlich ihrer Aktivitäten.

Den größten Widerstand gegenüber weiteren Maßnahmen verzeichneten die Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände und Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände. Innerhalb der Statistik verzeichneten sie einen Wert von über 70%. Innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen wurde überwiegend die Meinung vertreten, dass institutionelle Investoren ausreichend qualifiziert seien, um Investitionsprozesse und Leistungen ihrer Vermögensverwalter effektiv zu überwachen. Zudem ist es ihnen möglich, einzelne Vertragskonditionen festzusetzen und eine ausreichende Sicherheit zu verlangen, wodurch regulierende Maßnahmen nicht notwendig erscheinen.

Abbildung 9: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 15



Quelle: Eigene Darstellung

**4.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 15**

Abermals verzeichnete Großbritannien bei den zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen einen Anteil von über 20%. Die europäischen Vereinigungen verzeichneten mit 15% zustimmenden bzw. 13% ablehnenden Stellungnahmen den zweithöchsten Wert der Statistik. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Ablehnung gegenüber weiteren Initiativen für eine effektivere Überwachung der Vermögensverwalter innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der ablehnenden Stellungnahmen (100 ST) lag um ein Drittel höher als jener der zustimmenden (75 ST).

Tabelle 6: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 15

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>16 (21%)</b>	<b>29 (29%)</b>	<b>4 (40%)</b>
Europäische Vereinigungen	11 (15%)	13 (13%)	1 (10%)
Schweden	X	11 (11%)	X
Finnland	3 (4%)	3 (3%)	3 (30%)
Rest	45 (60%)	44 (44%)	2 (20%)
<b>Summe:</b>	<b>75 (100%)</b>	<b>100 (100%)</b>	<b>10 (100%)</b>

Quelle: Eigene Darstellung

## **5. Offenlegung und Handhabung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern (Frage 16)**

### **5.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Einen weiteren Grund für das mangelnde Engagement der Aktionäre sieht die Europäische Kommission im Auftreten von Interessenkonflikten im Finanzsektor. Ihrer Ansicht nach entstehen diese, wenn institutionellen Anleger oder Vermögensverwalter ein persönliches Interesse an jenem Unternehmen verfolgen, welchem Kapital zugefügt wird<sup>497</sup>. Diese Überlegungen veranlassten die Kommission zur folgenden Fragestellung:

Frage 16: „Sollte in den EU-Vorschriften eine gewisse Unabhängigkeit vom Leitungsorgan der Vermögensverwalter, wie z. B. der Muttergesellschaft, festgeschrieben werden, oder sind andere (legislative) Maßnahmen erforderlich, um die Offenlegung und die Handhabung von Interessenkonflikten zu verbessern?“<sup>498</sup>

### **5.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Die Auswertung der Ergebnisse der letzten Fragestellung, welche sich mit den Vermögensverwaltern beschäftigt, ergab eine Beteiligung von 64% (21 von 33 ST) innerhalb der Gruppe der Versicherungen.<sup>499</sup> Wie in der vorangegangenen Frage 15 ist auch hier ein negativer Trend innerhalb der analysierten Stellungnahmen erkennbar. Die Gegner bilden mit 76% (16 ST) abermals die Mehrheit innerhalb der vorliegenden Gruppe. Mit 19% (vier ST) verzeichnen die Befürworter einen relativ niedrigen Wert.<sup>500</sup> Ein Stellungnehmer vertritt in diesem Zusammenhang neutrale Ansichten (5%).

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Ein Anliegen der Stellungnehmenden betraf vor allem die Offenlegung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern. In diesem Zusammenhang seien, nach Auffassung eines Stellungnehmenden, die momentanen gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich der Behandlung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern sehr verwirrend.<sup>501</sup> Zudem ist es für die Europäische Union im Hinblick auf die Thematik sehr schwierig, immer auf dem neuesten Stand zu bleiben und alle Konflikte zu beseitigen.<sup>502</sup> Interessenkonflikte werden immer auftreten, jedoch ist es notwendig, die momentane Situation zu verbessern. Die Europäische Kommission sollte auf eine Stärkung der Transparenz in diesem Bereich hinarbeiten. In diesem Zu-

<sup>497</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 16.

<sup>498</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>499</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>500</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>501</sup>Vgl. ST-Nr. 93.

<sup>502</sup>Vgl. ST-Nr. 297.

sammenhang sollte der Umfang potenzieller Konflikte und angewendete Strategien zu deren Bewältigung von Seiten der Vermögensverwalter offengelegt werden.<sup>503</sup> Jegliche Verbindungen zu ihren Muttergesellschaften und beherrschenden Beziehungen zu gelisteten Unternehmen, mit wessen Anteilen sie handeln, sollten nach Meinung eines Stellungnehmenden ebenfalls offengelegt werden.<sup>504</sup> Der Stellungnehmende gab diese Ansichten wieder.<sup>505</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bestehende Regeln ausreichend: Dieses Argument führten acht Stellungnehmende an. In diesem Zusammenhang wurden unterschiedliche Regulierungsformen genannt, welche die notwendige Transparenz im angesprochenen Bereich gewährleisten. Zum einen wurden bereits auf nationaler Ebene Verhaltenskodizes für Fondsmanager eingeführt, zum anderen besteht eine Regulierung auf europäischer Ebene durch das UCITS-D-Rahmenwerk. Zusätzlich entwickelten Märkte einzelne Selbstregulierungs-codes, welche auf dem comply or explain-Ansatz basieren (UK Stewardship-Code, EFAMA<sup>506</sup> Code for externe Governance).<sup>507</sup> Die AIFMD- und MiFID-Bestimmungen wurden hierbei ebenfalls von einem Stellungnehmenden angeführt.<sup>508</sup> Aufgrund der Fülle an bestehenden Offenlegungs- und Konfliktbewältigungsregeln<sup>509</sup> auf nationaler und internationaler Ebene besteht nach Ansicht der Stellungnehmenden kein Bedarf für weitere Maßnahmen.<sup>510</sup>
- Best practice: Die Anwendung von transparenten und offenen Methoden durch die Vermögensverwalter bei der Interessenkonfliktbewältigung ist eine Möglichkeit, dem angeführten Problem entgegenzuwirken.<sup>511</sup> Jedoch wären europäische Regelungen in diesem Bereich nach Meinung der Stellungnehmenden ineffizient und ungeeignet.<sup>512</sup> Vielmehr sollte die best practice am Markt gefördert und nicht durch Regulierungen eingeschränkt werden. Diese Ansichten vertraten sechs Antwortende.<sup>513</sup>
- ICGN-Modell<sup>514</sup>: Dieses Modell führten zwei Stellungnehmende positiv an. Hierbei handelt es sich um Grundsätze im Hinblick auf das Verantwortungsbewusstsein der institutionellen Investoren. Bewältigungsmaßnahmen für Interessenkonflikte sind auch Teil des Modells.<sup>515</sup> Die Einführung ähnlicher Grundsätze wäre in diesem Zusammenhang vorstellbar.<sup>516</sup>

---

<sup>503</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 297.

<sup>504</sup>Vgl. ST-Nr. 164.

<sup>505</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 164, 297.

<sup>506</sup>Vgl. Anhang 1, ST-Nr. 338.

<sup>507</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121.

<sup>508</sup>Vgl. ST-Nr. 361.

<sup>509</sup>Vgl. ST-Nr. 367.

<sup>510</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121, 213, 294, 361, 367.

<sup>511</sup>Vgl. ST-Nr. 311, 287.

<sup>512</sup>Vgl. ST-Nr. 287, 340, 345.

<sup>513</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 287, 311, 340, 345, 180.

<sup>514</sup>Vgl. Anhang 1, ST-Nr. 126.

<sup>515</sup>Vgl. ST-Nr. 340, 345.

<sup>516</sup>Vgl. ST-Nr. 345.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Der Stellungnehmende verlangte in diesem Zusammenhang auf europäischer Ebene zusätzliche Untersuchungen und weiterführende Diskussionen in diesem Bereich. Dies erleichtere seiner Ansicht nach die Identifizierung von angemessenen gesetzlichen Maßnahmen bezüglich der Offenlegung von auftretenden Konflikten von Seiten der Vermögensverwalter.<sup>517</sup>

### 5.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Die Statistik weist mit knapp 70% (23 von 33 ST) einen relativ hohen Wert an der Beantwortung der Frage 16 auf.<sup>518</sup> Mit 83% (19 ST) sind abermals die Gegner in der Überzahl. Die restlichen Stellungnehmenden stehen den Vorschlägen der Europäischen Kommission in diesem Zusammenhang positiv gegenüber (17% oder vier ST).<sup>519</sup>

Da alle vier Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Entwicklung von Investitionsgrundsätzen: Nach Meinung des Antwortenden sollten klare und eindeutige Veröffentlichungen der Anreizstrukturen der Vermögensverwalter Bestandteil aller Veröffentlichungen sein. Eine Entwicklung von Investitionsgrundsätzen wäre in diesem Zusammenhang vorstellbar. Dabei sollte ein Schwerpunkt auf Vermögensverwalter gelegt werden, um sicherstellen zu können, dass sie immer im Interesse ihrer Klienten agieren.<sup>520</sup>
- Harmonisierung der europäischen Gesetze: Zwar wenden, nach Aussage des Antwortenden, Bankinstitutionen bei der Bewältigung von Interessenkonflikten bereits die MiFID-Grundsätze an, jedoch kann die Identifizierung der Konflikte durch diese Grundsätze komplexer und damit schwerfälliger werden. Eine Auflistung von allgemeinen Situationen, in welcher Interessenkonflikte entstehen können, wäre für Unternehmen sehr hilfreich. Dadurch wäre es den Unternehmen möglich, ihren Managementebenen und Überwachungssystemen mit der notwendigen Sorgfalt auf solche Situationen vorzubereiten. Zudem sollte sichergestellt werden, dass die unterschiedlichen Finanzinstitutionen innerhalb der Europäischen Union, ähnlichen Regelungen unterliegen. Eine Harmonisierung der unterschiedlichen europäischen Gesetzgebungen in diesem Bereich wäre nach Meinung des Antwortenden vorstellbar. Eine Angleichung und Vereinfachung der Regelungen hinsichtlich Interessenkonflikte sollte angestrebt werden.<sup>521</sup>

---

<sup>517</sup>Vgl. ST-Nr. 192.

<sup>518</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>519</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>520</sup>Vgl. ST-Nr. 257.

<sup>521</sup>Vgl. ST-Nr. 333.

- Minimale Standards: Die Implementierung von Empfehlungen auf europäischer Ebene, welche lokalen Standardsettern ermöglicht, nicht bindende Codes für Vermögensverwaltern zu entwickeln, wäre in diesem Zusammenhang für den nächsten Stellungnehmenden denkbar. Dadurch könnten Mindeststandards entwickelt werden. Der UK Stewardship-Code wurde in diesem Zusammenhang positiv angeführt.<sup>522</sup>
- Europäische Leitlinien: Der Antwortende teilt die Meinung der Europäischen Kommission, wonach Interessenkonflikte entstehen können, wenn institutionelle Investoren, Vermögensverwalter oder Muttergesellschaften Geschäftsbeziehungen mit jenen Unternehmen eingehen, in welche investiert werden sollen. Die Entwicklung von Leitlinien auf europäischer Ebene wäre in diesem Zusammenhang vorteilhaft.<sup>523</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bestehende Regelungen ausreichend: Überwiegend erachten die Gegner die momentanen Regelungen in diesem Bereich als ausreichend.<sup>524</sup> Die MiFID-, UCITS IV- und AIFMD-Bestimmungen wurden hierbei am häufigsten angeführt.<sup>525</sup> Diese Richtlinien beinhalten bereits Regelungen für Interessenkonflikte und Strategien für die Ausübung von Abstimmungsrechten. Im Konkreten handelt es sich hierbei um spezifische Regelungen zur Verhinderung von Interessenkonflikten, die bei der Ausübung von Abstimmungen entstehen können.<sup>526</sup> Unterschiedliche Stewardship-Codes, welche zur Bewältigung von Konflikten dienen, wurden von Seiten der Antwortenden ebenfalls angeführt.<sup>527</sup> Aufgrund der unterschiedlichen Regelungen in diesem Bereich werden weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet. Diese Argumente führten zwölf Stellungnehmende an.
- Europäische best practice: Zwar besteht keine Notwendigkeit für eine weitere Regulierung in diesem Bereich, jedoch wäre die Entwicklung einer gemeinschaftlichen best practice-Lösung auf europäischer Ebene um den angesprochenen Problem entgegenzuwirken, für die einzelnen Marktakteure vorteilhaft. Diese Ansicht vertraten drei Stellungnehmende.<sup>528</sup>

---

<sup>522</sup>Vgl. ST-Nr. 359.

<sup>523</sup>Vgl. ST-Nr. 387.

<sup>524</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 30, 33, 196, 259, 324, 343, 351, 352, 356, 372, 402.

<sup>525</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 259, 343, 351, 352, 356, 372, 402.

<sup>526</sup>Vgl. ST-Nr. 402.

<sup>527</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 30.

<sup>528</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 334, 398.

#### 5.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Etwas über 84% (16 von 19 ST) der Stellungnehmenden innerhalb der Fondsmanagergruppe ging auf die Frage 16 ein.<sup>529</sup> Da die Fragestellung direkt diese Akteure anspricht, ist es wenig überraschend, dass 81% (13 ST) der Antwortenden überwiegend Handlungen von Seiten der Europäischen Kommission ablehnen. Zwei Stellungnehmende (13%) würden hierbei eine Intervention begrüßen und ein Stellungnehmender (6%) führte neutrale Ansichten an.<sup>530</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Da es für Klienten der Vermögensverwalter essentiell ist, ein klares Verständnis hinsichtlich der Maßnahmen zur Bewältigung von Interessenkonflikten zu besitzen, verlangen beide Befürworter eine sofortige Identifizierung und vollständige Offenlegung der Konflikte. Solch ein Ansatz, möglicherweise regelbasierend, sollte Vermögensverwalter dazu auffordern, die Handhabung solcher Konflikte für ihre Klienten transparenter zu gestalten.<sup>531</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Auch an dieser Stelle ist die Mehrheit der Stellungnehmenden der Ansicht, dass die bestehenden Regelungen in diesem Bereich ausreichend seien. Zwar teilen sie die Meinung der Europäischen Kommission hinsichtlich der Gefahr von Interessenkonflikten, jedoch glauben sie nicht, dass zusätzliche Maßnahmen notwendig seien. Die MiFID-, UCITSD- und AIFMD-Bestimmungen wurden abermals angeführt.<sup>532</sup> Diese Regelungen fordern von allen Finanzdienstleistungsanbietern klare Methoden zur Identifizierung, Überwachung, Bewältigung und Offenlegung von Interessenkonflikten, welche bei ihren Aktivitäten entstehen können, zu entwickeln.<sup>533</sup> Acht Stellungnehmende sehen diese Bestimmungen als ausreichend an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Auffassung des Stellungnehmenden kommen Interessenkonflikte in der Investmentbranche sehr häufig vor, jedoch erfolgt zum Leid der Klienten keine effektive Bewältigung dieser. Zudem führt der Stellungnehmende an, dass die betrachtete Lösung über den Vorschlag der Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter gehen sollte. Bevor weitere Maßnahmen gesetzt werden, sollte die Europäische Kommission weitere Untersuchungen anstellen, um den Bedarf in den einzelnen Bereichen besser zu identifizieren. Für Finanzkonglomerate sollte ein strikteres regulatorisches Rahmenwerk in Erwägung gezogen werden.<sup>534</sup>

<sup>529</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>530</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>531</sup>Vgl. ST-Nr. 118, 223.

<sup>532</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 25, 94, 141, 298, 306, 338, 395.

<sup>533</sup>Vgl. ST-Nr. 94.

<sup>534</sup>Vgl. ST-Nr. 113.

## 5.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände

Innerhalb der Gruppe der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer lag die Beteiligung an der Fragestellung mit 31% sehr niedrig.<sup>535</sup> Zehn der insgesamt 31 Stellungnehmenden lieferten Antworten in diesem Zusammenhang. 30% (drei ST) verfolgen eine positive Einstellung zu diesem Thema. Der überwiegende Teil ist mit 60% (6 ST) abermals den Gegnern zuzuschreiben.<sup>536</sup> Ein Antwortender (10%) bevorzugt es dem angesprochenen Bereich neutral gegenüberzustehen.

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Interessenkonfliktmanagement:** Nach Auffassung eines Gruppenmitgliedes sollten Leitungsorgane der Vermögensverwalter eine gewisse Professionalität und Unabhängigkeit vorweisen. Aus diesem Grund sollten angemessene Formen der Offenlegung, vor allem hinsichtlich der Interessenkonflikte, entwickelt werden. Eine Konfliktmanagementpolitik wäre deshalb erstrebenswert, da sie die Transparenz und die Definierung der angewandten Verfahren und Maßnahmen im Mittelpunkt hätte. Dabei sollen analytische Informationen über die Motive und Interessen der einzelnen Akteure offengelegt werden und regelmäßig an das interne Kontrollorgan berichtet werden.<sup>537</sup>
- **Anbieten von Verfahren:** Die beiden anderen Stellungnehmenden würden die Entwicklung von Verfahren begrüßen, welche die Unabhängigkeit und die Bewältigung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern sicherstellen würde. Die Entwicklung eines Codes in diesem Zusammenhang wäre ebenfalls vorstellbar.<sup>538</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht einiger Stellungnehmenden seien langfristige Investoren ausreichend im Stande, die angesprochenen Bereiche selbstständig zu bewerkstelligen, jedoch sollten sie dazu ermutigt werden, ihre Investitionen intensiver zu überwachen und ihre Eigentümerverantwortung ernster zu nehmen.<sup>539</sup> Eine Intervention von Seiten der Gesetzgebung sollte in diesem Zusammenhang nicht erfolgen. Konsequenzen daraus wären steigende Kosten und eine Abnahme der Qualität der Dienstleistungen.<sup>540</sup> Eine Alternative wäre nach Ansicht von zwei Stellungnehmenden die Entwicklung eines Stewardship-Codes für institutionelle Investoren.<sup>541</sup> Sie würde zudem die best practice in diesem Bereich fördern, welche nach Ansicht eines wei-

---

<sup>535</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>536</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>537</sup>Vgl. ST-Nr. 56.

<sup>538</sup>Vgl. ST-Nr. 80, 202.

<sup>539</sup>Vgl. ST-Nr. 75.

<sup>540</sup>Vgl. ST-Nr. 163.

<sup>541</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 115.

teren Antwortenden effektiver wäre als weitere Regulierung.<sup>542</sup> Diese Ansichten gaben vier Stellungnehmende wieder.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Der Stellungnehmende warnt in diesem Zusammenhang vor neuen gesetzlichen Maßnahmen, jedoch wäre es hilfreich, eine Diskussion bezüglich der treuhänderischen Aufgaben innerhalb der Investitionskette zu starten. Zusätzlich sollte der angesprochene Bereich weiter untersucht werden, um informierte Grundsatzentscheidungen sicherzustellen.<sup>543</sup>

## 5.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Hälfte der Gruppenmitglieder gab ihre Ansichten innerhalb der Konsultation zur Frage 16 wieder (neun von 18 ST).<sup>544</sup> Dabei nehmen die Befürworter mit 33% (drei ST) abermals eine Minderheit ein. Die restlichen 67% (sechs ST) sprechen sich gegen gesetzliche Maßnahmen betreffend der Leitungsorgane der Vermögensverwalter aus.<sup>545</sup>

Da alle drei Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Mehrheitlich unabhängige Verwaltungsratsmitglieder: Das regulierendes Eingreifen von Seiten der Europäischen Kommission sei aufgrund des Auftretens von Interessenkonflikten bei den Vermögensverwaltern für den Stellungnehmenden nachvollziehbar. Schwierigkeiten entstehen vor allem dann, wenn der Vermögensverwalter Teil einer Investmentbank ist und dem Unternehmen, in welchem investiert wird, zusätzliche Dienstleistungen anbietet. Jedoch ist die Entwicklung einer Lösung in diesem Bereich sehr schwierig. Eine Möglichkeit, die von der Europäischen Kommission angestrebte Unabhängigkeit der Leitungsorgane von Vermögensverwaltern zu gewährleisten, wäre die Ausstattung des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats mit ausreichend unabhängigen Mitgliedern. Dies erfolgt bereits in einigen Mitgliedstaaten und sollte anderen als Vorbild dienen.<sup>546</sup>
- Unabhängigkeit: Eine Unabhängigkeit der Leitungsorgane wäre nach Ansicht des zweiten Stellungnehmenden wünschenswert, jedoch führt er keine konkreten Maßnahmen an, wie dieses Vorhaben erreicht werden kann. Malta könnte hier als Vorbild genommen werden.<sup>547</sup>

---

<sup>542</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 115, 63.

<sup>543</sup>Vgl. ST-Nr. 124.

<sup>544</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>545</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>546</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>547</sup>Vgl. ST-Nr. 107.

- **Transparenz:** Um Interessenkonflikte zu bewältigen, muss die Transparenz gesteigert werden. Dies bezieht sich zum einen auf die Konflikte selbst, zum anderen auf Handlungen, welche durch diese Konflikte beeinflusst werden. Diese Ansichten führt der dritte Befürworter an.<sup>548</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- **Offenlegung von Interessenkonflikten:** In diesem Bereich sollten nach Ansicht von zwei Antwortenden keine gesetzlichen Maßnahmen eingeführt werden. Bereiche, in welchen Interessenkonflikte entstehen, sollten in erster Linie durch die Entwicklung der Offenlegungsanforderungen gelöst werden. Eine Ermutigung der Vermögensverwalter Konflikte nach außen mehr zu signalisieren, wäre hierbei zielführender.<sup>549</sup>
- **Verhaltensregeln:** Eine Alternative wäre die Entwicklung von nationalen Verhaltensregeln innerhalb der spezifischen Sektoren. Die zugrundeliegenden Anforderungen könnten durch europäische Verordnungen festgelegt werden, jedoch sollte deren Implementierung den individuellen Zuständigkeitsbereichen überlassen werden. Die Aufstellung von Informationsbarrieren zwischen den einzelnen Abteilungen eines Unternehmens (Chinese Walls) wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls von zwei Stellungnehmenden angeführt.<sup>550</sup>
- **Bestehende Regeln ausreichend:** Maßnahmen im Bereich der Unabhängigkeit der Vermögensverwalter werden bereits durch das MiFID gesetzt. Die bestehenden Anforderungen sollten zuerst durchleuchtet und gestärkt werden, bevor neue Regulierungen eingeführt werden. Zudem glaubt ein Antwortender nicht daran, dass eine Unabhängigkeit das angesprochene Problem generell lösen wird. Diese Ansichten führten zwei Stellungnehmende an.<sup>551</sup>

## 5.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Knapp 42% (29 von 69 ST) der restlichen Unternehmen beantworteten im Zuge der Konsultation die Frage 16.<sup>552</sup> Die Grundstimmung innerhalb der Gruppe ist mit 66% eher ablehnend einzustufen. 19 Stellungnehmende vertreten eine negative Haltung zu weiteren Initiativen. 31% (neun ST) sind den Befürwortern und lediglich 3% (eine ST) dem neutralen Lager zuzuordnen.<sup>553</sup> Da sieben Unternehmen abermals aufgrund identer Beweggründe keine Antworten zur vorliegenden Fragestellung lieferten,<sup>554</sup> erfolgt an dieser Stelle ein Verweis auf die einleitenden Ausführungen des Abschnittes 2.7.

---

<sup>548</sup>Vgl. ST-Nr. 155.

<sup>549</sup>Vgl. ST-Nr. 102, 308.

<sup>550</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

<sup>551</sup>Vgl. ST-Nr. 316, 376.

<sup>552</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>553</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>554</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Oft führten die Stellungnehmenden die Relevanz der notwendigen Transparenz in diesem Bereich an. Dabei werden die Ansichten der Europäischen Kommission hinsichtlich der Schwierigkeiten durch das Auftreten von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern von einigen Stellungnehmenden geteilt.<sup>555</sup> Eine effektive Offenlegung und Bekämpfung der Konflikte sollte in diesem Zusammenhang angestrebt werden.<sup>556</sup> Eine schnellere Berichterstattung von Interessenkonflikten würde den Offenlegungsprozess steigern und Konflikte bei Vermögensverwaltern vermeiden oder zumindest deren Bewältigung verbessern.<sup>557</sup> Dies hätte auch eine effektivere Überwachung dieser Marktakteure zur Folge.<sup>558</sup> Eine Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls als vorteilhaft angesehen.<sup>559</sup> Zwar setzten die AIFMD- und UCITSD-Bestimmungen bereits einige Maßnahmen in diesem Bereich, jedoch wäre eine Erweiterung deren Ausrichtung auf andere Finanz- und Nichtfinanzsektoren vorstellbar.<sup>560</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Der überwiegende Teil der Stellungnehmenden erachtet die bestehenden nationalen Regelungen in diesem Bereich als ausreichend.<sup>561</sup> Eine Harmonisierung auf europäischer Ebene sollte nicht angestrebt werden und eine Notwendigkeit für weitere gesetzliche Maßnahmen sei ihrer Auffassung nach nicht gegeben.<sup>562</sup> Zusätzlich wurde angeführt, dass Richtlinien bereits die Identifizierung, Bewältigung und Offenlegung von Interessenkonflikten regeln. Hierbei wurden die MiFID- und AIFMD-Bestimmungen als positive Beispiele genannt.<sup>563</sup> Sollten Mängel innerhalb der Bestimmungen der einzelnen Mitgliedstaaten ersichtlich sein, könnte eine Übermittlung der best practice an diese Staaten erfolgen.<sup>564</sup> Diese Ansichten vertraten zwölf Antwortende.<sup>565</sup>

---

<sup>555</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 70, 207, 381, 390.

<sup>556</sup>Vgl. ST-Nr. 70.

<sup>557</sup>Vgl. ST-Nr. 15.

<sup>558</sup>Vgl. ST-Nr. 70.

<sup>559</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 381.

<sup>560</sup>Vgl. ST-Nr. 70.

<sup>561</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 44, 101, 249, 394, 405.

<sup>562</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 189, 193, 231.

<sup>563</sup>Vgl. ST-Nr. 169, 307, 379.

<sup>564</sup>Vgl. ST-Nr. 4.

<sup>565</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 44, 101, 169, 189, 193, 231, 249, 307, 379, 394, 405.

## 5.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Die Auswertung der Daten ergab eine Beteiligung von 56% (20 von 36 ST) an der Fragestellung.<sup>566</sup> Erstmals führen die Befürworter innerhalb einer Gruppe die Statistik an. Mit 55% (elf ST) sind diese knapp in der Mehrheit. Dem Gegenüber führen 40% (acht ST) der Stellungnehmenden ablehnende Argumente an. Ein Stellungnehmender (5%) steht dem Bereich neutral gegenüber.<sup>567</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Einige Stellungnehmende befürworten in diesem Zusammenhang eine gewisse Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter.<sup>568</sup> Maßnahmen seien hierbei notwendig, um Interessenkonflikte zu vermeiden.<sup>569</sup> Um minimale Standards in diesem Bereich zu setzen, sollte ihrer Meinung nach die Entwicklung von freiwilligen Codes für Vermögensverwalter gefördert werden.<sup>570</sup> Dadurch wäre es möglich, deren Verhalten zu lenken und auftretende Interessenkonflikte offenzulegen.<sup>571</sup> Eine spezifische Entwicklung eines Verhaltenskodex für diese Akteure wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls denkbar.<sup>572</sup> Fünf Antwortende gaben diese Ansichten an.<sup>573</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bestehende Regeln ausreichend: Eine Regulierung dieses Bereiches durch die Gesetzgebung erscheint einem Stellungnehmenden schwierig, da die angesprochene Problematik direkt mit der Struktur des Vermögensverwalters zusammenhängt. Einige Vermögensverwalter operieren Selbstständig, andere wiederum unterliegen Weisungen einer Muttergesellschaft.<sup>574</sup> Zudem gibt es bereits europäische Richtlinien (MiFID, UCITSD, AIFMD), die ein gesetzliches Rahmenwerk für diesen Sektor festlegen.<sup>575</sup> Hierbei erfolgen Vorgaben für die Vermeidung, Identifizierung, Bewältigung, Überwachung und Offenlegung von auftretenden Interessenkonflikten.<sup>576</sup> Nun ist es fraglich inwieweit die momentanen Bestimmungen noch erweitert werden können. Aus diesem Grund vertreten fünf Antwortende die Ansicht, dass kein Bedarf für zusätzlich gesetzliche Maßnahmen besteht.<sup>577</sup>
- Aufgabe der Vertragspartner: Zum einen tragen langfristige institutionelle Investoren selbst die Verantwortung dafür, die Qualität der Leistungen der Vermögensverwalter und deren Vergütung zu überwa-

<sup>566</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>567</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>568</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 90, 248, 348 .

<sup>569</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>570</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>571</sup>Vgl. ST-Nr. 1, 348.

<sup>572</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>573</sup>Vgl. ST-Nr. 1, 6, 90, 248, 348.

<sup>574</sup>Vgl. ST-Nr. 18.

<sup>575</sup>Vgl. ST-Nr. 18, 41, 295.

<sup>576</sup>Vgl. ST-Nr. 41.

<sup>577</sup>Vgl. ST-Nr. 18, 41, 144, 150, 295.

chen,<sup>578</sup> zum anderen sollten Vermögensverwalter die Aufgabe übernehmen, Interessenkonflikte effektiv zu bewältigen und zu vermeiden.<sup>579</sup> Eine Erweiterung dieser Bereiche ist zudem Grundlage der vertraglichen Vereinbarungen, weshalb weitere gesetzliche Maßnahmen von drei Stellungnehmenden abgelehnt werden.<sup>580</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: In diesem Zusammenhang ist es nach Ansicht des Stellungnehmenden notwendig, die Begriffe Unabhängigkeit und Interessenkonflikt genauer zu definieren, bevor eine Unabhängigkeit und die Vermeidung von Konflikten gefordert werden kann.<sup>581</sup>

## 5.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Die Beteiligung an der Fragestellung lag innerhalb der Gruppe Staatsämter und Regierungsbehörden bei 65% (17 von 26 ST).<sup>582</sup> Die allgemeine Grundstimmung ist hierbei sehr ausgeglichen. 35% (sechs ST) Befürwortern stehen 41% (sieben ST) Gegner gegenüber. Im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppierungen verzeichnet die vorliegende Gruppe mit 24% (4 ST) den höchsten Wert an neutralen Stellungnehmenden.<sup>583</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Unabhängigkeit:** In diesem Zusammenhang befassen sich drei Stellungnehmende mit dem Bereich der Unabhängigkeit.<sup>584</sup> Dabei sollte eine ausreichende Unabhängigkeit der Vermögensverwalter von ihren Gesellschaftern festgeschrieben werden.<sup>585</sup> Eine Stellungnehmender vertritt jedoch die Ansicht, dass die Lösung in einer Mehrheit an unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern liege.<sup>586</sup>
- **Erhöhung der Transparenz:** Eine effektive Regelung bezüglich auftretender Interessenkonflikte bei Vermögensverwaltern ist für eine gute Corporate Governance essentiell.<sup>587</sup> Die Transparenz sollte hierbei gestärkt werden. Dabei beziehen sich die Stellungnehmenden auf eine Offenlegung der Interessenkonflikte, vor allem jene, welche entstehen können, wenn Vermögensverwalter Teil von finanzwirtschaftlichen Gruppen sind.<sup>588</sup> Die Übermittlung dieser Informationen soll durch eine Erhöhung der Transparenz der angewandten Abstimmungsmethoden erweitert werden. Dabei soll ihre Beteiligung an Generalver-

---

<sup>578</sup>Vgl. ST-Nr. 67.

<sup>579</sup>Vgl. ST-Nr. 290.

<sup>580</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 67, 290.

<sup>581</sup>Vgl. ST-Nr. 47.

<sup>582</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>583</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

<sup>584</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 269, 270.

<sup>585</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 269.

<sup>586</sup>Vgl. ST-Nr. 270.

<sup>587</sup>Vgl. ST-Nr. 266, 267.

<sup>588</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 266, 269.

sammlungen und die Ausübung von Abstimmungsrechten ersichtlich sein.<sup>589</sup> Hierbei wären regulierende Initiativen, welche vorgeschriebene Informationsangaben mit Leilinen, bezüglich der Struktur und dem Inhalt der Abstimmungsmethoden, verbindet, am effektivsten.<sup>590</sup> Zudem verlangten einige Antwortende die Offenlegung der Inanspruchnahme der Dienstleistungen von Stimmrechtsvertretern (proxy advisor) von Seiten der Vermögensverwalter.<sup>591</sup> Diese Ansichten führten vier Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Wie in den vorangegangenen Gruppierungen wird auch hier überwiegend die Meinung vertreten (sechs ST), dass bestehende Regelungen die angesprochen Bereiche bereits ausreichend regulieren. Zwar stimmen einige Stellungnehmende dem Verlangen der Europäischen Kommission nach Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter zu, jedoch setzten die UCITSD- und AIFMD-Verordnungen bereits ähnliche Maßnahmen, weshalb weitere Initiativen nicht notwendig sind. Bezüglich der Transparenz und Vermeidung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern werden diese bereits im ausreichenden Maß durch nationale Vorschriften und Bestimmungen des MiFID geregelt.<sup>592</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Die angesprochenen Bereiche bedürfen weiterer Untersuchungen, um herauszufinden, ob Maßnahmen auf europäischer Ebene wirklich effizient und vorteilhaft sind. Da die MiFID- und UCITSD IV-Richtlinien bereits Regelungen in diesem Bereich liefern, sollte die Europäische Kommission deren Überprüfung abwarten, bevor voreilige Schlüsse gezogen werden.<sup>593</sup>

## 5.10. Andere

Da die Fragestellung 16 innerhalb der zusammengefassten Gruppe Andere keine bestimmte Gruppierung der Unterkategorien direkt anspricht, wird nachfolgend abermals eine Zusammenfassung der allgemeinen Grundstimmung aller einzelnen Gruppen angeführt. Insgesamt lag die Beteiligung bei 46% (37 von 80 ST).<sup>594</sup> Auffällig ist hierbei, dass die Mehrheit der Stellungnehmenden den Ansichten der Europäischen Kommission in diesem Bereich positiv gegenüber steht. Mit 70% (26 ST) führen sie die Statistik an. Hingegen verzeichnen die Gegner mit 30% (elf ST) einen relativ niedrigen Wert.<sup>595</sup>

---

<sup>589</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 266.

<sup>590</sup>Vgl. ST-Nr. 258.

<sup>591</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 266.

<sup>592</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 256, 265, 277, 283.

<sup>593</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 272, 285.

<sup>594</sup>Vgl. Abs. 5.11.1., S. 86, Abb. 10.

<sup>595</sup>Vgl. Abs. 5.11.2., S. 87, Abb. 11.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Unabhängigkeit: Auch an dieser Stelle verlangt eine überwiegende Mehrheit der Stellungnehmenden eine Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter.<sup>596</sup> Klare und strikte Regeln auf europäischer Ebene sollten ein gesetzliches Rahmenwerk schaffen, um dies zu gewährleisten.<sup>597</sup> Dies sei nach Ansicht einiger Antwortenden eine wichtige Voraussetzung für die Vermeidung von Interessenkonflikten. Eine Unabhängigkeit der Vermögensverwalter wurde hingegen von anderen Stellungnehmenden verlangt. Ein Kriterienkatalog sollte in diesem Zusammenhang von Seiten der Europäischen Kommission entwickelt werden und die Überwachung dessen Einhaltung könnte durch die Finanzmarktaufsicht erfolgen.<sup>598</sup> Diese Punkte führten 16 Stellungnehmende an.
- Offenlegung der Interessenkonflikte: Ein Aspekt, der direkt mit dem vorherigen Punkt zusammenhängt, ist die Aufforderung der Vermögensverwalter bezüglich der Offenlegung ihrer Interessenkonflikte.<sup>599</sup> Dabei handelt es sich um eine Erhöhung der Transparenz bezüglich potenzieller Konflikte. Eine Erklärung über deren Abwesenheit sollte ebenfalls berichtet werden.<sup>600</sup> In diesem Zusammenhang sei es wichtig, eine strukturelle Basis zu schaffen, um Interessenkonflikte effektiv zu managen.<sup>601</sup> Die Implementierung von effektiven Mechanismen und Methoden zur Bewältigung dieser Konflikte sei nach Ansicht zweier Stellungnehmender, für alle Beteiligten am Kapitalmarkt vorteilhaft.<sup>602</sup> Aufgrund der Wichtigkeit der Thematik sollten angemessene regulierende Handlungen die Standards in diesem Bereich steigern.<sup>603</sup> Zehn Antwortende gaben in ihren Ausführungen diese Ansichten an.
- Nicht bindender Code für Vermögensverwalter: Um diese Akteure zu mehr Transparenz in ihren Aktivitäten zu bewegen, schlugen vier Stellungnehmende die Einführung von freiwilligen Codes für Vermögensverwalter vor.<sup>604</sup> Dadurch wäre es möglich, Mindeststandards in diesem Bereich innerhalb der Mitgliedsstaaten zu setzen.<sup>605</sup> Zusätzlich sollte nach Ansicht von zwei Antwortenden eine Vermögensverwaltung von Bank- und Versicherungsgeschäften getrennt angeboten werden.<sup>606</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend wird die Meinung vertreten, dass der angesprochene Themenbereich von Seiten der Europäischen Kommission bereits ausreichend reguliert wird. Da in diesem Zusammenhang selbe Richtlinien

---

<sup>596</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 3, 38, 29, 89, 111, 171, 239, 314, 344, 355, 341, 374.

<sup>597</sup>Vgl. ST-Nr. 2.

<sup>598</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 371, 386.

<sup>599</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 36, 38, 239, 318, 341, 344, 374.

<sup>600</sup>Vgl. ST-Nr. 36.

<sup>601</sup>Vgl. ST-Nr. 119.

<sup>602</sup>Vgl. ST-Nr. 318, 337.

<sup>603</sup>Vgl. ST-Nr. 38.

<sup>604</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 89, 331, 355.

<sup>605</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 331, 355.

<sup>606</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 355.

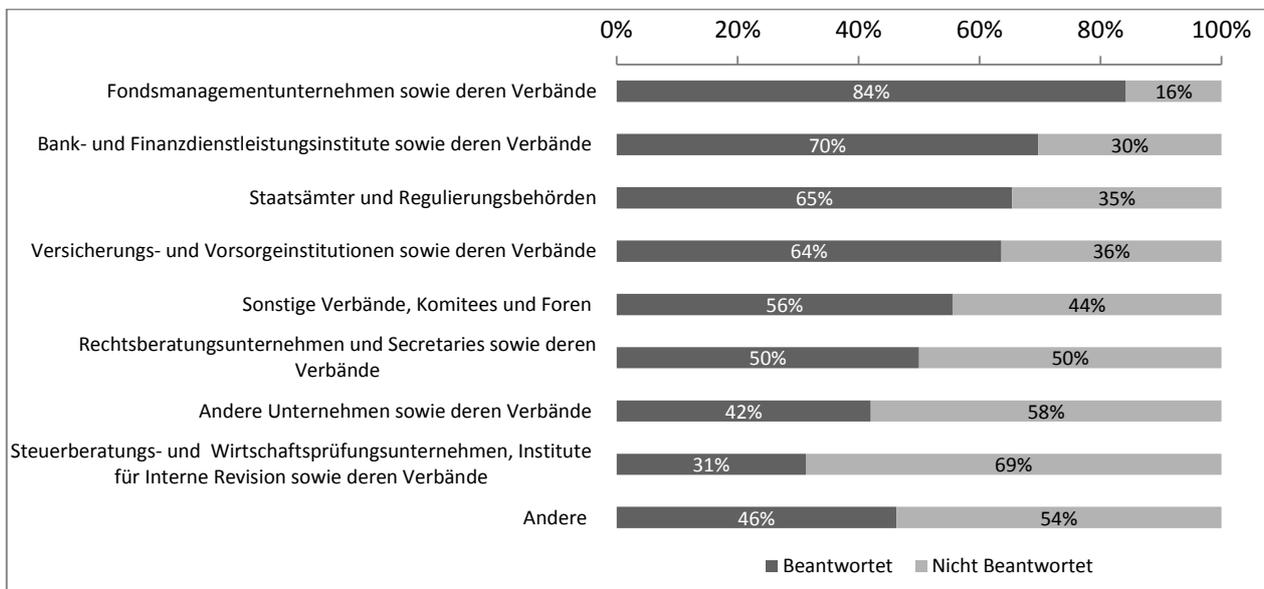
(MiFID, UCITS IV, AIFMD) wie in den vorangegangenen Gruppen angeführt wurden, wird auf eine weitere Ausführung verzichtet. Zusätzlich gibt es ausreichende Maßnahmen auf nationaler Ebene in den einzelnen Mitgliedstaaten (Codes, Verhaltenskodizes, etc.), weshalb weitere Initiativen nicht erforderlich sind.<sup>607</sup>

## 5.11. Zusammenfassung

### 5.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 16

Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass abermals die Gruppe Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände mit 84% die höchste Beteiligung an der Frage 16 aufwies. Dem gegenüber lag die niedrigste Beteiligung bei der Gruppe Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Sie verzeichneten einen Anteil von lediglich 31%. Nachfolgend erfolgt eine grafische Zusammenfassung der Ergebnisse aus der Auswertung der Frage 16.

Abbildung 10: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 16



Quelle: Eigene Darstellung

### 5.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 16

Die höchsten Anteile an Befürwortern bezüglich Maßnahmen zur effektiveren Offenlegung und Handhabung von Interessenkonflikten bei Vermögensverwaltern wurden in den Gruppen Andere und Sonstige Verbände, Komitees und Foren identifiziert. Ihre Werte lagen bei 70% bzw. 55%. In diesem Zusammenhang wurde eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der auftretenden Konflikte von den Befürwortern am häufigsten verlangt. Ihrer Ansicht nach sollte eine effizientere Offenlegung potenzieller Konflikte und Stra-

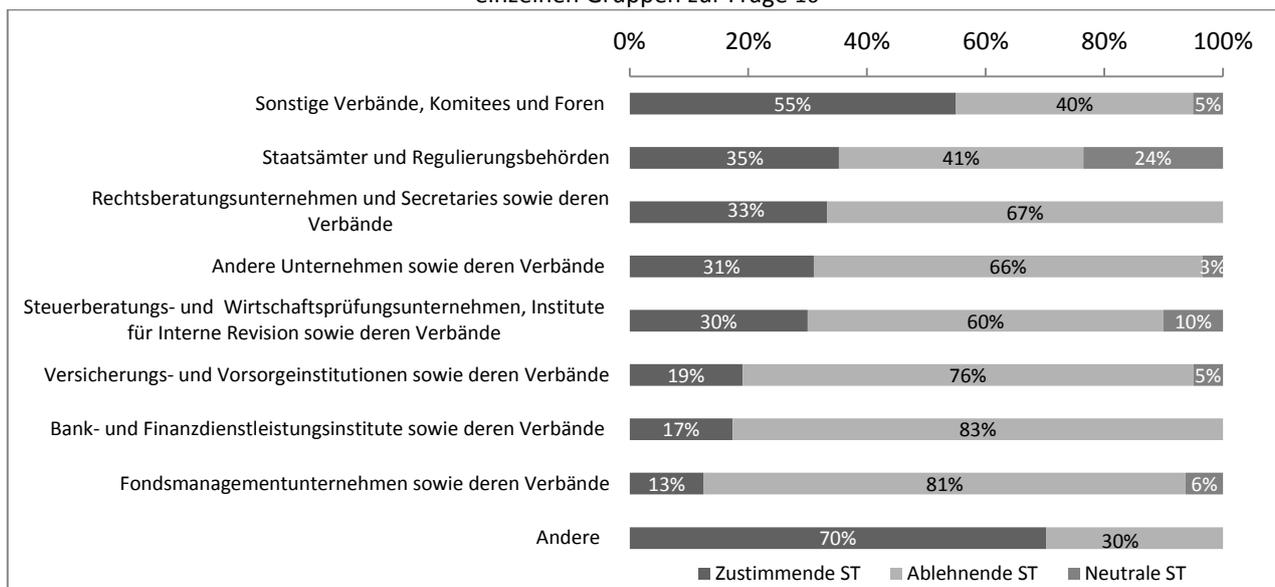
<sup>607</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 157, 159, 161, 170, 250, 349.

## Frage 16

tegien zu deren Bewältigung von Seiten der Vermögensverwalter angestrebt werden. Daher sind Maßnahmen notwendig sind, um diesen Bereich mehr zu fördern. Zum einen wirke sich dies vorteilhaft auf die Geschäftsbeziehungen zwischen den Vermögensverwaltern und ihren Klienten aus, zum anderen trage eine Erhöhung der Transparenz zu einer besseren Überwachung dieser Akteure bei.

Die höchste Ablehnung gegenüber weiteren Maßnahmen wurde auf der Seite der Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände entdeckt. Ihr Anteil lag bei 83%. Knapp dahinter lag mit 81% die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände. Dieses Ergebnis ist wenig überraschend, da eine zusätzliche Regulierung diese Akteure direkt betreffen würde. Die überwiegende Mehrheit der Gegner vertrat die Ansicht, dass auf nationaler wie auf internationaler Ebene bereits ausreichende Rechtsvorschriften eingeführt wurden, um eine effektive Transparenz der Vermögensverwalter zu gewährleisten. Die UCITSD-, AIFMD- und MiFID-Verordnungen wurden in diesem Zusammenhang von den Stellungnehmenden am häufigsten angeführt. Das Ergebnis der Auswertung der Frage 16 soll nochmals grafisch dargestellt werden.

Abbildung 11: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 16



Quelle: Eigene Darstellung

### 5.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 16

Großbritannien und die europäischen Vereinigungen führen die Statistik in allen drei Kategorien an. Auffällig ist hierbei, dass Schweden mit 10% ablehnenden Stellungnahmen einen relativ hohen Wert verzeichnete. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Ablehnung hinsichtlich weiterer Initiativen für eine effektive Bekämpfung von Interessenskonflikten bei Vermögensverwalter innerhalb der an der Konsultation

## Frage 16

beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der ablehnenden Stellungnahmen (105 ST) lag an dieser Stelle fast doppelt so hoch wie jener der zustimmenden (68 ST).

Tabelle 7: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 16

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>14 (21%)</b>	<b>28 (27%)</b>	<b>4 (45%)</b>
Europäische Vereinigungen	10 (15%)	12 (11%)	1 (11%)
Schweden	X	10 (10%)	1 (11%)
Rest	44 (64%)	55 (52%)	3 (33%)
<b>Summe:</b>	<b>68 (100%)</b>	<b>105 (100%)</b>	<b>9 (100%)</b>

Quelle: Eigene Darstellung

## **6. Zusammenarbeit der Aktionäre auf europäischer Ebene (Frage 17)**

### **6.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Wie im vorangegangenen Grünbuch des Jahres 2010 verfolgt die Europäische Kommission auch in der zugrundeliegenden Konsultation das Ziel, Maßnahmen zu entwickeln, um eine Zusammenarbeit der Aktionäre effektiver zu gestalten. Der Hintergrund liegt darin, dass manche Anleger im Besitz von sehr breit gestreuten Portfolios sind, weshalb ein hohes Engagement in allen beteiligten Unternehmen sich für sie als schwierig erweist. Eine pünktliche Übermittlung von relevanten Informationen unter den Aktionären wäre für den angesprochenen Bereich sehr vorteilhaft. Zudem sollten, nach Ansicht der Europäischen Kommission, momentane Rechtsvorschriften nochmals überprüft werden, um ein gemeinsames Agieren der Aktionäre zu stärken.<sup>608</sup> In diesem Zusammenhang wurde die Richtlinie 2007/36/EG<sup>609</sup> angeführt, welche bereits eine Verbesserung der Situation geschaffen habe, jedoch waren zum Zeitpunkt der Konsultation die vollständigen Auswirkungen dieser Verordnung noch nicht erkennbar. Abschließend führte die Europäische Kommission noch die Problematik der grenzüberschreitenden Abstimmung an. Die Übermittlung von Informationen innerhalb der langen Investitionskette erweist sich als schwerfällig und ist, nach Ansicht der Europäischen Kommission, hinderlich für eine effektive Einbindung in das Unternehmen.<sup>610</sup> Diese Punkte veranlassten die Europäische Kommission zur folgenden Fragestellung:

Frage 17: „Wie könnte die Zusammenarbeit zwischen Aktionären in der EU am Besten erleichtert werden?“<sup>611</sup>

### **6.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

76% (25 ST) der Gruppenmitglieder gaben ihre Ansichten zum Bereich der Zusammenarbeit zwischen den Aktionären wieder.<sup>612</sup> Dabei weist die Statistik mit 76% (19 ST) eine klare Mehrheit auf Seite der Befürworter auf. Die Gegner verzeichnen mit 20% (5 ST) einen relativ niedrigen Wert der Grundgesamtheit. Ein Stellungnehmender (4%) steht dem Bereich neutral gegenüber.<sup>613</sup>

<sup>608</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 16.

<sup>609</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>610</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>611</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>612</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>613</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Acting in concert: Die momentanen europäischen Regelungen hinsichtlich acting in concert innerhalb der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG<sup>614</sup>) und der Übernahmeangebotsrichtlinie (2004/25/EG) wurde von Seiten einiger Stellungnehmenden kritisiert. Dabei teilen sie die Ansichten der Europäischen Kommission, wonach diese eine effektive Zusammenarbeit der Aktionäre verhindern. Eine Klarstellung dieser Regelungen sollte angestrebt werden, um Unsicherheiten bei den Investoren zu vermeiden. Vor allem Investoren mit grenzüberschreitenden Anteilen sind oft unterschiedlichen Definitionen und Regelungen in diesem Zusammenhang ausgesetzt. Eine Konsequenz daraus ist die Schaffung einer Ungewissheit bei Investoren hinsichtlich der acting in concert-Bestimmungen. Dies verursacht Unsicherheiten und vermeidet eine effektive Zusammenarbeit zwischen den Akteuren. Die Unterschiede zwischen einer simplen Zusammenarbeit der Aktionäre und einem acting in concert sollten von Seiten der Europäischen Kommission klarer kommuniziert werden, um dadurch ein besseres Verständnis der Regelung zu schaffen. Investoren, welche ein Interesse an einer Zusammenarbeit und dem Informationsaustausch mit anderen Investoren besitzen, jedoch nicht die Absicht verfolgen, die Kontrolle des Unternehmens zu ändern, sollten durch die unklar formulierten Bestimmungen nicht davon abgehalten werden. Eine Harmonisierung der Schlüsseldefinitionen des acting in concert in den Richtlinien und die Entwicklung von Leitlinien hinsichtlich der Anwendung der Bestimmungen wären in diesem Zusammenhang für die einzelnen Mitgliedstaaten vorteilhaft. Diese Ansichten gaben sieben Stellungnehmende wieder.<sup>615</sup>
- Grenzüberschreitende Abstimmung: Nach Ansicht von sechs Antwortenden sei in vielen Ländern die grenzüberschreitende Abstimmung noch immer sehr problematisch.<sup>616</sup> Investoren von Übersee können oft nicht sicherstellen, ob ihre Abstimmungen bei den Hauptversammlungen tatsächlich gezählt werden.<sup>617</sup> Die europäische Gesetzgebung sollte aus diesem Grund eine Erleichterung in diesem Bereich schaffen.<sup>618</sup> Zudem führen einige Stellungnehmende an, dass die vollständigen Auswirkungen der 2007/36/EG<sup>619</sup> Richtlinie am Kapitalmarkt noch nicht erkennbar sind, weshalb diese noch abgewartet werden sollten.<sup>620</sup>
- Transparenz der Eigentümerstrukturen: Der Mangel an Transparenz hinsichtlich der Eigentümerschaft der Aktionäre wird in diesem Zusammenhang als Hindernis für eine effektive Zusammenarbeit angesehen.<sup>621</sup> In einigen Mitgliedstaaten haben Unternehmen oft noch Schwierigkeiten bei der Identifizierung

---

<sup>614</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>615</sup>Vgl. ST-Nr. 93, 140, 180, 240, 297, 340, 345.

<sup>616</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 121, 180, 194, 391.

<sup>617</sup>Vgl. ST-Nr. 180.

<sup>618</sup>Vgl. ST-Nr. 391.

<sup>619</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>620</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 17, 103, 147, 121, 194.

<sup>621</sup>Vgl. ST-Nr. 72.

ihrer Eigentümer. Dieser Bereich bedürfe weiterer Verbesserungen.<sup>622</sup> Eine Harmonisierung der Offenlegungsanforderungen innerhalb der Europäischen Union wäre hierbei auch vorstellbar.<sup>623</sup> Diese Argumente wurden ebenfalls von sechs Stellungnehmenden angeführt.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Drei Stellungnehmende waren der Auffassung, dass Aktionäre bereits eine Fülle an Möglichkeiten zur Kommunikation untereinander besitzen.<sup>624</sup> Aufgrund technischer Innovationen ist es heutzutage Aktionären auf verschiedene Arten möglich, miteinander zu kommunizieren.<sup>625</sup> Auch die von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen Aktionärsforen wurden bereits eingerichtet, weshalb weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>626</sup> Eine Alternative zu starren gesetzlichen Maßnahmen, wäre die Entwicklung eines Codes für institutionelle Investoren, welcher die notwendigen Offenlegungsanforderungen beinhaltet. Investoren könnten dadurch aufgefordert werden, klare Kontaktdaten zu liefern, um eine Zusammenarbeit zwischen diesen Akteuren zu verbessern.<sup>627</sup> Hinsichtlich der unterschiedlichen gesetzlichen Systeme und Strukturen der Mitgliedsstaaten, sollte die spezifische Anpassung eines solchen Codes den Staaten überlassen werden.<sup>628</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Aktionäre sind nach Ansicht des Stellungnehmenden am Kapitalwachstum des Unternehmens beteiligt und haben Anspruch auf die Auszahlung der Dividenden. Inwieweit eine Zusammenarbeit zwischen den Akteuren vorteilhaft ist und was dieses genau beinhalten sollte, ist dem Antwortenden unklar und bedürfe weiterer Aufklärung.<sup>629</sup>

### **6.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände**

Die Beteiligung an der Frage 17 liegt wie in der vorangegangenen Gruppe mit 73% (24 von 33 ST) relativ hoch. Jedoch ist die Mehrheit der Stellungnehmenden negativ eingestellt.<sup>630</sup> Mit 67% (16 ST) führen sie die Statistik an. Hingegen befürworten 33% (acht ST) der Antwortenden Maßnahmen, um die Zusammenarbeit der Aktionäre zu erleichtern.<sup>631</sup>

---

<sup>622</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 194, 121.

<sup>623</sup>Vgl. ST-Nr. 42.

<sup>624</sup>Vgl. ST-Nr. 287, 311, 361.

<sup>625</sup>Vgl. ST-Nr. 361.

<sup>626</sup>Vgl. ST-Nr. 287.

<sup>627</sup>Vgl. ST-Nr. 287, 311.

<sup>628</sup>Vgl. ST-Nr. 311.

<sup>629</sup>Vgl. ST-Nr. 367.

<sup>630</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>631</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Hindernisse beseitigen: Momentan gibt es gesetzliche Hindernisse, welche die Aktionäre daran hindern, effektiv zusammenzuarbeiten.<sup>632</sup> Die acting in concert-Bestimmungen wurden in diesem Zusammenhang als Beispiel angeführt.<sup>633</sup> Zudem erschweren unterschiedliche Regelungen innerhalb der Europäischen Union die Situation. Eine einheitlichere Herangehensweise bei der gesetzlichen Gestaltung auf europäischer Ebene wäre für die Zusammenarbeit der Aktionäre vorteilhaft. Um die Einbindung in das Unternehmen für den einzelnen Aktionär effektiver zu gestalten, sollten stabile Rechte geschaffen werden, um ihnen frei zu ermöglichen, andere Aktionäre zu kontaktieren und eine Zusammenarbeit einzugehen.<sup>634</sup> Die Veröffentlichung von Richtlinien auf europäischer Ebene, die Leitlinien für eine konstruktive Zusammenarbeit beinhalten, wäre eine Möglichkeit, dem Problem entgegenzuwirken und Hindernisse zu beseitigen.<sup>635</sup> Diese Ansichten gaben zwei Stellungnehmende an.
- Einführung eines Forums: Nach Ansicht von zwei Antwortenden wäre eine weitere Option, die Zusammenarbeit zwischen den Aktionären zu steigern, die Einführung eines Forums.<sup>636</sup> Deren Implementierung könnte auf der Homepage des Unternehmens erfolgen.<sup>637</sup> Dadurch wäre es Investoren möglich, ihre Ansichten untereinander auszutauschen und die Kooperation untereinander zu stärken.<sup>638</sup> In einigen Mitgliedsstaaten ist die Errichtung eines solchen Forums bereits verpflichtend. Dies sollte den anderen Staaten als Vorbild dienen.<sup>639</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Entscheidung liegt bei den Aktionären: Aktionäre können frei darüber entscheiden, ob sie eine Zusammenarbeit mit anderen Aktionären eingehen wollen oder nicht. Zudem liegt es in ihrem Ermessen, abzuwiegen, ob solch eine Kooperation in ihrem Interesse liegt. Auch wird die Frage aufgeworfen, inwieweit Aktionäre in unterschiedlichen Unternehmen tatsächlich gemeinsame Interessen verfolgen. Die Mehrheit der individuellen Investoren hat oft nicht den Wunsch oder die Zeit, eine Zusammenarbeit mit dem Unternehmen oder anderen Aktionären einzugehen. Zudem ist Unklar, inwieweit die Vorschläge der Europäischen Kommission im globalen Umfeld Anwendung finden, da die Aktionäre eines Unternehmens auch jene inkludieren, welche außerhalb der Europäischen Union ansässig sind. Aus diesem Grund werden Maßnahmen in diesem Bereich von sieben Stellungnehmenden abgelehnt.<sup>640</sup>

---

<sup>632</sup>Vgl. ST-Nr. 98, 197.

<sup>633</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>634</sup>Vgl. ST-Nr. 98.

<sup>635</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>636</sup>Vgl. ST-Nr. 352, 359.

<sup>637</sup>Vgl. ST-Nr. 352.

<sup>638</sup>Vgl. ST-Nr. 359.

<sup>639</sup>Vgl. ST-Nr. 352.

<sup>640</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 185, 334, 343, 356, 387, 398.

- Bereits ausreichend Möglichkeiten: In den einzelnen Mitgliedsstaaten wurden unterschiedliche gesetzliche Initiativen eingeführt, um den Dialog zwischen den Aktionären und den Unternehmen zu verbessern.<sup>641</sup> Die Richtlinie 2007/36/EG<sup>642</sup> wurde hierbei von einigen Stellungnehmenden angeführt. Da diese Bestimmung signifikante Schritte im angesprochenen Bereich schafft, sollte deren Auswirkungen erst abgewartet werden, bevor neue Maßnahmen gesetzt werden.<sup>643</sup> Zusätzlich wird die Kommunikation zwischen den Akteuren durch die Entwicklung und Verbreitung neuer Technologien erheblich verbessert (Internet, e-voting, Foren), weshalb weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene nicht als notwendig erachtet werden.<sup>644</sup>

#### 6.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Wie in den vorangegangenen Fragestellungen ist auch hier die Beteiligung der Fondsmanagementunternehmen an der Frage 17 sehr hoch. Mit 89% (17 von 19 ST) führt diese Gruppe allgemein die Statistik an.<sup>645</sup> Dabei ist nach der Analyse der Grundstimmung mit 88% (15 ST) eine deutliche Zustimmung innerhalb dieser Gruppe zu diesem Thema erkennbar. Lediglich zwei Stellungnehmende (12%) führen ablehnende Argumente an.<sup>646</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Acting in concert: Wie in den vorangegangenen Gruppen, ist auch hier die Mehrheit davon überzeugt, dass innerhalb der acting in concert-Bestimmungen noch Handlungsbedarf besteht. Das Konzept ist sehr vage formuliert und wird in den einzelnen nationalen Zuständigkeitsbereichen unterschiedlich interpretiert. Das Problem liege darin, dass eine klare Unterscheidung bezüglich des gemeinschaftlichen Engagements der Aktionäre zur Verbesserung der Governance im Unternehmen und jenem Engagement zur Manipulierung der Kontrollstrukturen im Unternehmen, in der Gesetzgebung nicht vorhanden ist. Diese gesetzlichen Mängel sollten, nach Auffassung von elf Stellungnehmenden, behoben werden.<sup>647</sup>
- Grenzüberschreitende Abstimmung: Auch an dieser Stelle verlangen fünf Stellungnehmende eine Erleichterung der grenzüberschreitenden Abstimmung. Die Hindernisse sollten in diesem Bereich beseitigt werden.<sup>648</sup>
- Vermeidung von share blocking: Drei Stellungnehmende gaben an, dass auf europäischer Ebene Maßnahmen gesetzt wurden, um share blocking zu vermeiden. Dieses Verhalten wird als Hindernis für eine

---

<sup>641</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 185, 324, 398, 402.

<sup>642</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>643</sup>Vgl. ST-Nr. 351, 372, 402.

<sup>644</sup>Vgl. ST-Nr. 351, 387.

<sup>645</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>646</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

<sup>647</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 16, 94, 113, 118, 156, 229, 298, 306, 338, 395.

<sup>648</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 156, 223, 94, 113.

effektive Abstimmung in der Hauptversammlung angesehen. Die Richtlinie über die Aktionärsrechte (2007/36/EG<sup>649</sup>) wurde in diesem Zusammenhang als Initiator solcher Bemühungen angeführt. Ein Problem das jedoch weiterhin besteht ist, das manche Mitgliedsstaaten bewusst diese Bestimmungen umgehen. Nach Ansicht von drei Stellungnehmenden ist in diesem Bereich Handlungsbedarf erkennbar.<sup>650</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: In diesem Bereich existiere nach Ansicht eines Stellungnehmenden keine one size fits all-Lösung. Die unterschiedlichen Mitgliedsländer bieten eine Fülle an Möglichkeiten an, um eine Zusammenarbeit zwischen den Aktionären effektiv zu fördern.<sup>651</sup> Zudem liegt die Entscheidung des Umfangs der Kooperation in den Händen der Aktionäre. Zwar werden freiwillige Initiativen in diesem Bereich unterstützt, jedoch sollte eine Zusammenarbeit der Aktionäre nicht durch Regulierungen verpflichtend sein.<sup>652</sup>

## **6.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Im Vergleich zur vorherigen Gruppe lag hier die Beteiligung mit 38% (zwölf von 32 ST) an der Frage 17 sehr niedrig.<sup>653</sup> Eine eindeutige Mehrheit ist hier jedoch auf Seiten der Befürworter erkennbar. Mit 92% (elf ST) führen sie die Statistik an. Ein Stellungnehmender (8%) steht hingegen weiteren Initiativen negativ gegenüber.<sup>654</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Stewardship-Code: Der angesprochene Mangel von Seiten der Europäischen Kommission bezüglich des Engagements der Investoren sehen einige Stellungnehmende ein. Die Entwicklung eines Stewardship-Codes auf einer comply or explain-Basis innerhalb der Europäischen Union wäre in diesem Bereich hilfreich.<sup>655</sup> Dies würde den Investoren einen Zugang zu bewährten Praktiken zulassen.<sup>656</sup> Zudem sollte der Fokus darauf gelegt werden, wie Investoren die Governance-Anforderungen überwachen und vorgegebene Leitlinien angewendet werden. Solch ein Code würde auch die Zusammenarbeit zwischen den Investoren fördern. Die Europäische Kommission könnte die Mitgliedsstaaten zu solch einem Code ermutigen.<sup>657</sup> Dessen Befolgung sollte den Unternehmen ersichtlich sein, wodurch es ihnen möglich ist, ist

---

<sup>649</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>650</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 141, 166.

<sup>651</sup>Vgl. ST-Nr. 25.

<sup>652</sup>Vgl. ST-Nr. 396.

<sup>653</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>654</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

<sup>655</sup>Vgl. ST-Nr. 92, 115, 163, 288.

<sup>656</sup>Vgl. ST-Nr. 115.

<sup>657</sup>Vgl. ST-Nr. 288.

die Ansätze und Erwartungen ihrer Hauptinvestoren nachzuvollziehen.<sup>658</sup> Diese Ansichten gaben vier Stellungnehmende wieder.

- Förderung des Kommunikationsprozesses: Die Förderung dieses Bereiches wäre nach Ansicht von zwei Stellungnehmenden auf europäischer Ebene sehr hilfreich. Das Ziel soll darin liegen, das Bewusstsein für die Rolle des Aktionärs weiter zu steigern. Ihnen sollte aufgerufen werden, dass sie Aufgaben in Verbindung mit ihren Rechten zu erfüllen haben.<sup>659</sup>
- Richtlinie über das Wertpapierrecht: Zwei Stellungnehmende führten an, dass die Richtlinie über das Wertpapierrecht Hindernisse bei der grenzüberschreitenden Abstimmung beseitigte und diese zudem erleichterte. Jedoch sollte die Europäische Kommission den Umfang der Implementierung und die Anwendung der Bestimmung innerhalb der Mitgliedstaaten genauer überwachen.<sup>660</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der ablehnenden Stellungnahme angeführt: Eine Notwendigkeit für detaillierte Regelungen in diesem Bereich besteht nach Ansicht des einzigen Gegners nicht. Die momentanen Bestimmungen empfindet er als ausreichend.<sup>661</sup>

## 6.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Höhe der Beteiligung lag innerhalb der Gruppe bei 67% (zwölf von 18 ST).<sup>662</sup> Dabei ist die Grundstimmung innerhalb der Gruppe der Rechtsberater sehr ausgeglichen. 58% (7ST) Befürwortern stehen 42% (fünf ST) Gegnern gegenüber.<sup>663</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend kritisierten abermals die Stellungnehmenden die gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich des acting in concert. Die unterschiedlichen Definitionen und Ansichten zu diesem Bereich innerhalb der Mitgliedsstaaten hindern nach Ansicht einiger Stellungnehmender eine effektive Zusammenarbeit der Aktionäre.<sup>664</sup> Eine Überprüfung der Bestimmungen und die Beseitigung der gesetzlichen Hindernisse sollte in diesem Zusammenhang von Seiten der Europäischen Kommission angestrebt werden.<sup>665</sup> Dadurch erreiche man auch eine Stärkung der grenzüberschreitenden Kommunikation unter den Aktionären.<sup>666</sup> Der Austausch von relevanten Informationen könnte dadurch erleichtert werden, ohne Gefahr zu laufen, dass die

---

<sup>658</sup>Vgl. ST-Nr. 163.

<sup>659</sup>Vgl. ST-Nr. 138, 336.

<sup>660</sup>Vgl. ST-Nr. 92, 124.

<sup>661</sup>Vgl. ST-Nr. 369.

<sup>662</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>663</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

<sup>664</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 308, 316, 376.

<sup>665</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 376.

<sup>666</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 308.

Zusammenarbeit als acting in concert angesehen wird.<sup>667</sup> Dieser Bereich wurde von fünf Stellungnehmenden behandelt.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Investoren sind unterschiedlich: Nach Meinung von zwei Antwortenden verfolgen Investoren unterschiedlich (finanzielle) Interessen an einem Unternehmen, welche nicht unbedingt langfristiger Natur sein müssen. Sie sind geografisch verstreut und ihre Anzahl ist in großen Konzernen sehr umfangreich, weshalb sie nicht als homogene Gruppe betrachtet werden können. Die Auffassung, wonach all ihre Interessen aufeinander abgestimmt sind, kann in diesem Zusammenhang nicht mehr bestehen, weshalb eine one size fits all-Lösung zur Erleichterung der Zusammenarbeit von Akteuren nicht möglich ist. Zusätzlich gibt es momentan eine Fülle an Möglichkeiten, welche ein Unternehmen ergreifen kann, um mit ihren Aktionären zu kommunizieren. Anstatt gesetzliche Maßnahmen in diesem Bereich zu schaffen, sollte die Europäische Kommission die Entwicklung von Netzwerken wie das ICGN (International Corporate Governance Network) und Social Media-Plattformen weiter fördern. Solche Praktiken haben einen größeren Effekt als gesetzliche Regelungen auf europäischer Ebene.<sup>668</sup>
- Getrennte Konsultation: Zwei weitere Stellungnehmende vertreten die Ansicht, wonach der angesprochene Bereich ein sehr breites Spektrum behandle. Dieser beinhalte die Ketten der Eigentümerschaft, Abstimmungsprozesse und die Übermittlung der Informationen zwischen Unternehmen und Investoren. Aus diesem Grund sollte dieser Themenbereich in einer getrennten Konsultation behandelt werden und nicht Teil der Vorliegenden sein. Zudem sprechen sie sich gegen einen eigens für Aktionäre eingerichteten Bereich auf der Webseite des Unternehmens aus. Dies würde zu unkontrollierten Kommentaren und zur Verbreitung von sensiblen Informationen führen und hätte einen negativen Effekt auf den Markt.<sup>669</sup>

## 6.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Etwas mehr als die Hälfte der Gruppenmitglieder beteiligte sich an der Fragestellung 17 (35 von 69 ST).<sup>670</sup> Dabei führten die Gegner mit 66% (23 ST) die Statistik an. Die Befürworter und die neutralen Stellungnehmenden nehmen innerhalb der Statistik mit 31% (elf ST) bzw. 3% (eine ST) relativ niedrige Werte ein.<sup>671</sup> Wie in den vorangegangenen Fragestellungen verzichteten abermals sieben Unternehmen auf die Beantwortung der Frage aufgrund der geringen Relevanz für die Corporate Governance im Allgemeinen.<sup>672</sup>

---

<sup>667</sup>Vgl. ST-Nr. 102, 308.

<sup>668</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64.

<sup>669</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

<sup>670</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>671</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

<sup>672</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Internet als Medium mehr nutzen: Die Notwendigkeit einer stärkeren Nutzung des Internets führen einige Stellungnehmenden an.<sup>673</sup> Um im angesprochenen Fall die Zusammenarbeit der Aktionäre mehr zu fördern, ist es wichtig, ihnen die Kontaktaufnahme und Kommunikation untereinander zu ermöglichen. Die Errichtung einer Diskussionsplattform bzw. eines Forums auf der Unternehmenswebseite wäre in diesem Zusammenhang vorstellbar. Dadurch würde man die Beteiligung und das Engagement der Aktionäre fördern. Zusätzlich wäre ein schneller und kostengünstiger Informationsaustausch möglich.<sup>674</sup> Ein weiterer Vorschlag bezieht sich auf die Registrierung der langfristig orientierten Investoren auf der Webseite der Wertpapierbörsen. Dadurch erhöhe man nach Aussage eines Antwortenden die Transparenz der Investitionen und der Stimmabgabe.<sup>675</sup> Den Vorschlag, wonach Resolutionsentwürfe und Vereinbarungen über Aktionärsbeteiligungen online veröffentlicht werden sollten, führt ein weiterer Stellungnehmender an. Dadurch werden Investoren mit relevanten Informationen über das Unternehmen und die Corporate Governance versorgt.<sup>676</sup> Eine weitere Möglichkeit, die Beteiligung der Aktionäre zu steigern, wäre eine Erleichterung der Online-Abstimmung. Die physische Stimmabgabe wird, nach Ansicht eines Antwortenden, von vielen Aktionären als sehr zeit- und kostenintensiv empfunden, weshalb sie nicht ausgeübt wird. Aus diesem Grund sollte eine Verbesserung in diesem Bereich angestrebt werden.<sup>677</sup>
- Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Anteile: Um eine Zusammenarbeit der Aktionäre innerhalb eines Unternehmens zu erhöhen, ist es wichtig die Mehrheitsaktionäre zu kennen, weshalb die Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Anteile der Aktionäre vorteilhaft wäre. Die Europäische Kommission sollte sich deshalb intensiver mit der Durchsicht des Eigentumsrechts der Anteile befassen.<sup>678</sup> Registrierte Anteile und eine angemessene Transparenz sollten nach Auffassung eines Antwortenden innerhalb der Europäischen Union zur Norm werden.<sup>679</sup> Diese Ansichten wurden von drei Stellungnehmenden angeführt.
- Richtlinie 2007/36/EG<sup>680</sup>: Zwar wurden auf europäischer Ebene durch die Richtlinie der Aktionärsrechte generell die Aktivitäten dieser Marktakteure verbessert, jedoch bedarf es weiterer Maßnahmen, um diesen Bereich zu behandeln. Zwei Stellungnehmende vertraten diese Ansichten.<sup>681</sup>

---

<sup>673</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 99, 193, 207, 335.

<sup>674</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 193.

<sup>675</sup>Vgl. ST-Nr. 99.

<sup>676</sup>Vgl. ST-Nr. 207.

<sup>677</sup>Vgl. ST-Nr. 335.

<sup>678</sup>Vgl. ST-Nr. 335, 390.

<sup>679</sup>Vgl. ST-Nr. 44.

<sup>680</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>681</sup>Vgl. ST-Nr. 154, 296.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Ablehnung der webbasierenden Plattform: Den unterbreiteten Vorschlag der Europäischen Kommission, wonach gelistete Unternehmen dazu aufgefordert werden sollten, eine Plattform auf deren Webseite für Aktionäre einzurichten, lehnen sechs Stellungnehmende ab.<sup>682</sup> Die Argumentationen, wonach solche Diskussionsforen die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch der Aktionäre verbessern, werden in diesem Zusammenhang sehr skeptisch betrachtet. Dadurch könnten Fehlinformationen auf Seiten der Aktionäre entstehen, da die Unternehmen die hochgeladenen Informationen nicht regelmäßig kontrollieren können.<sup>683</sup> Zusätzlich würden rechtliche Probleme entstehen, wenn sensible Unternehmensinformationen verbreitet werden.<sup>684</sup> Die Verlässlichkeit des Systems könnte man zudem ebenfalls nicht gewährleisten.<sup>685</sup>
- Keine Barrieren ersichtlich: Einigen Antwortenden sind keine Barrieren in diesem Bereich bewusst. Zudem hätten die Aktionäre der Antwortenden bis dato keinen Handlungsbedarf im Bereich der Zusammenarbeit geäußert. Aus diesen Gründen werden weitere Maßnahmen von Seiten der Europäischen Kommission abgelehnt.<sup>686</sup> Dieser Auffassung waren vier Gegner.
- Sollte den Aktionären überlassen werden: Grundsätzlich entscheide der Aktionär selbst, ob er eine Zusammenarbeit mit anderen eingehen möchte oder nicht. Aktionäre, die solch eine Verbindung eingehen möchten, sollen dies tun, soweit die Gesetzeslage dies erlaubt. Zudem sollte die Schaffung von technischen Infrastrukturen zur besseren Kommunikation ihnen überlassen werden. Solch eine Belastung darf gelisteten Unternehmen nicht auferlegt werden. Dies würde man Unternehmen auf europäischer Ebene nur Bürden auferlegen.<sup>687</sup>
- Ermutigung zur aktiven Eigentümerschaft bei Aktionären: Eine aktive Eigentümerschaft ist in diesem Zusammenhang ein zentraler Punkt. Aktionäre sind hierbei nicht nur Träger von Rechten, sondern auch Träger von Aufgaben. Aus diesem Grund scheint eine Erhöhung dieses Bewusstseins beim Aktionär essentiell. Jedoch erachten drei Stellungnehmende zusätzliche europäische Regelungen, um eine aktivere Eigentümerschaft zu stimulieren, nicht als zielführend. Dies hätte nur die Erhöhung der administrativen Belastung und Aufgaben auf Seiten der Unternehmen zur Folge. Zudem richten sich Corporate Governance-Codes an Unternehmen und nicht an Aktionäre, weshalb es im Ermessen des Unternehmens liegen sollte, Lösungen zu entwickeln, um ihre Aktionäre zur Ausübung ihrer Rechte zu motivieren.<sup>688</sup>

---

<sup>682</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 81, 85, 215, 347, 379.

<sup>683</sup>Vgl. ST-Nr. 215, 379.

<sup>684</sup>Vgl. ST-Nr. 215.

<sup>685</sup>Vgl. ST-Nr. 81.

<sup>686</sup>Vgl. ST-Nr. 101, 189, 231, 369.

<sup>687</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 101, 189, 247.

<sup>688</sup>Vgl. ST-Nr. 305, 319, 325.

- Isolierte Betrachtung des Themas: Aufgrund des breiten Spektrums des angesprochenen Themenbereiches und der unpräzisen Definierung des Begriffes Zusammenarbeit verlangen zwei Gruppenmitglieder eine isolierte Betrachtung des Themas außerhalb des vorliegenden Grünbuchs.<sup>689</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Bevor neue gesetzliche Maßnahmen eingeführt werden, wäre es nach Auffassung des Stellungnehmenden wichtig, weitere Untersuchungen in diesem Bereich durchzuführen. Dabei soll die Effektivität der Richtlinie 2007/36/EG<sup>690</sup> analysiert werden, um die Auswirkungen auf die Beteiligung der Aktionäre zu untersuchen.<sup>691</sup>

## 6.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Die Statistik verzeichnet eine Beteiligung von 67% (24 von 36 ST) innerhalb der Gruppe der Sonstigen Verbände.<sup>692</sup> Jedoch sind, im Vergleich zur vorherigen Gruppe, die Befürworter mit 63% (15 ST) wieder in der Mehrheit. Dem Themenbereich negativ eingestellt sind hingegen nur 33% (acht ST). Ein Stellungnehmender (4%) zieht es vor, dem Bereich neutral gegenüberzustehen.<sup>693</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Förderung des EUROVOTE-Systems: Aktionäre haben momentan begrenzte Möglichkeiten im Hinblick auf die Ausübung ihrer Abstimmungsrechte. Diese Schwierigkeiten sind vor allem bei grenzüberschreitenden Aktionären ersichtlich.<sup>694</sup> Die mangelnde Performance des Intermediaries innerhalb der Investitionskette verursacht bei kleinen Aktionären Schwierigkeiten hinsichtlich der Ausübung ihrer Rechte und erschwert den Emittenten die Einholung von Informationen über ihre tatsächlichen Aktionäre.<sup>695</sup> Zudem sind die momentanen technologischen Maßnahmen hinsichtlich der Kette unzureichend und sehr kostspielig.<sup>696</sup> Die Implementierung eines Online-Abstimmungssystems, wie das EUROVOTE-System, würde in diesem Zusammenhang für alle Akteure Verbesserungen mit sich bringen. Diese webbasierende Plattform schafft eine Erleichterung für die grenzüberschreitende Abstimmung bei der Hauptversammlung. Den Aktionären wäre es dadurch leichter möglich, ihre Vertreter (proxy advisor) in den einzelnen Ländern zu bestimmen und europaweite Abstimmungsleitlinien zu veröffentlichen.<sup>697</sup> Zudem entstehen für den grenzüberschreitenden Investor Kosten- und Zeitvorteile. Eine Anpassung der Interessen zwischen

---

<sup>689</sup>Vgl. ST-Nr. 21, 85.

<sup>690</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>691</sup>Vgl. ST-Nr. 20.

<sup>692</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>693</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

<sup>694</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 11, 90, 248.

<sup>695</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 90, 248.

<sup>696</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>697</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 11, 18, 66, 90, 248.

den Investoren und ihren Vertretern wäre dadurch gewährleistet. Folglich wäre eine stärkere Einflussnahme auf das Unternehmensmanagement möglich und die physische Anwesenheit bei der Hauptversammlung (da dadurch keine Stimme verloren geht). Zudem ermöglicht das System eine direkte Kontaktaufnahme der Emittenten mit ihren Aktionären.<sup>698</sup> Diese Ansichten führten sechs Stellungnehmende an.

- Implementierung eines Forums: Nach Ansicht von vier Antwortenden würde die Implementierung eines Forums die Zusammenarbeit der Aktionäre erheblich verbessern. Die europäische Gesetzgebung sollte die Entwicklung solcher Mechanismen weiter stärken. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, einen Dialog zwischen dem Unternehmen und ihren Aktionären (und zwischen diesen) aufzubauen. Die Kontaktaufnahme und das Abrufen von relevanten Informationen sollten zu jeder Zeit möglich sein. Spanien, wo solch ein Forum bereits implementiert wurde, könnte hierbei als Vorbild dienen.<sup>699</sup>
- Auflistung der Aktionäre: Die Veröffentlichung einer Auflistung der Aktionäre wäre in diesem Zusammenhang ebenfalls für zwei Antwortende vorstellbar. Dies ermöglicht eine selbstständige Kontaktaufnahme der Akteure untereinander. Die Liste könnte im Internet für jeden Aktionär ersichtlich sein.<sup>700</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend wurde auf Seiten der Gegner die Meinung vertreten, dass weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene nicht notwendig seien. Sollte ein Bedarf erkennbar sein, liege es im Ermessen der einzelnen Mitgliedsstaaten in diesem Bereich Maßnahmen zu setzen. Zudem ist es den einzelnen Staaten eher möglich, die unterschiedlichen Aktionärsstrukturen und nationalen Gesetzgebungen in ihren Initiativen miteinander zubeziehen.<sup>701</sup> Vier Stellungnehmende vertraten diese Ansicht.

## 6.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

73% (19 von 26 ST) der Staatsämter beteiligten sich an der Fragestellung.<sup>702</sup> Dabei sind abermals die Befürworter mit 79% (15 ST) in der Überzahl. Lediglich 16% (drei ST) sind als Gegner identifiziert worden. Ein Stellungnehmender (5%) ist neutral eingestuft.<sup>703</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Acting in concert: Wie in einigen vorangegangenen Gruppen, verlangt auch hier die Mehrheit der Stellungnehmenden mehr Klarheit bezüglich der acting in concert-Regelungen innerhalb der Transparenz-

---

<sup>698</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>699</sup>Vgl. ST-Nr. 67, 82, 219, 403.

<sup>700</sup>Vgl. ST-Nr. 47, 66.

<sup>701</sup>Vgl. ST-Nr. 149, 244, 290, 327.

<sup>702</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

<sup>703</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

richtlinie (2004/109/EG<sup>704</sup>) und der Übernahmeangebotsrichtlinie (2004/25/EG). Die unterschiedlichen Interpretationen innerhalb der Mitgliedsstaaten verunsichern Aktionäre und verhindern eine effektive Zusammenarbeit unter ihnen. Eine Harmonisierung hinsichtlich der Bedeutung des acting in concert auf europäischer Ebene wäre hierbei förderlich. Acht Stellungnehmende verlangen mehr Klarheit in diesem Bereich.<sup>705</sup>

- Aktionärsplattform: Um eine Kommunikation innerhalb der Aktionäre und dem Unternehmen zu verbessern, wäre die Entwicklung von webbasierenden Plattformen für fünf Antwortende wünschenswert. Solch ein Mechanismus ist notwendig, um ein besseres Verständnis der Aktionärsbasis und eine effektivere Interaktion auf europäischer Ebene zu erreichen.<sup>706</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Da das Konzept des acting in concert sehr schwierig ist, sollte eine einheitliche Regelung auf europäischer Ebene nicht angestrebt werden. Die momentan sehr breiten Definitionen in diesem Bereich schaffen den einzelnen Mitgliedsstaaten die notwendige Flexibilität, um Situationen individuell nach eigenem Interesse zu bestimmen. Eine Vorgabe auf europäischer Ebene würde die Staaten in ihrer Entscheidungsfreiheit einschränken und wäre kontraproduktiv. Zudem ist nicht ersichtlich, inwieweit diese Regelungen eine Zusammenarbeit der Aktionäre verhindert. Diese Ansichten führten zwei Stellungnehmende an.<sup>707</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Zukünftige Regulierungen sollten eine sorgfältigere Formulierung des acting in concert-Konzeptes inkludieren. Jedoch sei es nach Ansicht des Stellungnehmenden wichtig, die bestehenden nationalen Bestimmungen der einzelnen Mitgliedsstaaten zu analysieren, bevor weitere Maßnahmen gesetzt werden.<sup>708</sup>

## 6.10. Andere

Da die Fragestellung 17 nicht direkt eine Unterkategorie der zusammengefassten Gruppe der Anderen anspricht, wird in weiterer Folge abermals ein allgemeiner Querschnitt der Ansichten angeführt. Hierbei lag laut Statistik die allgemeine Beteiligung an der Frage bei 48% (38 von 80 ST).<sup>709</sup> Eine positive Grundstimmung ist auch hier wieder erkennbar. Mit 76% (29 ST) überwiegen die Befürworter innerhalb dieser Gruppe. 11% (vier ST) verzeichnen eine negative Einstellung zu diesem Bereich. Überraschend ist hierbei das

---

<sup>704</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>705</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 256, 258, 265, 266, 267, 269, 284.

<sup>706</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 270, 276, 278, 283.

<sup>707</sup>Vgl. ST-Nr. 285, 286.

<sup>708</sup>Vgl. ST-Nr. 277.

<sup>709</sup>Vgl. Abs. 6.11.1., S. 104, Abb. 12.

Ergebnis der neutralen Stellungnehmenden. Sie verzeichnen, im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppen, mit 13% (5 ST) einen relativ hohen Wert.<sup>710</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Acting in concert: In diesem Zusammenhang kritisierten acht Stellungnehmende die gesetzlichen Bestimmungen des acting in concert.<sup>711</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände und Staatsämter und Regulierungsbehörden verwiesen werden.
- Grenzüberschreitende Abstimmung: Fünf Stellungnehmende verlangten abermals nach Maßnahmen zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Abstimmung.<sup>712</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände und Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände.
- Mehr Transparenz bei der Anteilseigentümerschaft: Um eine Zusammenarbeit der Aktionäre effektiver zu fördern, ist es wichtig, Kenntnis über die Hauptaktionäre zu besitzen.<sup>713</sup> Zudem führt ein hoher Grad an Transparenz hinsichtlich der Anteilseigentümerschaft zu einer Steigerung der Abstimmung und des Engagements der Aktionäre.<sup>714</sup> Eine gute Corporate Governance ist nur dann möglich, wenn eine vollständige Einbindung des Aktionärs in das Unternehmen, in welchem investiert wird, gewährleistet ist. Die Offenlegung der Aktionäre ist hierbei essentiell.<sup>715</sup> Diese Argumente gaben vier Stellungnehmende an.
- Besseres Rahmenwerk für die Zusammenarbeit: In diesem Zusammenhang wären eindeutigeren Regelungen hinsichtlich der gesetzlich erlaubten Formen der Zusammenarbeit auf europäischer Ebene für drei Antwortende wünschenswert.<sup>716</sup> Ein effektiveres Rahmenwerk soll hierbei geschaffen werden, um eine Zusammenarbeit der langfristigen Investoren zu stimulieren und Kooperationen der kurzfristig orientierten Investoren offenzulegen.<sup>717</sup>
- Paketaktionäre: In der Praxis schließen Paketaktionäre oft Syndikatsverträge ab, um dadurch ihre Stimmrechte zu bündeln. Dabei handelt es sich um ein einheitliches Vorgehen der Aktionäre. Nach Auf-

---

<sup>710</sup>Vgl. Abs. 6.11.2., S. 105, Abb. 13.

<sup>711</sup>Vgl. ST-Nr. 38, 39, 112, 117, 159, 318, 337, 341.

<sup>712</sup>Vgl. ST-Nr. 79, 89, 331, 355, 374.

<sup>713</sup>Vgl. ST-Nr. 119, 385.

<sup>714</sup>Vgl. ST-Nr. 318.

<sup>715</sup>Vgl. ST-Nr. 170.

<sup>716</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 341, 344.

<sup>717</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 344.

fassung von zwei Antwortenden sollte bei Überschreiten der Kontrollschwelle, ein Pflichtangebot von Seiten dieser Aktionäre erfolgen.<sup>718</sup>

Eine Übereinstimmung innerhalb der Gegner dieser Gruppe wurde nicht identifiziert. Da es sich hierbei jedoch nicht um eine homogene Gruppierung handelt, wird ihren Ansichten eine geringere Bedeutung als den vorangegangenen Gruppen zugesprochen, weshalb auf eine gesonderte Darstellung der einzelnen Argumente verzichtet wird. Ein Verweis auf die individuellen Stellungnahmen wird an dieser Stelle als ausreichend erachtet.<sup>719</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Bevor neue Maßnahmen gesetzt werden, ist es wichtig die bestehenden Systeme in den einzelnen Mitgliedsstaaten hinsichtlich Anlegerschutz, Beteiligungstransparenz und Schutzmaßnahmen bei Beherrschungssituationen zu überprüfen.<sup>720</sup> Dabei sollte eine Analyse der gesetzlichen Situationen und Beschränkungen in den einzelnen Staaten erfolgen, wodurch es realisierbar ist einen Mangel zu identifizieren.<sup>721</sup> Diese Ansichten führten zwei Stellungnehmende an.

## **6.11. Zusammenfassung**

### **6.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 17**

Die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände führt mit 89% abermals die Statistik hinsichtlich der Anteilnahme an der Fragestellung an. Schlusslicht bilden die Gruppen Andere und Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Ihre Anteilnahme lag unter 50%. Es folgt eine kurze Darstellung des Ergebnisses.

---

<sup>718</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

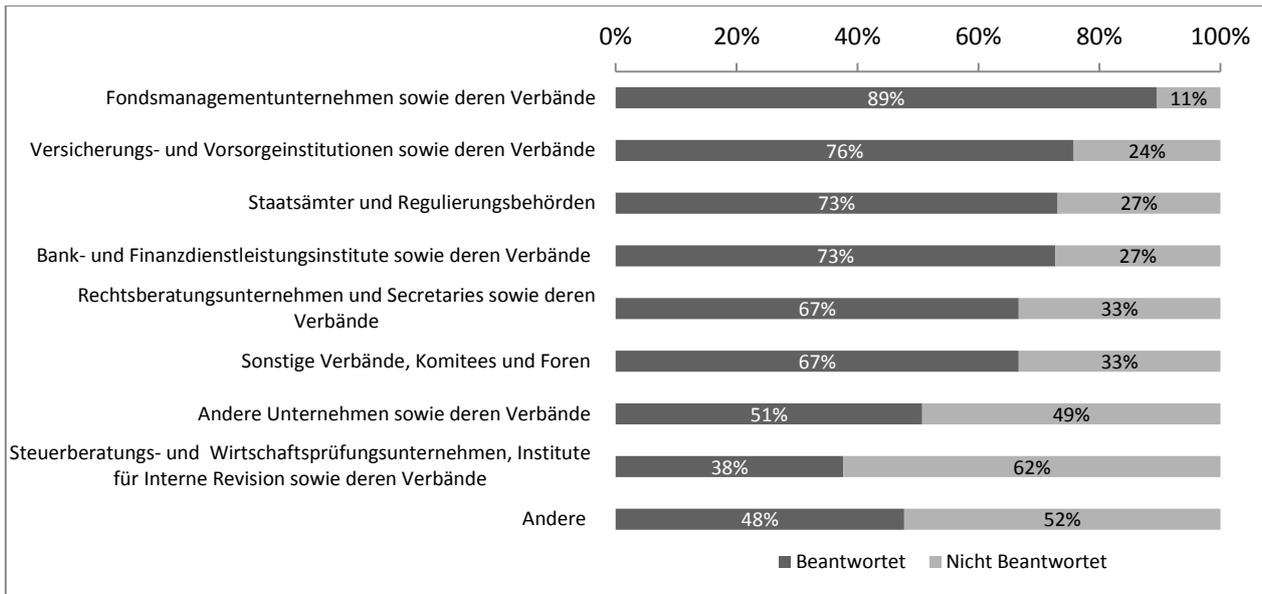
<sup>719</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 152, 200, 314.

<sup>720</sup>Vgl. ST-Nr. 250.

<sup>721</sup>Vgl. ST-Nr. 139.

## Frage 17

Abbildung 12: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 17



Quelle: Eigene Darstellung

### 6.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 17

Den Aufruf nach Maßnahmen zu einer effektiveren Zusammenarbeit zwischen den Aktionären begrüßten die Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände am stärksten. Der befürwortende Anteil innerhalb dieser Gruppen lag bei 92% bzw. 88%. Die acting in concert-Definitionen in den Richtlinien 2004/109/EG und 2004/25/EG<sup>722</sup> wurden in diesem Zusammenhang am häufigsten von Befürwortern weiterer Initiativen kritisiert. Nach Ansicht der Stellungnehmenden fehle es der Bestimmung an Aussagekraft, wodurch eine unterschiedliche Interpretation innerhalb der Mitgliedstaaten erfolgt. In weiterer Folge verursacht diese Problematik bei Investoren Unsicherheiten hinsichtlich der Rechtslage und verhindert dadurch eine effektive Zusammenarbeit dieser Akteure. Eine einheitliche und unmissverständliche Begriffsdefinition und die Entwicklung von Leitlinien zur Anwendungen der Verordnungen sollten angestrebt werden, um eine Verbesserung in diesem Bereich zu schaffen.

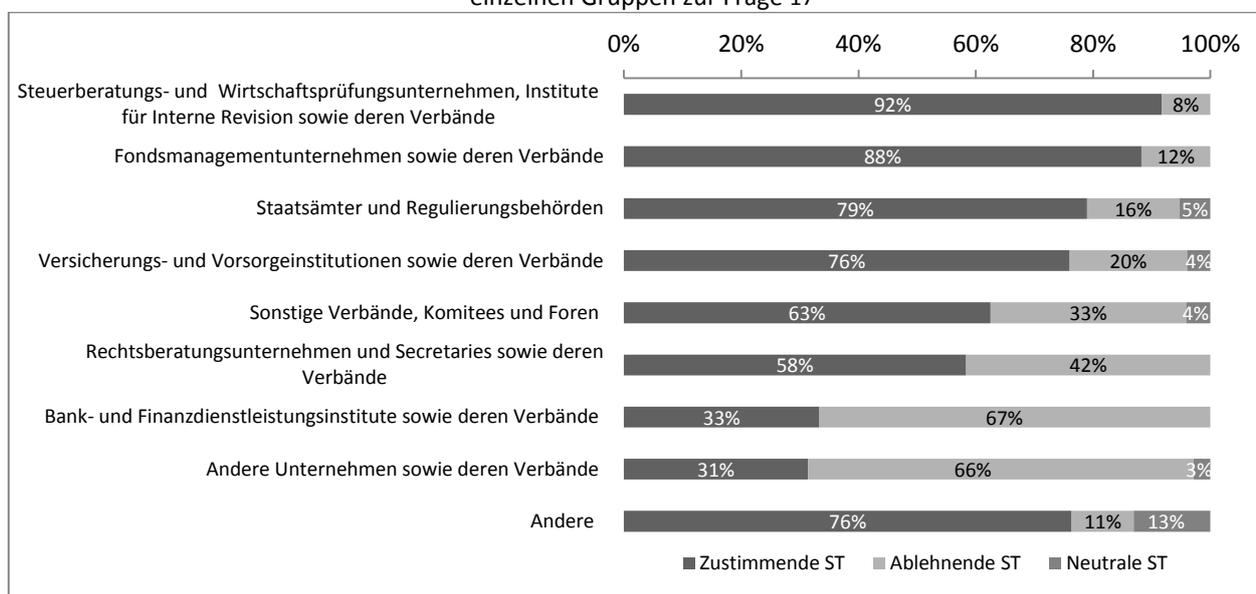
Die höchste Ablehnung zum vorliegenden Thema verzeichneten mit etwas über 66% die Gruppen Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände. Überwiegend wurde die Meinung vertreten, dass Aktionäre aus unterschiedlichen Beweggründen eine Kooperation eingehen. Diese Freiheit sollte ihnen auch weiterhin ermöglicht werden, weshalb ein Zwang zur Zusammenarbeit durch regulierende Maßnahmen nicht angestrebt werden sollte. Zudem hätten heut-

<sup>722</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

## Frage 17

zutage Aktionäre bezüglich der Kontaktaufnahme bereits eine Fülle an Möglichkeiten, weshalb sie keiner weiteren Hilfe bedürfen. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht nochmals die gewonnenen Daten aus der Auswertung.

Abbildung 13: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 17



Quelle: Eigene Darstellung

### 6.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 17

Zwar verzeichnete Großbritannien bei den zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen mit über 25% die höchsten Werte der Statistik, jedoch lieferte Belgien mit 22% den höchsten Anteil an neutralen Stellungnahmen in diesem Zusammenhang. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Zustimmung hinsichtlich weiterer Initiativen zur Förderung der Zusammenarbeit zwischen den Aktionären innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der zustimmenden Stellungnahmen (131 ST) lag an dieser Stelle fast doppelt so hoch wie jener der ablehnenden (67 ST).

Tabelle 8: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 17

Land	Zustimmende ST	Ablehnende ST	Neutrale ST
Großbritannien	35 (27%)	17 (25%)	1 (11%)
Europäische Vereinigungen	17 (13%)	8 (12%)	1 (11%)
Deutschland	6 (5%)	8 (12%)	1 (11%)
Belgien	3 (2%)	1 (2%)	2 (22%)
Rest	70 (53%)	33 (49%)	4 (45%)
<b>Summe:</b>	<b>131 (100%)</b>	<b>67 (100%)</b>	<b>9 (100%)</b>

Quelle: Eigene Darstellung



## 7. **Größere Transparenz für Berater von Stimmrechtsvertretungen (Frage 18)**

### 7.1. **Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Anleger von breit gestreuten Portfolios bedienen sich oft Beratern von Stimmrechtsvertretungen, um dadurch eine effektivere Bewertung und Abstimmung über einzelne Unternehmen durchführen zu können. Ein Problem liege nach Ansicht der Europäischen Kommission jedoch darin, dass Anleger vermehrt jene Empfehlungen blind befolgen, ohne selbstständig nochmals eine Überprüfung durchzuführen. Dieser Aspekt ist vor allem bei Abstimmungen über ausländische Unternehmen sehr ausgeprägt, wodurch die Einflussnahme der Berater in diesen Unternehmen signifikant steigt. Zudem äußerte die Europäische Kommission Bedenken hinsichtlich der angewandten Methoden der Stimmrechtsvertreter. Aufgrund der mangelnden Transparenz in diesem Bereich ist es oft unklar, inwieweit nationale Begebenheit und bewährte Corporate Governance-Praktiken in den Analysen der Berater beachtet wurden.<sup>723</sup> Aus diesen Überlegungen entstand folgende Fragestellung:

Frage 18: „Sollte in den EU-Rechtsvorschriften eine größere Transparenz der Berater für die Stimmrechtsvertretung gefordert werden, wenn es beispielsweise um ihre Analysemethoden, Interessenkonflikte und ihre Konfliktbewältigungsstrategie und/oder um die Anwendung bzw. Nichtanwendung eines Verhaltenskodexes geht? Wenn ja, wie könnte dies am Besten erreicht werden?“<sup>724</sup>

### 7.2. **Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Die Statistik verzeichnet eine Beteiligung von 76% (25 von 33 ST) innerhalb dieser Gruppe an der Frage 18.<sup>725</sup> Hierbei ist ersichtlich, dass mit 56% (14 ST) die Befürworter von Maßnahmen für Stimmrechtsvertreter überwiegen. Die restlichen Stellungnehmenden stehen dem Thema ablehnend gegenüber. Sie verzeichnen einen Wert von 44% (11 ST).<sup>726</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Steigerung der Transparenz: Überwiegend verlangen die Stellungnehmenden mehr Transparenz von Seiten der Stimmrechtsvertreter.<sup>727</sup> Dabei würden sechs Antwortende eine allgemeine Steigerung der Transparenz hinsichtlich ihrer Aktivitäten begrüßen, welches eine Erhöhung der Rechenschaftspflicht

<sup>723</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>724</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>725</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>726</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>727</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 93, 180, 192, 294, 340, 361, 366, 367, 391.

dieser Akteure mit sich führen würde.<sup>728</sup> Etwas spezifischer waren in diesem Zusammenhang die Ausführungen von vier weiteren Stellungnehmenden. Ihrer Ansicht nach ist mehr Durchsicht hinsichtlich der angewandten Methoden und Verfahren der Stimmrechtsvertreter notwendig, wobei eine Offenlegung bezüglich der Entwicklung und Umsetzung ihrer Empfehlungen für Emittenten und Aktionäre essentiell sei.<sup>729</sup> Zusätzlich wird eine Erhöhung der Transparenz im Hinblick auf Interessenkonflikte verlangt. Hierbei sollte deren Existenz und Bewältigung für andere Akteure ersichtlich bzw. nachvollziehbar sein.<sup>730</sup>

- Verhaltenskodex: Eine Möglichkeit, die Transparenz in den angesprochenen Bereichen zu erhöhen, wäre die Entwicklung eines Verhaltenskodexes für Stimmrechtsvertreter. Die Anwendung solcher Kodizes würde die Durchsicht innerhalb der Aktivitäten dieser Akteure erhöhen. Es gibt bereits einige Entwicklungen in diesem Bereich, weitere Bemühungen sollten folgen. Diese Ansichten führten drei Stellungnehmende an.<sup>731</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Förderung der best practice: Da eine Zunahme der grenzüberschreitenden Abstimmung und des Engagements innerhalb der Industrie ersichtlich ist, sollte dem Bereich der Transparenz, vor allem hinsichtlich des Auftretens von Interessenkonflikten, mehr Bedeutung zugeschrieben werden. Jedoch lehnen überwiegend die Gegner zusätzliche Regelungen ab. Vielmehr wären Selbstregulierungs-codes und industrielle Initiativen zur Förderung der best practice zielführender als detaillierte Regelungen auf europäischer Ebene. Diese Ansichten vertraten vier Stellungnehmende.<sup>732</sup>
- Stimmrechtsvertreter tragen die Verantwortung für ihre Klienten: Stimmrechtsvertreter verfügen am Kapitalmarkt über ausreichend Mittel, um ihren Klienten eine angemessene Transparenz in den angesprochenen Bereichen zu liefern.<sup>733</sup> Für die Entwicklung ihrer Analysen verwenden sie oftmals hohe Standards und gewährleisten dadurch eine ausreichende Unabhängigkeit.<sup>734</sup> Zudem sind sie ihren Klienten verpflichtet, die aufgetragenen Aufgaben bestmöglich zu erfüllen. Diese sollten in weiterer Folge von den Kunden kontinuierlich kontrolliert werden.<sup>735</sup> Aus diesen Gründen sollte es im Ermessen der Klienten liegen, bei Missständen ihre Stimmrechtsvertreter zur Rechenschaft zu ziehen. Eine zusätzliche Regulierung in diesem Bereich wäre deshalb nach Ansicht von drei Antwortenden nicht zielführend.<sup>736</sup>

---

<sup>728</sup>Vgl. ST-Nr. 192, 294, 340, 361, 366, 367.

<sup>729</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 93, 180, 391.

<sup>730</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 93, 180, 294, 367.

<sup>731</sup>Vgl. ST-Nr. 297, 340, 345.

<sup>732</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121.

<sup>733</sup>Vgl. ST-Nr. 167.

<sup>734</sup>Vgl. ST-Nr. 287.

<sup>735</sup>Vgl. ST-Nr. 191.

<sup>736</sup>Vgl. ST-Nr. 287.

### 7.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

70% (23 von 33 ST) der Bank und Finanzdienstleistungsinstitute gingen innerhalb der Konsultation auf die Frage 18 ein.<sup>737</sup> Dabei ist abermals eine positive Grundstimmung erkennbar. Mit 61% (14 ST) verzeichnen die Befürworter den höheren Wert in der Statistik. Hingegen weisen Gegner einen Wert von 39% (neun ST) auf.<sup>738</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Steigerung der Transparenz:** Die Stellungnehmenden führten spezifische Bereiche bei den Stimmrechtsvertretern an, welche einer erhöhten Durchsicht bedürfen.<sup>739</sup> Dabei wurde überwiegend nach detaillierteren Informationen hinsichtlich der Abstimmungsempfehlungen bzw. Leitlinien von Seiten der Stimmrechtsvertreter verlangt.<sup>740</sup> Oft ist die Übermittlung der Abstimmungsinstruktionen innerhalb der Investitionskette sehr ineffizient. Eine große Anzahl an Intermediaries hat dabei die Möglichkeit, die Informationen zu ihren Gunsten zu missbrauchen.<sup>741</sup> Durch eine vollständige Offenlegung der relevanten Informationen wäre eine Minderung des Problems möglich. Abermals verlangten die Befürworter mehr Transparenz hinsichtlich der angewandten Analysemethoden dieser Akteure.<sup>742</sup> Dies würde den Investoren ermöglichen, die unterschiedlichen Anwendungen in Verbindung mit den unterschiedlichen gesetzlichen Rahmenbedingungen der analysierten Unternehmen von Seiten der Stimmrechtsvertreter nachzuvollziehen.<sup>743</sup> Einen weiteren Punkt, welchen die Stellungnehmenden behandeln, betrifft das Auftreten von Interessenkonflikten bei Stimmrechtsvertretern. Deren Existenz und Maßnahmen zur Bewältigung sollten für andere Marktteilnehmer ersichtlich sein. Dieser Bereich bedürfe nach Ansicht der Stellungnehmenden weiterer Förderung.<sup>744</sup> Eine Veröffentlichung der angesprochenen Bereiche auf der Webseite der Stimmrechtsvertreter sollte nach Meinung einiger Antwortenden ebenso angestrebt werden.<sup>745</sup>
- **Code für Stimmrechtsvertreter:** Aufgrund der großen Einflussnahme der Stimmrechtsvertreter auf andere Marktteilnehmer sollten nach Ansicht von zwei Antwortenden ein grundsatzbasierender Code entwickelt werden. Dadurch wäre eine bessere Regulierung ihrer Aktivitäten möglich. Zudem würde dies die Offenlegung der im ersten Punkt angeführten Bereiche gewährleisten. Die Anwendung eines solchen Codes sollte ebenfalls für andere Marktakteure ersichtlich sein.<sup>746</sup> Die Entwicklung von best practice-Leitlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter und zur Erhöhung der Trans-

<sup>737</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>738</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>739</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 33, 181, 197, 299, 324, 351, 359, 397, 402.

<sup>740</sup>Vgl. ST-Nr. 181, 197, 324, 351, 359, 397.

<sup>741</sup>Vgl. ST-Nr. 181.

<sup>742</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 402.

<sup>743</sup>Vgl. ST-Nr. 402.

<sup>744</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 33, 197, 299, 324, 351.

<sup>745</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 351, 359.

<sup>746</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 197.

parenz hinsichtlich ihrer Aktivitäten, wäre in diesem Zusammenhang für zwei Stellungnehmende ebenfalls vorstellbar.<sup>747</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Best practice-Code: Gesetzliche Maßnahmen werden grundlegend von den Gegnern abgelehnt. Jedoch wäre alternativ die Entwicklung von best practice-Codes auf freiwilliger Basis für institutionelle Investoren vorstellbar.<sup>748</sup> Dadurch würde man nach Ansicht eines Antwortenden die Erkennung bzw. Bewältigung von Interessenkonflikten und die Selbstregulierung durch den Markt fördern.<sup>749</sup> Eine Offenlegung der Informationen auf der Webseite der Stimmrechtsvertreter wäre hierbei ebenfalls im Bereich des Möglichen.<sup>750</sup> Diese Ansichten gaben sechs Stellungnehmende wieder.
- Aufgabe des Investors: Zwar wäre eine Erhöhung der Transparenz bezüglich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter für Investoren und den Kapitalmarkt sehr vorteilhaft, jedoch ist es nicht Aufgabe der europäischen Gesetzgebung, dies zu regeln. Vielmehr liegt es im Ermessen der Investoren, einen geeigneten Stimmrechtsvertreter auszuwählen und die notwendige Einflussnahme auf ihre Vertreter auszuüben (bezüglich Offenlegung der Interessenkonflikte, Abstimmungsmethoden, etc.). Aus diesem Grund werden weitere Maßnahmen von drei Antwortenden abgelehnt.<sup>751</sup>

#### **7.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände**

84% der Stellungnehmenden (16 von 19 ST) innerhalb der Gruppe Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände lieferten Antworten zur Frage 18.<sup>752</sup> Dabei befürworteten 69% (elf ST) der Stellungnehmenden weitere Maßnahmen für Stimmrechtsvertreter. 31% (fünf ST) stehen zusätzlichen Initiativen ablehnend gegenüber.<sup>753</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Ein oft angeführter Vorschlag, betraf die Veröffentlichung von relevanten Informationen von Seiten der Stimmrechtsvertreter via Internet. In diesem Zusammenhang sollte die europäische Gesetzgebung eine Erhöhung der Transparenz bei Stimmrechtsvertretern verlangen. Dabei sollten die angewandten Methoden für die Entwicklung der Analysen und deren Implementierung von Seiten dieser Akteure offengelegt werden. Dies ermöglicht den Kunden ein besseres Verständnis des Geschäftsmodells des in Anspruch genommenen

---

<sup>747</sup>Vgl. ST-Nr. 387, 397.

<sup>748</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 185, 259, 334, 352, 398.

<sup>749</sup>Vgl. ST-Nr. 259.

<sup>750</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 334, 352, 398.

<sup>751</sup>Vgl. ST-Nr. 214, 259, 406.

<sup>752</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>753</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

Stimmrechtsvertreter. Zudem verlangen die Stellungnehmenden abermals die Offenlegung von Interessenkonflikten. Eine gesetzliche Anforderung zur Veröffentlichung dieser relevanten Informationen auf der Webseite der Stimmrechtsvertreter wäre in diesem Zusammenhang für vier Stellungnehmende vorstellbar.<sup>754</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: In diesem Zusammenhang erfolge bereits nach Ansicht der Gegner von Seiten der Stimmrechtsvertreter eine ausreichende Offenlegung der angewandten Analysemethoden und auftretenden Interessenkonflikte. Zudem ist der Umfang der Durchsicht Teil der vertraglichen Vereinbarungen, wodurch es in der Verantwortung des Investors liegt, die einzelnen Bestimmungen zu überprüfen und wenn notwendig Empfehlungen abzulehnen. Eine Intervention von Seiten der europäischen Gesetzgebung wird deshalb von allen Gegnern nicht als notwendig erachtet.<sup>755</sup> Diese Ansichten führten fünf Stellungnehmende an.

## **7.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Die Beteiligung an der Frage 18 war innerhalb dieser Gruppe im Vergleich zu den Vorangegangenen mit 44% (14 von 32 ST) sehr gering.<sup>756</sup> Jedoch setzt sich der positive Trend innerhalb der Stellungnehmenden fort. Mit 93% (elf ST) verzeichnen die Befürworter eine überwiegende Mehrheit innerhalb der Statistik. Lediglich ein Stellungnehmender (7%) ist den Gegnern zuzuordnen.<sup>757</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht einiger Stellungnehmender sei die Bedeutung und Einflussnahme dieser Akteure im Wirtschaftsraum in den letzten Jahren gestiegen. Da der Bereich der Stimmrechtsvertreter sehr komplex ist, sollte ihm mehr Beachtung geschenkt werden.<sup>758</sup> Um die notwendige Transparenz bei den Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter zu steigern, sollte über die Einführung eines Verhaltenskodex für diese Akteure auf europäischer Ebene nachgedacht werden.<sup>759</sup> Mehr Durchsicht erhält man am effektivsten durch Verhaltensänderungen, welche zusätzliche Standards und die Kodifizierung der best practice anfordern.<sup>760</sup> Zudem unterliegen andere Akteure am Kapitalmarkt ebenfalls einzelnen Verhaltenskodizes (Stewardship-Code für

---

<sup>754</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 94, 303, 338.

<sup>755</sup>Vgl. ST-Nr. 113, 118, 156, 395, 396.

<sup>756</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>757</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>758</sup>Vgl. ST-Nr. 92.

<sup>759</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 92, 115, 124.

<sup>760</sup>Vgl. ST-Nr. 92.

Investoren, Corporate Governance-Kodex für Unternehmen), weshalb diese auch für Stimmrechtsvertreter vorstellbar wären.<sup>761</sup> Diese Ansichten führten vier Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der ablehnenden Stellungnahme angeführt: Da die Fragestellung eher auf die Governance der institutionellen Investoren abzielt als auf die Corporate Governance im Allgemeinen erscheinen dem einzigen Gegners weitere Maßnahmen nicht notwendig zu sein.<sup>762</sup>

## 7.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Der Anteil der Stellungnehmenden die im Zuge der Konsultation auf die Frage 18 einging, lag bei 72% (13 von 18 ST).<sup>763</sup> Die Mehrheit sieht abermals einen Handlungsbedarf hinsichtlich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter als notwendig an. Ihr Wert liegt bei 77% (zehn ST). Drei Stellungnehmende (23%) stehen jedoch dem Vorhaben der Europäischen Kommission ablehnend gegenüber.<sup>764</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Verhaltenskodex für Stimmrechtsvertreter: Ein Problem in diesem Zusammenhang sei nach Ansicht einiger Stellungnehmender die blinde Befolgung der Abstimmungsempfehlungen der Stimmrechtsvertreter von Seiten ihrer Klienten. Nationale Gesetzgebungen finden in den einzelnen Analysen nicht ausreichend Berücksichtigung. Die Konsequenz daraus ist, dass Empfehlungen auf unvollständigen Informationsgrundlagen basieren. Eine ausreichende Überprüfung der einzelnen Empfehlungen ist institutionellen Investoren mit hohen diversifizierten Portfolios aufgrund des zeitlichen Aufwandes oft nicht möglich. Zudem sind diese Dienstleistungsanbieter innerhalb der Europäischen Union nicht weit verbreitet, wodurch einige wenige Anbieter eine monopolistische Stellung am Markt einnehmen.<sup>765</sup> Aus diesen Gründen ist es notwendig, die Aktivitäten dieser Akteure auf europäischer und nationaler Ebene besser zu koordinieren.<sup>766</sup> Die Entwicklung von Verhaltenskodizes wäre in diesem Zusammenhang sehr hilfreich. Die positive Konsequenz wäre eine Erhöhung der Transparenz bezüglich der Aktivitäten, angewandten Methoden und auftretenden Interessenkonflikten der Stimmrechtsvertreter.<sup>767</sup> Vier Stellungnehmende vertraten diese Ansichten.
- Mehr Aufklärung über die Abstimmungsmethoden bzw. Leitlinien: Fünf Stellungnehmende führten den Bedarf nach zusätzlichen Informationen bezüglich der Abstimmungsmethoden und Leitlinien der Stimm-

---

<sup>761</sup>Vgl. ST-Nr. 115.

<sup>762</sup>Vgl. ST-Nr. 369.

<sup>763</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>764</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>765</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 109.

<sup>766</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>767</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 107, 360.

rechtsvertreter an.<sup>768</sup> Dies würde zur Steigerung der Transparenz bezüglich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter beitragen. Zudem erleichtere dies den Unternehmen die Implementierung von Maßnahmen und ermöglicht eine Angleichung der Interessen mit ihren Investoren.<sup>769</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Inwieweit regulierende Maßnahmen auf europäischer Ebene für international tätige Stimmrechtsvertreter anwendbar sein können, bleibt zwei Stellungnehmenden weiterhin unklar. Eine Abwanderung des Geschäftsmodells in weniger regulierende Märkte könnte die Konsequenz sein, weshalb weitere Maßnahmen abgelehnt werden.<sup>770</sup>

## 7.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Im Vergleich zu den vorangegangenen Fragestellungen ist innerhalb der Gruppe der anderen Unternehmen eine kontinuierliche Steigerung der Beteiligung erkennbar. 68% (47 von 69 ST) der Stellungnehmenden beteiligten sich an der Beantwortung der Frage 18.<sup>771</sup> Die Befürworter sind mit 58% (27 ST) abermals in der Mehrheit. Die Gegner verzeichnen einen Wert von 38% (18 ST). Zwei Stellungnehmende (4%) führen neutrale Ansichten an.<sup>772</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Steigerung der Transparenz: Überwiegend verlangten die Antwortenden eine Steigerung der Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter.<sup>773</sup> Die Offenlegung der angewandten Analysemethoden und auftretender Interessenkonflikte wurde in diesem Zusammenhang des Öfteren angeführt. Diese Schritte sind notwendig, um Disziplinen für eine Berufsgruppe zu schaffen, die einen großen Einfluss auf das europäische Wirtschaftsleben hat.<sup>774</sup> Zudem wurde abermals von Seiten der Stimmrechtsvertreter verlangt, ihre Abstimmungsverfahren innerhalb der Generalversammlung effizienter nach außen zu kommunizieren. Dies ermöglicht den Aktionären, die Vollständigkeit des Abstimmungs-systems zu überprüfen und das Vertrauen auf die erhaltene Dienstleistung zu steigern.<sup>775</sup> Durch eine Steigerung der Transparenz in den angeführten Punkten ist es den Emittenten möglich, effektiver und angemessener auf den Informationsbedarf der Aktionäre zu reagieren.<sup>776</sup> Das Verfassen einer entspre-

---

<sup>768</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 128, 130, 155, 308.

<sup>769</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

<sup>770</sup>Vgl. ST-Nr. 316, 376.

<sup>771</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>772</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>773</sup>Vgl. ST-Nr. 49, 101, 178, 189, 231, 234, 247, 296, 325, 335, 368, 390.

<sup>774</sup>Vgl. ST-Nr. 178.

<sup>775</sup>Vgl. ST-Nr. 296.

<sup>776</sup>Vgl. ST-Nr. 189, 368.

chenden Richtlinie, die eine einheitliche Anwendung sicherstellt, wäre für einige Stellungnehmenden hierbei vorstellbar.<sup>777</sup> Diese Ansichten führten 12 Stellungnehmende an.

- Code für Stimmrechtsvertreter: Um die Handlungsweisen der Stimmrechtsvertreter besser zu koordinieren, wäre die Einführung eines Codes für diese Akteure für sechs Antwortende denkbar. Dadurch würde man die Transparenz ihrer Aktivitäten steigern und eine Offenlegung von Interessenkonflikten fördern.<sup>778</sup> Zusätzlich sollten Investoren, die ihre Stimmrechte an Dritte delegieren, dies offenlegen.<sup>779</sup>
- Jährlicher Bericht: Die angewandten Analysemethoden und weitere relevante Informationen, die in der Fragestellung angeführt wurden, sollten durch Stimmrechtsvertreter in einem jährlichen Bericht veröffentlicht werden. Die Unterzeichnung einer Unabhängigkeitserklärung durch diese Akteure, wonach sie keinem Interessenkonflikt unterliegen, wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls verlangt. Diese Ansichten führten drei Stellungnehmende an.<sup>780</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Getrennte Behandlung: Einige Stellungnehmende sehen zwar die aufgezeigten Probleme des Grünbuchs im Zusammenhang mit den Stimmrechtsvertretern ein und befürworten mehr Verbesserungen in diesem Bereich, jedoch Ziele dieser Themenbereich nicht direkt auf die Corporate Governance der gelisteten Unternehmen ab, weshalb eine getrennte Behandlung erfolgen sollte. Eine isolierte Betrachtung außerhalb des Grünbuchs sollte angestrebt werden, um dem Thema die notwendige Aufmerksamkeit zu schenken. Interessant ist hierbei, dass sieben Stellungnehmende exakt dieselben Argumente anführten. Zudem handelt es sich bei den Stellungnehmenden um fünf gelistete schwedische Unternehmen, die schwedische Vereinigung der gelisteten Unternehmen und das Bündnis des schwedischen Unternehmertums. Da in diesem Zusammenhang die Annahme getroffen wird, dass die fünf gelisteten Unternehmen Mitglieder der angeführten Vereinigung und/oder des Bündnisses sind, ist es naheliegend, dass die Ausführungen von einen der beiden letztgenannten Stellungnehmenden als Vorbild für die restlichen diene.<sup>781</sup>
- Transparenz-Code: Eine Zusammenarbeit mit Stimmrechtsvertretern ist für Unternehmen und Emittenten oft mit Schwierigkeiten verbunden. Diese Berufsgruppe besitzt oftmals eigene Standards, welche spezifischer als die bestehenden Corporate Governance-Regeln sind. Eine Möglichkeit, die notwendige Transparenz innerhalb ihrer Aktivitäten zu erhöhen ohne zusätzlich schwerfällige Regulierungen einzu-

---

<sup>777</sup>Vgl. ST-Nr. 178, 189, 231.

<sup>778</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 85, 207, 232, 215, 307.

<sup>779</sup>Vgl. ST-Nr. 85, 215, 307.

<sup>780</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 20, 99.

<sup>781</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

führen, wäre die Erweiterung des UK Stewardship-Codes um einen Transparenz-Code für Stimmrechtsvertreter. Diese Ansichten vertraten zwei Antwortende.<sup>782</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Beide Stellungnehmenden verlangen in diesem Bereich mehr Untersuchungen, um die notwendige Transparenz in den Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter zu identifizieren. Zudem soll die Zufriedenheit der momentanen Regelungen in diesem Bereich überprüft werden, um die Setzung weiterer Maßnahmen zu legitimieren.<sup>783</sup>

## **7.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren**

64% (23 von 36 ST) der Stellungnehmenden lieferten im Zuge der Konsultation ihre Ansichten bezüglich der Notwendigkeit von Maßnahmen für Stimmrechtsvertreter.<sup>784</sup> Dabei überwiegen die Befürworter mit 70% (16 ST) innerhalb der Gruppe der Sonstigen Verbände, Komitees und Foren. Das restliche Drittel ist den Gegnern zuzuschreiben (30% bzw. sieben ST).<sup>785</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Abermals wurde eine Steigerung der Transparenz bei Stimmrechtsvertretern von elf Stellungnehmenden verlangt.<sup>786</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Da Stimmrechtsvertreter einen signifikanten Einfluss auf das Abstimmungsverhalten der institutionellen Investoren haben, ist es notwendig, einen besseren Einblick hinsichtlich der angewandten Leitlinien und Konfliktbewältigungsstrategien zu schaffen. Der UK Stewardship-Code wurde in diesem Zusammenhang von zwei Antwortenden als effizientes, nichtbindendes Rahmenwerk genannt. Jedoch sei es nach Auffassung der Stellungnehmenden wichtig, den Akteuren keine weiteren Beschränkungen und Belastungen in diesem

---

<sup>782</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>783</sup>Vgl. ST-Nr. 249, 330.

<sup>784</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>785</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>786</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 11, 12, 18, 66, 82, 149, 219, 237, 244, 348.

Bereich aufzuerlegen.<sup>787</sup> Zudem würden die Kosten den Nutzen solcher Maßnahmen übersteigen, weshalb weitere Initiativen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>788</sup>

## 7.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

18 der 32 Stellungnehmenden (69%) gingen in dieser Gruppe auf die vorliegende Fragestellung ein.<sup>789</sup> Mit 55% (zehn ST) ist die Mehrheit den Befürwortern zuzuschreiben. Lediglich drei Stellungnehmende (17%) sprechen sich gegen Initiativen für Stimmrechtsvertreter aus. Überraschend ist in diesem Zusammenhang der Wert der neutralen Stellungnehmenden. Im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppen, verzeichnen sie innerhalb der Staatsämter und Regierungsbehörden mit 28% (fünf ST) den höchsten Wert.<sup>790</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Gesetzliche Offenlegungspflicht: Die angesprochenen Transparenzanforderungen von Seiten der Europäischen Kommission für Stimmrechtsvertreter sehen einige Stellungnehmende als sinnvoll an. Eine gesetzliche Offenlegung der analytischen Methoden und der auftretenden Interessenkonflikte bei Stimmrechtsvertretern würden vier Antwortende in diesem Zusammenhang begrüßen.<sup>791</sup> Dies würde die Transparenz der Aktivitäten dieser Akteure erhöhen und die Position der Investoren stärken.<sup>792</sup> Ein besseres Verständnis der Qualität und Vergleichbarkeit der angebotenen Dienstleistungen dieser Vertreter wäre eine positive Konsequenz dieser Maßnahmen.<sup>793</sup>
- Steigerung der Transparenz: Eine allgemeine Steigerung der Transparenz hinsichtlich der angewandten Methoden, Analysen, Interessenkonflikten und Konfliktbewältigungsstrategien der Stimmrechtsvertreter verlangten abermals drei Stellungnehmende.<sup>794</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Zwar wäre es wünschenswert, wenn Stimmrechtsberater in den angesprochenen Bereichen transparenter wären, jedoch liege es nach Ansicht von zwei Antwortenden im Ermessen der Investoren, dies zu beanstanden. Sie tragen die Verantwortung, angemessene Vertreter auszuwählen und über die angewandten Abstimmungsmethoden und Beratungen zu urteilen. Maßnahmen zur Sicherstellung, dass ihre Stimmrechts-

---

<sup>787</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>788</sup>Vgl. ST-Nr. 67.

<sup>789</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>790</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>791</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 258, 269, 278.

<sup>792</sup>Vgl. ST-Nr. 269.

<sup>793</sup>Vgl. ST-Nr. 258.

<sup>794</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 265, 267.

vertreter die Abstimmung tätigen, sollten von Seiten der Investoren erfolgen. Deshalb werden weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene abgelehnt.<sup>795</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Zwar befürworten die Stellungnehmenden eine Erhöhung der Transparenz bei Stimmrechtsvertretern,<sup>796</sup> jedoch sind weitere Untersuchungen notwendig, um angemessene Methoden zu entwickeln und jene Bereiche zu identifizieren, in welchen Maßnahmen notwendig sind.<sup>797</sup> Zudem sollte eine gesamteuropäische Bestandsaufnahme und Analyse des Marktes für Stimmrechtsberater durchgeführt werden, um eine fundierte Basis für zukünftige Entscheidungen zu schaffen.<sup>798</sup>

## 7.10. Andere

Etwas mehr als die Hälfte der Stellungnehmenden beteiligten sich in diesem Zusammenhang an der Frage 18 (39 von 74 ST).<sup>799</sup> Jedoch sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass im nachfolgenden Abschnitt eine gesonderte Darstellung der Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter erfolgen soll. Dadurch ist eine genauere Untersuchung der Ansichten zum vorliegenden Thema innerhalb der einzelnen Gruppen möglich. Nach Auswertung der Stellungnahmen war auch innerhalb der Gruppe der Anderen eine überwiegende Zustimmung bezüglich weiterer Maßnahmen für Stimmrechtsvertreter erkennbar. 64% Befürwortern (25 ST) stehen in diesem Zusammenhang 36% Gegnern (14 ST) gegenüber.<sup>800</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Aufgrund der zunehmenden Bedeutung der Stimmrechtsvertreter am Kapitalmarkt und der wachsenden Einflussnahme dieser Akteure auf das Abstimmungsverhalten der institutionellen Investoren,<sup>801</sup> verlangte auch an dieser Stelle ein überwiegender Teil der Antwortenden eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich ihrer Aktivitäten.<sup>802</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Andere Unternehmen sowie deren Verbände.

---

<sup>795</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 277.

<sup>796</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 272, 276, 284, 285.

<sup>797</sup>Vgl. ST-Nr. 272.

<sup>798</sup>Vgl. ST-Nr. 276.

<sup>799</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>800</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

<sup>801</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 355, 386.

<sup>802</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 3, 27, 38, 111, 114, 117, 239, 250, 252, 344, 355, 363, 371.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Aufgabe der Investoren: Nach Ansicht von drei Stellungnehmenden liege es im Ermessen der institutionellen Investoren, ihre in Anspruch genommenen Stimmrechtsvertreter ausreichend zu kontrollieren und die Qualität der Dienstleistungen angemessen zu bewerten.<sup>803</sup> Eine Übertragung der treuhänderischen Aufgaben der Investoren dürfe in diesem Zusammenhang nicht auf Gesetzgeber erfolgen.<sup>804</sup>
- Verhaltenskodex: Als Alternative zu strikten Regulierungen können sich vier Stellungnehmende die Entwicklung von Verhaltenskodizes für Stimmrechtsvertreter vorstellen.<sup>805</sup> Dies trage ihrer Ansicht nach zu einer effektiveren Offenlegung der angewandten Methoden und Interessenkonflikte von Seiten dieser Akteure bei und erhöhe im Allgemeinen die Transparenz hinsichtlich ihrer Aktivitäten.<sup>806</sup> Vorstellbar wäre in diesem Zusammenhang eine Berichterstattung durch Stimmrechtsvertreter auf einer comply or explain Basis.<sup>807</sup> Zusätzlich wäre die Entwicklung von gemeinschaftlichen Grundsätzen auf europäischer Ebene hilfreich, um eine gleiche Ausgangslage für Mitgliedstaaten zu schaffen.<sup>808</sup>

### 7.10.1. Stimmrechtsvertreter

Da die Fragestellung direkt die Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter anspricht, erfolgt nun eine gesonderte Darstellung ihrer Ansichten innerhalb der zusammengefassten Gruppe der Anderen. In Summe beinhaltet die Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter sechs Stellungnehmende, von denen alle die Frage 18 beantworteten.<sup>809</sup> Interessant ist hierbei, dass mit fünf Befürwortern (83%) und einem neutral Stellungnehmenden (17%), keine Gegner innerhalb der Gruppe vorzufinden waren.<sup>810</sup> Ein gegenteiliges Ergebnis war eher zu erwarten gewesen.

Da alle fünf Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Regulierung notwendig, um Interessenkonflikte zu minimieren: Die offerierten Dienstleistungen des Antwortenden liegen darin, institutionelle Investoren mit Analysen und Empfehlungen zu versorgen, um ihre Entscheidungsfindung zu optimieren. Das Anbieten der Abstimmung über eine webbasierte Plattform bietet er seinen Klienten ebenfalls an. Jedoch ist eine blinde Befolgung der Empfehlungen von Seiten seiner Klientel nicht ersichtlich, da sie auch die Möglichkeit besitzen die Empfehlungen nach ihren

---

<sup>803</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 161, 171.

<sup>804</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 161.

<sup>805</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 170, 217, 349.

<sup>806</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 170, 217.

<sup>807</sup>Vgl. ST-Nr. 349.

<sup>808</sup>Vgl. ST-Nr. 139.

<sup>809</sup>Vgl. Abs. 7.11.1., S. 121, Abb. 14.

<sup>810</sup>Vgl. Abs. 7.11.2., S. 122, Abb. 15.

Bedürfnissen zu modifizieren. Zur Überprüfung präsentieren sie der breiten Öffentlichkeit einen zusammengefassten Bericht über die behandelten Governance-Bereiche. Jedoch erfolgt die vollständige Offenlegung der angewandten Methoden und Leitlinien nur für zahlende Kunden, welche dafür die Kosten und Vorteile tragen. Dieser Bereich sollte der allgemeinen Öffentlichkeit nicht zugänglich sein. Zudem sollte der Endverbraucher über die Qualität der Analysen selbst entscheiden. Hinsichtlich einer effektiven Eindämmen von Interessenkonflikten, sollte die Europäische Kommission jedoch Regulierungen einführen. Anbieter von Stimmrechtsvertretungen sollten zu stabilen und spezifischen Offenlegungen ihrer Interessenkonflikte aufgefordert werden. Konfliktbewältigungsstrategien und die Anwendung von Verhaltenskodizes sollten ebenfalls den anderen Marktakteuren mitgeteilt werden.<sup>811</sup>

- Regulierung in Form einer Richtlinie: Die vorgeschlagenen Schritte der Europäischen Kommission tragen dazu bei, eine fachmännische Disziplin in diesem Berufsfeld zu schaffen. Da der Einfluss der Stimmrechtsvertreter im europäischen Wirtschaftsleben unumstritten ist, könnte eine Regulierung in Form einer Richtlinie erfolgen. Die Anforderung nach mehr Transparenz und Offenlegung der relevanten Informationen würde die Schaffung von Qualitätsstandards und die effektive Bewältigung von Interessenkonflikten ermöglichen.<sup>812</sup>
- Registrierungsstrukturen für Stimmrechtsvertreter: Stimmrechtsvertretungsunternehmen bieten institutionellen Investoren notwendige und vorteilhafte Dienstleistungen an, jedoch nimmt ihre Einflussnahme stetig an, weshalb auf europäischer Ebene Stimmrechtsvertreter Regulierungen unterliegen sollten. Eine Möglichkeit wäre nach Ansicht des Stellungnehmenden die Registrierung oder Lizenzierung dieser Berufsgruppe, um dadurch angemessene Standards für das Verhalten und das Managen von Interessenkonflikten festzusetzen.<sup>813</sup>
- Festsetzung von Transparenzstandards: Der Stellungnehmende führt abermals den signifikanten Einfluss dieser Berufsgruppe auf das Abstimmungsverhalten der Investoren und das Ergebnis der Generalversammlung an. Aus welchem Grund seiner Ansicht nach die Entwicklung von Transparenzstandards für Stimmrechtsvertreter notwendig erscheinen. Folgende Informationen sollten zumindest angeführt werden: 1. Abstimmungsleitlinien; 2. Konfliktbewältigungsstrategien; 3. Stewardship-Methoden; 4. Überwachungsmethoden; 5. Offenlegung der Abstimmungsaktivitäten. In diesem Zusammenhang wäre die Einführung eines europaweiten Verhaltenskodexes für diese Akteure vorstellbar, um die notwendige Transparenz sicherzustellen.<sup>814</sup>
- Transparente Politik und Methodik: Im Allgemeinen sollten Beratungsunternehmen eine transparente Politik verfolgen. Dabei ist eine Durchsicht innerhalb ihrer angewandten Methoden essenziell. Da Stimm-

---

<sup>811</sup>Vgl. ST-Nr. 112.

<sup>812</sup>Vgl. ST-Nr. 119.

<sup>813</sup>Vgl. ST-Nr. 318.

<sup>814</sup>Vgl. ST-Nr. 331.

rechtsvertreter diesen Bereich nicht einheitlich gestalten, wäre es hilfreich, Informationen über die Bewältigung ihrer Interessenkonflikte zu erhalten. Vorstellbar wäre für den Stellungnehmenden eine regelmäßige Berichterstattung an den Klienten.<sup>815</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden sei in den letzten Jahren eine gewisse Feindseligkeit von Seiten der Emittenten und Beratergesellschaften gegenüber den Stimmrechtsvertretern erkennbar. Seiner Ansicht nach sei es vorab wichtig, das Problem genau zu definieren. Momentan herrscht ein Mangel bezüglich einer einheitlichen Definition dieser Berufsgruppe. Des Weiteren ist es unklar, welche genauen Schwierigkeiten die einzelnen Parteien mit den Stimmrechtsvertretern haben (im Konkreten, welche Schritte eingeleitet wurden und warum diese versagten). Weshalb Regulierungen/Richtlinien auf europäischer Ebene zielführender als Marktpraktiken sind, bleibt ebenfalls ungeklärt. Im Weiteren ist wichtig zu untersuchen, inwieweit ihr Einfluss auf das Ergebnis der Generalversammlung tatsächlich ist. Eine one size fits all-Lösung sollte in diesem Zusammenhang nicht angestrebt werden, da Unternehmen einzigartig sind und auf ihre individuellen Bedürfnisse Rücksicht genommen werden sollte. Eine zu hohe Transparenz wäre ebenfalls nicht vorteilhaft, da sie zwar die Probleme klarer aufzeigen, jedoch diese nicht lösen. Die Entstehung neuer Schwierigkeiten könnte die Konsequenz sein. Bevor weitere Maßnahmen gesetzt werden, sollten diese Bereiche geklärt werden.<sup>816</sup>

## **7.11. Zusammenfassung**

### **7.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 18**

Ein interessantes Ergebnis lieferte hierbei die Unterkategorie Stimmrechtsvertreter. Alle Mitglieder dieser Gruppe beteiligten sich an der Beantwortung der vorliegenden Fragestellung. Des Weiteren ist anhand der Statistik eine relativ hohe Beteiligung innerhalb der restlichen Gruppen ersichtlich. Lediglich die Gruppen der Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände verzeichnete einen Wert von unter 50% auf. Die Beteiligung lag hier bei 44%.

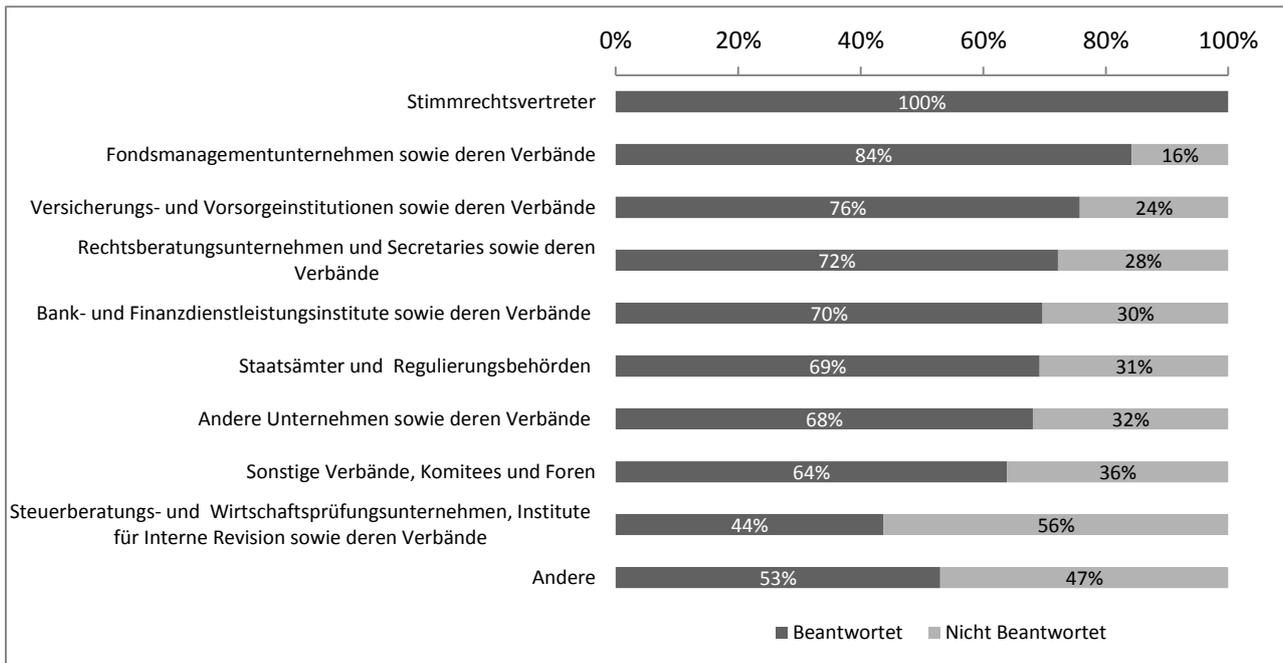
---

<sup>815</sup>Vgl. ST-Nr. 374.

<sup>816</sup>Vgl. ST-Nr. 172.

## Frage 18

Abbildung 14: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 18



Quelle: Eigene Darstellung

### 7.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur

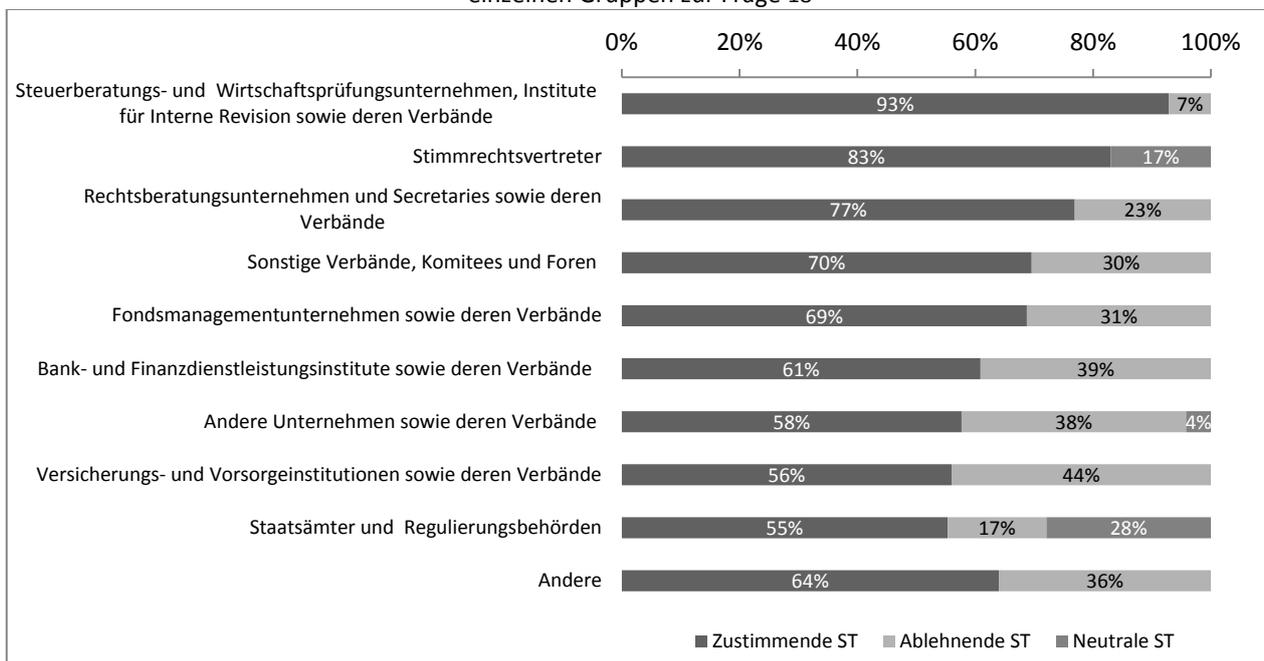
#### Frage 18

Auffällig hierbei ist, dass der Anteil der Befürworter hinsichtlich zusätzlicher Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz von Stimmrechtsvertretern in allen Gruppen relativ hoch war. Laut Statistik lagen alle Werte über 50%. Mit 93% lieferte in diesem Zusammenhang die Gruppe der Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände den höchsten befürwortenden Anteil der Statistik. Ein überraschendes Ergebnis ergab jedoch die Auswertung der Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter. Die Europäische Kommission beabsichtigt zusätzlich regulierende Maßnahmen für diese Akteure einzuführen. Angesichts dieser Tatsache würden trotzdem 83% der Antwortenden dieser Unterkategorie solche Initiativen begrüßen. Überwiegend verlangten die Befürworter eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter. Konkret sollte eine effektivere Offenlegung der angewandten Methoden und Verfahren zur Erstellung von Abstimmungsempfehlungen angestrebt werden. Dadurch wäre es nach Ansicht der Antwortenden möglich, die Einbindung von nationalen Begebenheiten in den Empfehlungen sicherzustellen. In diesem Zusammenhang wurde häufig die Entwicklung eines Verhaltenskodex für Stimmrechtsvertreter vorgeschlagen, der die angesprochene notwendige Transparenz schaffen könnte.

## Frage 18

Der höchste Anteil an Gegnern fand sich in der Gruppe Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände wieder. Ihr Wert lag bei 44%. Die Anteile der restlichen Gruppen lagen hingegen unter 40%. Lediglich die Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter verzeichnete keinen Gegner. Die häufigste Argumentation bestand darin, dass es im Ermessen der Investoren liege, geeignete Stimmrechtsvertreter auszuwählen und die notwendige Einflussnahme hinsichtlich Offenlegung der relevanten Informationen auszuüben. Zudem tragen sie die Verantwortung, die einzelnen Abstimmungsempfehlungen ausreichend zu überprüfen und, wenn notwendig, Maßnahmen zu setzen. Anhand der Grafik wird das Endergebnis der Auswertung der Frage 18 nochmals veranschaulicht.

Abbildung 15: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 18



Quelle: Eigene Darstellung

### 7.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 18

Anhand der Tabelle ist ersichtlich, dass Großbritannien die Statistik der zustimmenden Stellungnahmen mit einem Wert von 30% anführt. Ein interessantes Ergebnis ergab in diesem Zusammenhang die Auswertung der ablehnenden Stellungnahmen. Erstmals führt Schweden mit 30% die Statistik an. Innerhalb der neutralen Stellungnahmen verzeichneten Großbritannien und Österreich mit jeweils 25% die höchsten Anteile. Zwar ist eine überwiegende Zustimmung (145 ST) hinsichtlich weiterer Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz bei den Aktivitäten der Berater von Stimmrechtsvertretungen innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar, jedoch bildete Schweden an dieser Stelle eine Ausnahme. Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass Schweden als einziges Land dem Bestreben der Europäischen Kommission mit absoluter Mehrheit (17 ST) ablehnend gegenüberstand. Zum einen argumentierten sie ihre

## Frage 18

Haltung damit, dass der Bereich der Stimmrechtsvertreter nicht Bestandteil der Corporate Governance der gelisteten Unternehmen sei, weshalb eine gesonderte Behandlung außerhalb des Grünbuchs erfolgen sollte. Zum anderen wäre eine Selbstregulierung durch den Markt an dieser Stelle effektiver als starre Regulierungen.

Tabelle 9: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 18

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>39 (27%)</b>	15 (21%)	<b>2 (25%)</b>
Europäische Vereinigungen	16 (11%)	9 (13%)	X
Deutschland	15 (10%)	3 (4%)	1 (12,5%)
Schweden	1 (1%)	<b>17 (24%)</b>	1 (12,5%)
Österreich	6 (4%)	1 (2%)	<b>2 (25%)</b>
Rest	68 (47%)	26 (36%)	2 (25%)
<b>Summe:</b>	<b>145 (100%)</b>	71 (100%)	8 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung



## 8. *Beschränkung der Aktivitäten von Beratern von Stimmrechtsvertretungen (Frage 19)*

### 8.1. **Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Weitere Bedenken, welche die Europäische Kommission in ihrem Grünbuch hinsichtlich der Stimmrechtsvertreter zum Ausdruck bringt, beziehen sich auf die Entstehung von Interessenkonflikten bei ihren Handlungen. Ihrer Ansicht nach verursacht eine zusätzliche Beratung für jene Unternehmen, in welche investiert wird, solche Schwierigkeiten, weshalb über eine Beschränkung des Anbietens von Consulting-Dienstleistungen für diese Berater nachgedacht werden sollte<sup>817</sup>. Aus diesen Beweggründen wurde folgende Fragestellung verfasst:

Frage 19: „Sind Ihrer Auffassung nach weitere (Legislativ-)Maßnahmen erforderlich, z. B. Einschränkungen der Möglichkeit für die Berater, Consulting-Dienstleistungen für Unternehmen, in die investiert werden soll, zu erbringen?“<sup>818</sup>

### 8.2. **Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Die zweite Frage, welche sich mit den Stimmrechtsvertretern beschäftigt, wurde innerhalb der angeführten Gruppe von 79% (26 von 33 ST) der Stellungnehmenden beantwortet.<sup>819</sup> Jedoch ist zu Beginn gleich eine ablehnende Grundhaltung erkennbar. Mit 58% (15 ST) werden überwiegend weitere Maßnahmen in diesem Zusammenhang abgelehnt. Die restlichen 42% (elf ST) stehen weiteren Initiativen von Seiten der Europäischen Kommission positiv gegenüber.<sup>820</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Offenlegung von Interessenkonflikten:** Die momentanen Kriterien der Empfehlungen liefern keine ausreichende Transparenz für dieser Berufsgruppe.<sup>821</sup> Um dem Problem entgegenzuwirken, unterstützen vier Stellungnehmende die vollständige Offenlegung der Interessenkonflikte von Seiten der Stimmrechtsvertreter.<sup>822</sup> Zudem sollten sie idealerweise innerhalb der Beziehungen zu den Aktionären und den Unternehmen ein hohes Maß an Vorsicht und Sorgfalt an den Tag legen.<sup>823</sup>
- **Beschränkung des Anbietens von Beratungsdienstleistungen:** Einige Stellungnehmende stimmen der Europäischen Kommission zu, dass Stimmrechtsvertreter beim Anbieten von Beratungsdienstleistungen

<sup>817</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 17.

<sup>818</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>819</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>820</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>821</sup>Vgl. ST-Nr. 93.

<sup>822</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 93, 192, 297, 367.

<sup>823</sup>Vgl. ST-Nr. 42.

für jene Unternehmen, in welche investiert wird, Interessenkonflikten unterliegen.<sup>824</sup> Die gleichzeitige Beratung von institutionellen Investoren und den Unternehmen, in das investiert wird, erhöht das Konfliktpotenzial, welches durch eine angemessene Regulierung unterbunden oder zumindest gezügelt werden sollte.<sup>825</sup> Die Offenlegung des Anbietens solcher Dienstleistungen sollte von Seiten dieser Akteure verlangt werden.<sup>826</sup> Eine Beschränkung in diesem Bereich hätte einen positiven Effekt auf die Integrität der Stimmrechtsvertreter.<sup>827</sup> Fünf Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- **Selbstregulierung:** Vier Stellungnehmende teilen zwar die Meinung der Europäischen Kommission im Hinblick auf eine Erhöhung der Transparenz aufgrund von Interessenkonflikten. Jedoch werden detaillierte Regelungen auf europäischer Ebene kategorisch abgelehnt. Eine ihrer Ansicht nach effizientere Lösung wären die Entwicklung von Selbstregulierungs-codes und die Förderung der best practice in diesem Bereich.<sup>828</sup> Dem Markt ist es am effektivsten möglich, eine geeignete Lösung in diesem Zusammenhang zu entwickeln.
- **Gegen strikte Verbotsmaßnahmen:** Das Anbieten von Beratungsdienstleistungen an Unternehmen, in welchen investiert wird, sollte durch die Gesetzgebung nicht eingeschränkt werden. Eine gesetzliche Intervention in diesem Bereich wird nicht als notwendig erachtet.<sup>829</sup> Sollten jedoch trotzdem Maßnahmen ergriffen werden, müssen diese mit dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit im Einklang sein.<sup>830</sup> Diese Ansichten gaben vier Stellungnehmende wieder.

### 8.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Die Beteiligung an der Frage 19 lag innerhalb der Gruppe bei 70% (23 von 33 ST).<sup>831</sup> Im Vergleich zur vorangegangenen Gruppe, überwiegen hier die Befürworter mit 52% (zwölf ST). Die Gegner weisen mit 39% (neun ST) einen niedrigeren Wert in der Statistik auf. Zwei Stellungnehmende (9%) führen in diesem Zusammenhang neutrale Ansichten an.<sup>832</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht einiger Stellungnehmender könnte die Beschränkung der Möglichkeit für Stimmrechtsvertre-

---

<sup>824</sup>Vgl. ST-Nr. 294, 345.

<sup>825</sup>Vgl. ST-Nr. 294, 297, 340, 345, 366.

<sup>826</sup>Vgl. ST-Nr. 340.

<sup>827</sup>Vgl. ST-Nr. 345.

<sup>828</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121.

<sup>829</sup>Vgl. ST-Nr. 191, 287, 311, 361.

<sup>830</sup>Vgl. ST-Nr. 311, 361.

<sup>831</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>832</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

ter, beratende Dienstleistungen an Unternehmen anzubieten, in welche investiert wird, in einem best practice-Code geregelt werden.<sup>833</sup> Diese sollten Grundregeln bezüglich der Angabepflichten für diese Akteure beinhalten.<sup>834</sup> Die Erhöhung dieser Pflichten ermöglicht dem Klienten der Stimmrechtsvertreter, selbst eine Meinung zu bilden und die Behandlung von jeglichen Konflikten strikter zu überprüfen.<sup>835</sup> Eine weitere Möglichkeit, dem auftretenden Problem von Interessenkonflikten entgegenzuwirken, wäre die Entwicklung von Leitlinien am Markt.<sup>836</sup> Diese Ansichten führten fünf Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Zwar wird überwiegend eine Erhöhung der Transparenz und die Offenlegung der Interessenkonflikte der Stimmrechtsvertreter begrüßt,<sup>837</sup> jedoch sind regulierende Maßnahmen nach Auffassung der Antwortenden nicht der geeignetste Weg, dies zu erreichen. Die Entwicklung von freiwilligen Codes ziehen vier Antwortende gesetzlichen Regelungen vor.<sup>838</sup> Empfehlungen zur freiwilligen Veröffentlichung der Konflikte von Seiten der Stimmrechtsvertreter wären für zwei Antwortende ebenfalls vorstellbar.<sup>839</sup> Zudem unterliegen diese Akteure bereits nationalen Regelungen. Eine zu strikte Regulierung ihrer Aktivitäten würde den Wettbewerb untergraben und Eintrittsbarrieren schaffen.<sup>840</sup> Zukünftige Initiativen sollten eher darauf zielen, die Selbstregulierung und Selbstkontrolle des Marktes zu stärken.<sup>841</sup> Diese Ansichten gaben acht Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Der Zusatznutzen neuer Maßnahmen sollte im Verhältnis zu den entstehenden Kosten im Vorhinein abgewogen werden, da diese in weiterer Folge durch die Investoren und Aktionäre getragen werden. Diese Ansichten führten beide Stellungnehmende an.<sup>842</sup>

---

<sup>833</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 197, 387, 397.

<sup>834</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>835</sup>Vgl. ST-Nr. 299.

<sup>836</sup>Vgl. ST-Nr. 387.

<sup>837</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 181, 406.

<sup>838</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 30, 259, 334.

<sup>839</sup>Vgl. ST-Nr. 214, 406.

<sup>840</sup>Vgl. ST-Nr. 181, 214.

<sup>841</sup>Vgl. ST-Nr. 259.

<sup>842</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 352.

## 8.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Abermals verzeichneten mit 74% (14 von 19 ST) die Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände eine hohe Beteiligung.<sup>843</sup> Der Anteil der Befürworter liegt hierbei bei 50% (sieben ST). Lediglich einen Stellungnehmenden weniger verzeichnen die Gegner von Maßnahmen für Stimmrechtsvertreter, weshalb sie einen Wert von 43% (sechs ST) aufweisen. Ein Stellungnehmender (7%) ist neutral einzustufen.<sup>844</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Offenlegung von Interessenkonflikten: Maßnahmen zur Veröffentlichung und angemessenen Bewältigung von Interessenkonflikten bei Stimmrechtsvertretern würden drei Antwortende begrüßen.<sup>845</sup>
- Mehr Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten: Um eine vollständige Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter zu gewährleisten und die Transparenz zu fördern, sind regulierende Maßnahmen notwendig.<sup>846</sup> Die Aufforderung zur Offenlegung von bestehenden Beratungsbeziehungen mit Unternehmen, oder wenn diese Teil des Geschäftsmodelles sind, wäre eine Möglichkeit, Konflikte zu minimieren.<sup>847</sup> Durch die Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter wäre es den Klienten möglich, informierter Entscheidungen zu treffen.<sup>848</sup> Eine Anforderung zur organisatorischen Trennung beider Geschäftslinien (Consultancy- and Advisory-Service) wäre in diesem Zusammenhang ebenfalls vorstellbar.<sup>849</sup> Drei Antwortende vertraten diese Ansichten.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Im Allgemeinen vertraten vier Gegner die Meinung, dass es im Ermessen des Investors liege, wie und in welchem Umfang er seine Stimmrechtsvertreter in Anspruch nimmt.<sup>850</sup> Es liegt in seiner Verantwortung, die Empfehlungen seiner Vertreter zu überprüfen und wenn notwendig Garantien zu verlangen. Die Gesetzgebung sollte deshalb keine Beschränkungen der Geschäftsaktivitäten der Stimmrechtsvertreter anstreben.<sup>851</sup> Zudem liefern sie ihren Klienten bereits genügend Transparenz hinsichtlich ihrer Aktivitäten, weshalb weitere Maßnahmen nicht notwendig sind.<sup>852</sup> Solange keine Bedrohung bezüglich Konsumentenschutz und systematischen Risiko besteht, sollte die Europäische Union von einer Intervention absehen.<sup>853</sup>

---

<sup>843</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>844</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>845</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 94, 306.

<sup>846</sup>Vgl. ST-Nr. 141, 306.

<sup>847</sup>Vgl. ST-Nr. 298.

<sup>848</sup>Vgl. ST-Nr. 141.

<sup>849</sup>Vgl. ST-Nr. 306.

<sup>850</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 113, 338, 395.

<sup>851</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 113.

<sup>852</sup>Vgl. ST-Nr. 113, 338.

<sup>853</sup>Vgl. ST-Nr. 395.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Bezüglich notwendiger Reformen und Transparenz sind weitere unabhängige Untersuchungen nach Ansicht des Stellungnehmenden notwendig. Inwieweit die Stimmrechtsvertreter mit jenen Unternehmen verbunden sind, welche sie bewerten, sollte ebenfalls genauer analysiert werden.<sup>854</sup>

## **8.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppen lag hier die Beteiligung an der Fragestellung mit 41% relativ niedrig (13 von 32 ST).<sup>855</sup> Jedoch scheint die Grundstimmung zum angesprochenen Themenbereich ausgeglichen zu sein. Eine leichte Mehrheit ist den Befürwortern zuzuschreiben. Ihr Wert liegt bei 54% (sieben ST). Gegner verzeichnen hingegen einen Wert von 38% (fünf ST). Ein Stellungnehmender (8%) ist dem neutralen Lager zuzuordnen.<sup>856</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Code für institutionelle Investoren: Die Entwicklung eines Codes für institutionelle Investoren innerhalb der Mitgliedsstaaten würden drei Antwortende befürworten.<sup>857</sup> Maßnahmen, welche garantieren können, dass Stimmrechtsvertreter keinem Interessenkonflikt ausgesetzt sind, wären für Investoren hilfreich.<sup>858</sup> Der angesprochene Code könnte auf den comply or explain-Ansatz basieren und Ethik- und Unabhängigkeitsgrundsätze beinhalten. Dies wäre der effektivste Weg, um Konflikte innerhalb der Stimmrechtsvertreter zu vermeiden.<sup>859</sup>
- Beschränkung auf europäischer Ebene: Die vorgeschlagene Beschränkung für Stimmrechtsvertreter hinsichtlich des Anbietens von Consultingdienstleistungen an Unternehmen, in welche investiert wird, wurde von zwei Stellungnehmenden begrüßt.<sup>860</sup>

Da alle fünf Stellungnahmen der Gegner zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

---

<sup>854</sup>Vgl. ST-Nr. 223.

<sup>855</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>856</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>857</sup>Vgl. ST-Nr. 80, 163, 202.

<sup>858</sup>Vgl. ST-Nr. 80.

<sup>859</sup>Vgl. ST-Nr. 163.

<sup>860</sup>Vgl. ST-Nr. 138, 336.

- Vorgeschlagen Maßnahmen aus der Frage 18 ausreichend: Sollte eine Umsetzung der vorgeschlagenen Maßnahmen der Frage 18 erfolgen, werden weitere Initiativen nach Ansicht des Antwortenden nicht als notwendig angesehen.<sup>861</sup>
- Verhaltenskodex für Stimmrechtsvertreter: Die Entwicklung eines industriellen Verhaltenskodex in diesem Bereich wäre nach Meinung des zweiten Stellungnehmenden effektiver als gesetzliche Maßnahmen. Die Ansichten der Stakeholder, Regulierer, Investoren und Unternehmen sollten zur Bestimmung des Inhaltes herangezogen werden.<sup>862</sup>
- Keine Beschränkung für Vermögensverwalter: Grundsätzlich sollte eine vollständige Offenlegung dieses Bereiches erfolgen. Jedoch unterstützt der Antwortende gesetzliche Beschränkungen für Stimmrechtsvertreter hinsichtlich des Anbietens von Consultingdienstleistungen nicht.<sup>863</sup>
- Entwicklung von freiwilligen Codes: Zwar sind nach Ansicht des vierten Stellungnehmenden gesetzliche Maßnahmen für Stimmrechtsvertreter nicht erforderlich, jedoch wäre die Entwicklung von freiwilligen Codes hinsichtlich der Anforderung zur Berichterstattung hilfreich. Diese könnten auf den comply or explain-Ansatz basieren. Dies wäre seiner Ansicht nach eine Möglichkeit, Interessenkonflikten beim Anbieten von zusätzlichen Dienstleistungen der Stimmrechtsvertreter entgegenzuwirken. Die Eröffnung eines Diskussionsforums zu diesem Thema auf europäischer Ebene wäre ebenfalls vorstellbar. Dies würde die Entwicklung einer gemeinsamen Marktlösung durch Stimmrechtsvertreter, Investoren und Unternehmen ermöglichen.<sup>864</sup>
- Hängt nicht mit der Corporate Governance im Allgemein zusammen: Da sich die Fragestellung nach Ansicht des letzten Stellungnehmenden mehr auf die Governance der institutionellen Investoren als auf die Corporate Governance im Allgemeinen bezieht, erachtet er zusätzliche Regulierungen nicht als notwendig.<sup>865</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des neutral Antwortenden sind weitere Untersuchungen in diesem Bereich unerlässlich, um die notwendigen Maßnahmen für die Bewältigung von Interessenkonflikten zu identifizieren.<sup>866</sup>

---

<sup>861</sup>Vgl. ST-Nr. 56.

<sup>862</sup>Vgl. ST-Nr. 75.

<sup>863</sup>Vgl. ST-Nr. 115.

<sup>864</sup>Vgl. ST-Nr. 124.

<sup>865</sup>Vgl. ST-Nr. 369.

<sup>866</sup>Vgl. ST-Nr. 92.

## 8.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Diese Gruppe verzeichnet eine Beteiligung von 72% (13 von 18 ST) an der Frage 19.<sup>867</sup> Eine interessante Auswertung liefert das Ergebnis der Grundstimmung innerhalb der Rechtsberatungsunternehmen. Abermals ergibt sich hierbei ein ausgeglichener Wert. Befürworter bzw. Gegner verzeichnen einen Wert von jeweils 46% (sechs ST). Ein Stellungnehmender (8%) führt hingegen neutrale Ansichten an.<sup>868</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Oft wurde eine Beschränkung der Aktivitäten von Stimmrechtsvertretern von Seiten der Stellungnehmenden verlangt. In diesem Zusammenhang sollten folgende Sachverhalte durch gesetzliche Maßnahmen unterbunden werden, um effektiv Interessenkonflikte bei Stimmrechtsvertretern zu vermeiden: 1. Consulting-Dienstleistungen an das zu investierende Unternehmen, in welchem abgestimmt wird;<sup>869</sup> 2. gleichzeitige Beratung an Emittenten und deren Aktionäre;<sup>870</sup> 3. Beratungen und Empfehlungen für dasselbe Unternehmen leisten.<sup>871</sup> Die momentanen Schutzmaßnahmen gegen Interessenkonflikte (Chinese Walls) reichen nicht aus<sup>872</sup>. Diese Beschränkungen sollten den gelisteten Unternehmen und ihren vielseitigen Aktionärskreisen ersichtlich sein<sup>873</sup>. Vier Stellungnehmende enthielten diese Ansichten.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Offenlegung von Interessenkonflikten: Zwar lehnen drei Stellungnehmende gesetzliche Maßnahmen zur Einschränkung der Stimmrechtsvertreter, hinsichtlich des Anbietens von Consultingdienstleistungen ab. Jedoch würden sie die Anforderung zur Veröffentlichung von Interessenkonflikten für diese Akteure unterstützen.<sup>874</sup>
- Best practice-Code: Zwei Antwortende finden es unangemessen, wenn Stimmrechtsvertreter gleichzeitig für Investoren und Emittenten agieren, lehnen jedoch trotzdem regulierende Maßnahmen ab. Geeigneter wäre in diesem Zusammenhang ein best practice-Code (Praxisanleitungen, Leitfäden).<sup>875</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Da die Industrie der Stimmrechtsvertreter nach Ansicht des Stellungnehmenden innerhalb der Europäischen Union noch relativ neu ist, sind die Erfahrungen mit diesen Marktakteuren sehr unterschiedlich. In einigen Fällen steigerte sie das Verantwortungsbewusstsein der Unternehmen gegenüber ihren Aktionären, in anderen Fällen führte

<sup>867</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>868</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>869</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>870</sup>Vgl. ST-Nr. 155.

<sup>871</sup>Vgl. ST-Nr. 308.

<sup>872</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>873</sup>Vgl. ST-Nr. 360.

<sup>874</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64, 316.

<sup>875</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

sie zu einer Verhaltensänderungen bei den Investoren. Sie begannen überwiegend blind die externen Empfehlungen ihrer Vertreter zu befolgen anstatt selbständig unabhängige Analysen aufzustellen. Jedoch sollte, nach Ansicht des neutral Antwortenden, diese Industrie genauer untersucht werden, bevor neue Maßnahmen gesetzt werden.<sup>876</sup>

## 8.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

62% der Stellungnehmenden (43 von 69 ST) lieferten Antworten zur Fragestellung 19.<sup>877</sup> Dabei überwiegen mit 49% leicht die Befürworter innerhalb dieser Gruppe. 46% führen ablehnende Ansichten gegenüber weiteren Initiativen an. Zwei Antwortende (5%) stehen dem Thema neutral gegenüber.<sup>878</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Code für Stimmrechtsvertreter: Um die Handlungsweisen der Stimmrechtsvertreter besser zu koordinieren, wäre die Einführung eines Codes bzw. best practice-Code für Stimmrechtsvertreter für vier Stellungnehmende vorstellbar.<sup>879</sup> Dies erhöht die Transparenz innerhalb der Aktivitäten der Vertreter und führt zur vollständigen Offenlegung aller Interessenkonflikte.<sup>880</sup> Um Konflikte durch das gleichzeitige Agieren der Stimmrechtsvertreter für Investoren und Emittenten zu vermeiden, wäre die Entwicklung eines Verhaltenskodex für zwei Antwortende ebenfalls eine Möglichkeit.<sup>881</sup>
- Strikte Trennung beider Aktivitäten: Nach Ansicht von drei Stellungnehmenden sollte es eine strikte Trennung der angebotenen Dienstleistungen von Stimmrechtsvertretern geben. Aus diesem Grund wäre die Einführung von klaren Trennungsregeln auf europäischer Ebene sinnvoll, um Consultingdienstleistungen und Empfehlungen für Abstimmungen effektiver zu differenzieren. Das Auftreten von Interessenkonflikten wäre andernfalls die Konsequenz.<sup>882</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Getrennte Behandlung: Einige Stellungnehmende sehen zwar die aufgezeigten Probleme des Grünbuchs im Zusammenhang mit den Stimmrechtsvertretern ein und befürworten mehr Verbesserungen in diesem Bereich, jedoch Ziele dieser Themenbereich nicht direkt auf die Corporate Governance der gelisteten Unternehmen ab, weshalb eine getrennte Behandlung erfolgen sollte. Eine isolierte Betrachtung außerhalb des Grünbuchs sollte angestrebt werden, um dem Thema die notwendige Aufmerksamkeit zu

---

<sup>876</sup>Vgl. ST-Nr. 102.

<sup>877</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>878</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>879</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 85, 232, 307.

<sup>880</sup>Vgl. ST-Nr. 35, 232.

<sup>881</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>882</sup>Vgl. ST-Nr. 70, 189, 231.

schenken. Interessant ist hierbei, dass sieben Stellungnehmende exakt dieselben Argumente anführten. Zudem handelt es sich bei den Stellungnehmenden um fünf gelistete schwedische Unternehmen, die schwedische Vereinigung der gelisteten Unternehmen und das Bündnis des schwedischen Unternehmertums. Da in diesem Zusammenhang die Annahme getroffen wird, dass die fünf gelisteten Unternehmen Mitglieder der angeführten Vereinigung und/oder des Bündnisses sind, ist es naheliegend anzuführen, dass die Ausführungen von einen der beiden letztgenannten Stellungnehmenden als Vorbild für die restlichen diene.<sup>883</sup>

- Vorgeschlagen Maßnahmen aus der Frage 18 ausreichend: Sollte die angestrebte Regulierung der Frage 18 umgesetzt werden, wären diese Maßnahmen nach Ansicht von zwei Antwortenden ausreichend.<sup>884</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Beide Stellungnehmenden verlangen mehr Untersuchungen in diesem Bereich, um das notwendige Maß an Transparenz in den Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter zu identifizieren. Zudem soll die Zufriedenheit mit den momentanen Regelungen in diesem Bereich überprüft werden, um die Setzung weiterer Maßnahmen ausreichend rechtfertigen zu können.<sup>885</sup>

## 8.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Innerhalb der vorliegenden Gruppe lag die Beteiligung an der Frage bei 61% (22 von 36 ST).<sup>886</sup> Abermals liegen die Befürworter und Gegner sehr nah beieinander. 50% (elf ST) der Stellungnehmenden befürworteten weitere Initiativen für Stimmrechtsvertreter. 45% (zehn ST) stehen dem Bestreben der Europäischen Kommission ablehnend gegenüber. Die restlichen 5% (eine ST) sind neutral einzustufen.<sup>887</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Verhaltenskodex für Stimmrechtsvertreter: Um Interessenkonflikte bei Stimmrechtsvertretern durch das Anbieten von Consultingdienstleistungen zu vermeiden, wäre die Einführung eines Verhaltenskodex auf europäischer Ebene für drei Antwortende vorstellbar. Dieser sollte die Rechte, Verantwortung, Offenlegung und effektive Bewältigung von Konflikten für Stimmrechtsvertreter zum Inhalt haben.<sup>888</sup> Eine Empfehlung zum Verzicht des Anbietens dieser Dienstleistungen könnte ebenfalls inkludiert werden.<sup>889</sup>

---

<sup>883</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

<sup>884</sup>Vgl. ST-Nr. 99, 390.

<sup>885</sup>Vgl. ST-Nr. 249, 330.

<sup>886</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>887</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>888</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248, 348.

<sup>889</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

- Beschränkung der Consultingdienstleistung: Die Möglichkeit für Stimmrechtsvertreter, Consultingdienstleistungen an Unternehmen anzubieten, in welche investiert wird, sollte auf europäischer Ebene durch Maßnahmen beschränkt werden.<sup>890</sup> Die entstehenden Interessenkonflikte können momentan durch bestehende Maßnahmen (Verhaltenskodizes, Chinese Walls, etc.) nicht effektiv beseitigt werden.<sup>891</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Sollten jene Maßnahmen der Frage 18 zur Erhöhung der Transparenz bei Stimmrechtsvertretern umgesetzt werden, erscheinen weitere gesetzliche Initiativen nach Ansicht einiger Gegner nicht notwendig zu sein.<sup>892</sup> Das Bewusstsein über die Existenz solcher Beziehungen bei Stimmrechtsvertreter sollte für deren Klienten ausreichend sein.<sup>893</sup> Zudem ist es den Klienten effektiver möglich, wenn notwendig ihre Vertreter zur Rechenschaft zu ziehen, als dies durch staatliche Regulierung möglich ist.<sup>894</sup> Diese Ansichten führten drei Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Bevor neue Maßnahmen gesetzt werden können sollte nach Ansicht des Stellungnehmenden eine genauere Definition von Interessenkonflikten erfolgen.<sup>895</sup>

## 8.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Die Beteiligung an der Frage 19 lag hier bei 65% (17 von 26 ST).<sup>896</sup> Eine leichte Mehrheit ist auf der Seite der Befürworter zu verzeichnen. Sie weisen einen Wert von 47% (8 ST) auf. 35% (sechs ST) der Stellungnehmenden vertreten allerdings eine ablehnende Haltung gegenüber weiteren Initiativen von Seiten der Europäischen Kommission. Im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppierungen, weisen die Staatsämter und Regulierungsbehörden in der Frage 19 mit 18% (drei ST) den höchsten Wert an neutralen Stellungnehmenden auf.<sup>897</sup>

Übereinstimmungen wurden innerhalb der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen der Staatsämter und Regulierungsbehörden nicht identifiziert. Da in diesem Zusammenhang jedoch die Annahme getroffen wird, dass innerhalb dieser Gruppe der Bereich der Stimmrechtsvertreter eher weniger relevant

---

<sup>890</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 403.

<sup>891</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>892</sup>Vgl. ST-Nr. 126, 290.

<sup>893</sup>Vgl. ST-Nr. 219.

<sup>894</sup>Vgl. ST-Nr. 126.

<sup>895</sup>Vgl. ST-Nr. 47.

<sup>896</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>897</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

ist, wird auf eine gesonderte Darstellung der einzelnen Argumente verzichtet. Der Verweis auf die einzelnen Stellungnahmen wird in diesem Zusammenhang als ausreichend erachtet.<sup>898</sup>

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt:

- Fundierte Analyse des Marktes notwendig: Bevor neue Maßnahmen in diesem Bereich gesetzt werden können sollte nach Ansicht von zwei Stellungnehmenden eine Bestandsaufnahme des Beratermarktes durchgeführt werden. Die fundierte Analyse ermöglicht, Schwachstellen innerhalb dieses Marktes aufzuzeigen.<sup>899</sup>
- Analyse der Auswirkungen von Beschränkungen für Stimmrechtsvertreter: Im Hinblick auf eine mögliche Beschränkung für Stimmrechtsvertreter, Consultingdienstleistungen an Unternehmen anzubieten, sollte zuerst nach Ansicht des Stellungnehmenden eine Wirkungsanalyse durchgeführt werden. Hierbei ist es notwendig, unbeabsichtigte Konsequenzen, die durch solche Beschränkungen für das Unternehmen entstehen können, vorab ausreichend zu untersuchen. Maßnahmen in diesem Bereich bedürfen in allen Fällen einer ausreichenden Begründung.<sup>900</sup>

## 8.10. Andere

Etwas mehr als die Hälfte der Stellungnehmenden beteiligten sich in diesem Zusammenhang an der Frage 18 (39 von 74 ST).<sup>901</sup> Jedoch sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass im nachfolgenden Abschnitt eine gesonderte Darstellung der Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter erfolgen soll. Dadurch ist eine genauere Untersuchung der Ansichten zum vorliegenden Thema innerhalb der einzelnen Gruppen möglich. Nach Auswertung der Stellungnahmen war innerhalb der Gruppe Andere eine leichte Zustimmung hinsichtlich weiterer Beschränkungen für Stimmrechtsvertreter erkennbar. 54% Befürwortern (21 ST) stehen in diesem Zusammenhang 46% Gegnern (18 ST) gegenüber.<sup>902</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend teilten die Befürworter die Ansichten der Europäischen Kommission, wonach Stimmrechtsvertreter bei der Ausübung von Consulting-Dienstleistungen für Unternehmen, in welche investiert wird, Interessenkonflikte unterliegen.<sup>903</sup> Aus diesem Grund sind nach Ansicht einiger Stellungnehmender gesetzliche Beschränkungen für diese Akteure notwendig, um eine ausreichende Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter zu gewährleisten und dadurch Konflikte in diesem Bereich zu

---

<sup>898</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 254, 258, 265, 266, 270, 283, 285 (positive ST); ST-Nr. 253, 260, 269, 277, 278, 284 (negative ST).

<sup>899</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 276.

<sup>900</sup>Vgl. ST-Nr. 272.

<sup>901</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>902</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

<sup>903</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 300, 344, 363, 386.

minimieren.<sup>904</sup> Eine strikte Trennung der angebotenen Beratungsdienstleistungen sollte von Seiten der Stimmrechtsvertreter angestrebt werden.<sup>905</sup> Diese Ansichten gaben zwölf Stellungnehmende wieder.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Regulierende Maßnahmen in diesem Bereich wurden überwiegend innerhalb der Gegner nicht als notwendig erachtet.<sup>906</sup> Zum einen seien institutionelle Investoren ausreichend in der Lage, die notwendige Unabhängigkeit und Transparenz bei ihren Stimmrechtsvertretern durch vertragliche Vereinbarungen anzufordern.<sup>907</sup> Zum anderen würden bereits bestehende Maßnahmen, wie beispielsweise die Transparenzrichtlinie 2007/36/EG, das Management dieser Akteure verbessern.<sup>908</sup> Eine Alternative wäre in diesem Zusammenhang nach Ansicht von drei Stellungnehmenden die Entwicklung von Verhaltenskodizes für Stimmrechtsvertreter, die eine ausreichende Offenlegung der angesprochenen Beratungsdienstleistungen und die dadurch entstehenden Interessenkonflikte als Ziel hätten.<sup>909</sup>

### 8.10.1. Stimmrechtsvertreter

Um eine ausreichend fundierte Analyse zu gewährleisten, werden an dieser Stelle abermals die Ansichten der Unterkategorie Stimmrechtsvertreter angeführt. Innerhalb der Fragestellung 19 erfolgt eine direkte Behandlung dieser Marktakteure, weshalb ihre Ausführungen von großer Bedeutung sind. In Summe handelt es sich hierbei um sechs Gruppenmitglieder, wovon 83% (fünf ST) die Frage 19 beantworteten.<sup>910</sup> Die Grundstimmung ist hierbei ausgewogen einzustufen. Zwei Stellungnehmende (40%) sind den Befürwortern zuzuschreiben, die restlichen drei (60%) stehen weiteren Initiativen ablehnend gegenüber.<sup>911</sup>

Da beide Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Effektive Regulierung von Interessenskonflikten: Nach Ansicht eines Antwortenden sollten Regeln aufgestellt werden, um Interessenkonflikte effektiv zu beseitigen, zu minimieren und offenzulegen. Der geeignetste Weg Konflikte zu managen wäre, diese im eigenen Geschäftsmodell nicht auftreten zu lassen. Im Fall des Antwortenden bietet er erst gar keine Consultingdienstleistungen an. Weitere Verfahren soll-

---

<sup>904</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 3, 27, 38, 74, 111, 200, 239, 344, 363.

<sup>905</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

<sup>906</sup>Vgl. ST-Nr. 61, 139, 161, 171.

<sup>907</sup>Vgl. ST-Nr. 161, 252, 171.

<sup>908</sup>Vgl. ST-Nr. 170.

<sup>909</sup>Vgl. ST-Nr. 139, 170, 349.

<sup>910</sup>Vgl. Abs. 8.11.1., S. 138, Abb. 16.

<sup>911</sup>Vgl. Abs. 8.11.2., S. 139, Abb. 17.

ten untersucht werden, um Interessenkonflikte erfolgreich zu behandeln. Die Richtlinie 2006/43/EG<sup>912</sup> brachte bereits eine Verbesserung in diesem Bereich, jedoch sind weitere Maßnahmen notwendig.<sup>913</sup>

- Verhaltenskodex für Stimmrechtsvertreter: Der zweite Stellungnehmende teilt die Ansicht der Europäischen Kommission, wonach Interessenkonflikte bei Stimmrechtsvertretern entstehen können, wenn diese Consultingdienstleistungen an Unternehmen, in welche investiert werden soll, anbieten. In diesem Zusammenhang schlagen sie die Entwicklung eines Verhaltenskodex auf europäischer Ebene vor. Dieser Kodex sollte zudem Empfehlungen für Stimmrechtsvertreter beinhalten, wonach solche Dienstleistungen nicht in das Geschäftsmodell aufgenommen werden sollten. Zusätzlich sollten diese Akteure potentielle Interessenkonflikte in ihren Abstimmungsberichten für das Unternehmen offenlegen.<sup>914</sup>

Da alle drei Stellungnahmen der Gegner zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Vorgeschlagene Maßnahmen aus der Frage 18 ausreichend: Die Hoffnung des Antwortenden liegt in der Umsetzung der Maßnahmen zur Steigerung der Transparenz, welche innerhalb der Frage 18 behandelt wurde. Dadurch entsteht im Markt die notwendige Disziplin, um solch schwerfällige Regulierungen, welche Bestandteil der Frage 19 sind, nicht mehr anstreben zu müssen.<sup>915</sup>
- Entwicklung von Standards: Die Gemeinschaft der Stimmrechtsvertreter sollte Regeln, Praktiken und Verfahren adaptieren, die in anderen finanzwirtschaftlichen Untersuchungen empfohlen werden. Dies fördert die Entwicklung von Standards innerhalb dieser Berufsgruppe und würde das angesprochene Problem behandeln. Zusätzlich schaffe man dadurch ein besseres Gleichgewicht für die weiten Bereiche der Dienstleistungen dieser Akteure. Anschließend empfiehlt der Antwortende noch eine gründlichere Untersuchung der existierenden Regelungen in diesem Bereich innerhalb der Mitgliedsstaaten. Bevor neue Regelungen implementiert werden, sollte untersucht werden, ob genügend Anreize gegeben sind, um das angestrebte Verhalten der Stimmrechtsvertreter zu erlangen.<sup>916</sup>
- Uneingeschränkte Kommunikation der Emittenten mit ihren Stimmrechtsvertretern: Die Bewältigung von Interessenkonflikten von Seiten der Stimmrechtsvertreter sollte durch angemessene Methoden erfolgen. Bei der Aufstellung von Unternehmensanalysen, sollte es diesen Akteuren möglich sein, eine uneingeschränkte Kommunikation mit den Emittenten aufzubauen. Dies gewährleistet eine vollständige Einbeziehung von nationalen Gesetzen und Codes in den Bewertungen. Dadurch wird das Risiko von uninformaten Empfehlungen vermindert. Eine Beschränkung für Stimmrechtsvertreter lehnt der Stel-

---

<sup>912</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>913</sup>Vgl. ST-Nr. 112.

<sup>914</sup>Vgl. ST-Nr. 331.

<sup>915</sup>Vgl. ST-Nr. 119.

<sup>916</sup>Vgl. ST-Nr. 172.

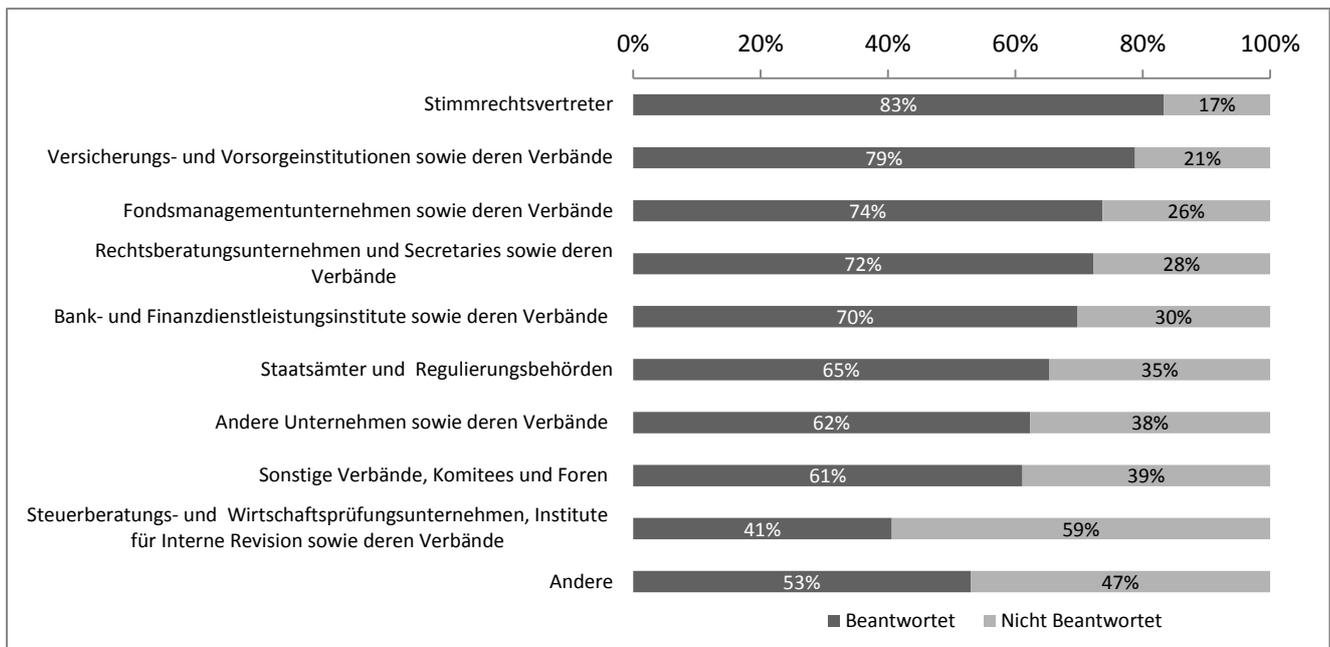
lungnehmende zwar ab, jedoch könnte über angemessene Regeln, die das angesprochene Risiko effektiver vermindert, nachgedacht werden. Eine Möglichkeit wäre die Anforderung zur Offenlegung solcher Engagements für den Kapitalmarkt.<sup>917</sup>

## 8.11. Zusammenfassung

### 8.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 19

Wie in der vorangegangenen Fragestellung führt die Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter mit 83% die Statistik an. Auch hier lag der Anteil der Beteiligung der restlichen Gruppen über 50%. Die einzige Gruppe, deren Beteiligung unter diesem Wert lag, war die der Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Ihr Anteil lag bei 41%. Eine Zusammenfassung der Ergebnisse erfolgt in der nachfolgenden Grafik.

Abbildung 16: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 19



Quelle: Eigene Darstellung

### 8.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 19

Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass die Ergebnisse der Auswertung bezüglich der Grundstimmung innerhalb der Gruppen sehr nah beieinander lagen. Die höchsten Werte an Befürwortern hinsichtlich Maßnahmen zur Beschränkung der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter verzeichneten hierbei die Gruppen Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Ver-

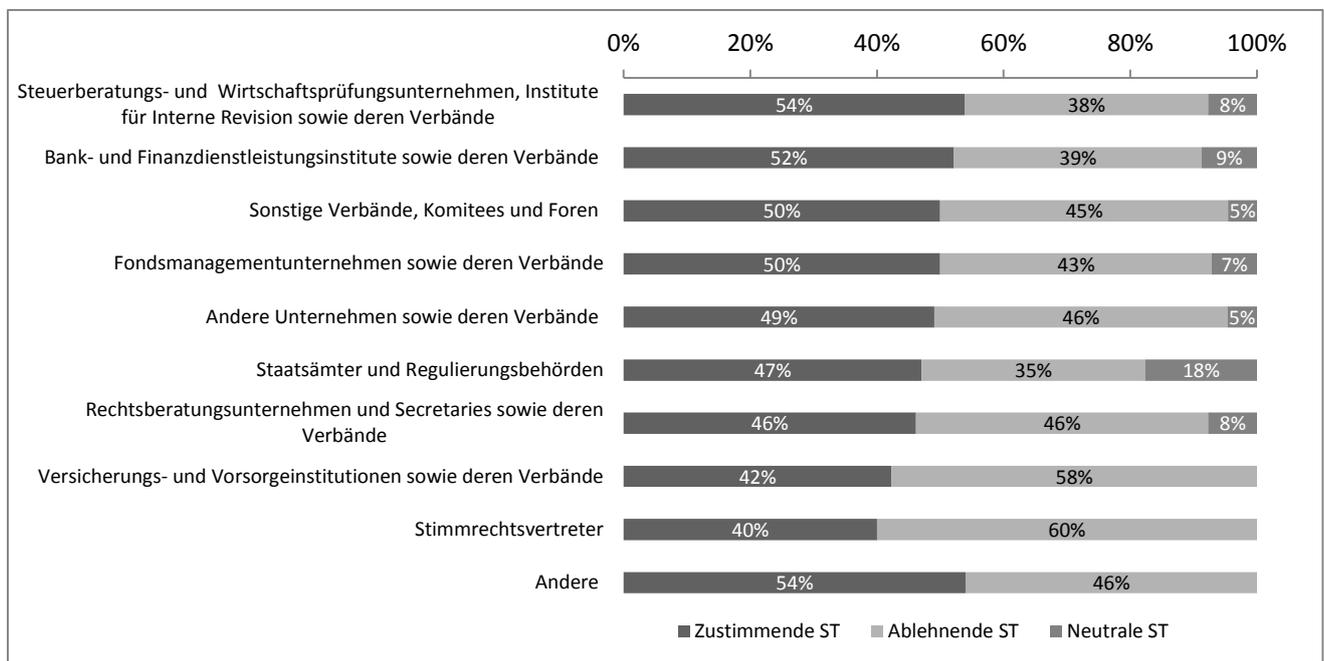
<sup>917</sup>Vgl. ST-Nr. 318.

Frage 19

bände und Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände. Ihr Anteil an positiven Stellungnahmen lag bei 54% bzw. 52%. Um eine effektive Bekämpfung von Interessenkonflikten bei Stimmrechtsvertretern zu ermöglichen, sollte diesen Marktakteuren eine Beschränkung des Anbietens von Beratungsdienstleistungen für jene Unternehmen, in welche investiert wird, auferlegt werden. Diesen Vorschlag führten die Stellungnehmenden am häufigsten an. Regulierende Maßnahmen sind, nach Ansicht der Befürworter, notwendig, um das Konfliktpotenzial bei Stimmrechtsvertretern zu minimieren.

Den höchsten Anteil an Gegnern verzeichnete in diesem Zusammenhang die Unterkategorie der Stimmrechtsvertreter. Ihr Wert lag bei 60%. Einen ebenfalls hohen Wert an Gegnern verzeichnete mit 58% die Gruppe Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände. Die häufigste Argumentation innerhalb der Gegner bestand darin, dass bei einer Umsetzung der angestrebten Regulierung aus der Frage 18 weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden. Die angeführten Initiativen würden bereits eine ausreichende Transparenz innerhalb der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter schaffen. Eine Überregulierung hätte auf diese Marktakteure nur negative Auswirkungen. Grafisch sollen die Ergebnisse nochmals dargestellt werden.

Abbildung 17: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 19



Quelle: Eigene Darstellung

**8.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 19**

Großbritannien verzeichnete in diesem Zusammenhang die höchsten Anteile an zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen. Innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen verzeichnete Schweden mit 21% den zweithöchsten Wert der Statistik. Die Auswertung der neutralen Stellungnahmen ergab ein ausgeglichenes Ergebnis. Großbritannien sowie Deutschland und Österreich verzeichneten einen Wert von 18%. Die Stimmung der Länder bezüglich weiterer Beschränkungen für Stimmrechtsvertreter war sehr ausgeglichen. 106 zustimmenden Stellungnahmen standen 98 ablehnende Stellungnahmen gegenüber.

Tabelle 10: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 19

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>28 (26%)</b>	<b>24 (25%)</b>	<b>2 (18%)</b>
Europäische Vereinigungen	16 (15%)	8 (8%)	X
Schweden	1 (1%)	17 (17%)	1 (10%)
Deutschland	10 (9%)	4 (4%)	<b>2 (18%)</b>
Österreich	4 (4%)	3 (3%)	<b>2 (18%)</b>
Rest	47 (45%)	42 (43%)	4 (36%)
<b>Summe:</b>	106 (100%)	98 (100%)	11 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung

## 9. Erleichterte Identifizierung der Aktionäre durch die Emittenten (Frage 20)

### 9.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage

Um Emittenten einen effizienteren Dialog mit ihren Aktionären über die Corporate Governance-Bereiche des Unternehmens zu ermöglichen, sollte nach Ansicht der Europäischen Kommission eine Erhöhung der Transparenz bezüglich der Anleger angestrebt werden. Zudem hätte dies einen positiven Effekt auf das Engagement der Aktionäre im Unternehmen und auf die Organisationsleitung. Aufgrund der Richtlinie 2004/109/EG<sup>918</sup> und individueller Maßnahmen auf nationalen Ebenen ist bereits eine Verbesserung in diesem Bereich ersichtlich. Jedoch unterscheiden sich die Rechte der Emittenten innerhalb der einzelnen Mitgliedstaaten sehr voneinander, weshalb in diesem Zusammenhang die Einführung eines einheitlichen europäischen Instruments zur Identifizierung der Aktionäre zielführender wäre.<sup>919</sup> In diesem Zusammenhang formulierte die Europäische Kommission folgende Fragestellung:

Frage 20: „Halten Sie die Einführung eines technischen und/oder rechtlichen Mechanismus auf EU-Ebene für erforderlich, mit dem Emittenten ihre Aktionäre leichter identifizieren können, um so den Dialog zu Corporate Governance-Fragen zu erleichtern? Wenn ja, würde dieser Mechanismus auch der Zusammenarbeit zwischen Anlegern zugutekommen? Bitte nennen Sie Einzelheiten (z. B. verfolgte(s) Ziel(e), bevorzugtes Instrument, Häufigkeit, Detailniveau und Kostenzuweisung).“<sup>920</sup>

### 9.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände

Wie in der letzten Fragestellung beantworteten auch hier abermals 79% (26 von 33 ST) der Stellungnehmenden die Frage 20.<sup>921</sup> Dabei ist mit 85% (22 ST) eine deutliche Mehrheit auf Seiten der Befürworter erkennbar. Vier Antwortende (15%) lehnen hingegen Maßnahmen zur Erleichterung der Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten ab.<sup>922</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Einführung eines gesetzlichen/technischen Mechanismus: Nach Auffassung von acht Stellungnehmenden, sei es notwendig, den vorgeschlagenen technischen und/oder rechtlichen Mechanismus zur Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten auf europäischer Ebene einzuführen.<sup>923</sup> Das Problem hin-

<sup>918</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>919</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 18.

<sup>920</sup>Vgl. ebd., S. 25.

<sup>921</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>922</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>923</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 17, 42, 103, 104, 121, 311, 345.

sichtlich der mangelnden Transparenz der Aktionärsbasis im Unternehmen trete nach Ansicht einiger Antwortenden in Schweden nicht auf. Dort erfolgte bereits die Implementierung von Mechanismen zur Identifizierung von nationalen und internationalen Aktionären. In diesem Zusammenhang sehen sie Raum für Verbesserungen innerhalb einiger Mitgliedsstaaten hinsichtlich der Offenlegung der Eigentümerschaft an den Anteilen. Die Veröffentlichung dieser Informationen sollte angestrebt werden, um die Zusammenarbeit zwischen den Aktionären zu erleichtern. Die bloße Offenlegung der Informationen ausschließlich für das Unternehmen sei für die Zusammenarbeit der Aktionäre nicht fördernd und steigert die Probleme auf der Managementebene. Auffällig ist, dass an dieser Stelle fünf Stellungnehmende idente Argumente anführten.<sup>924</sup>

- Momentane Identifizierung der Aktionäre ist schwerfällig: Vier Stellungnehmende führten die momentanen Probleme hinsichtlich der Identifizierung der Aktionäre an.<sup>925</sup> Oft sind die gelisteten Unternehmen und ihre Aktionäre durch eine Kette von Intermediaries voneinander getrennt. Diese vielschichtigen Eigentümerstrukturen erschweren die Identifizierung der tatsächlichen Aktionäre.<sup>926</sup> Zudem erfolgt keine Registrierung der international strukturierten Anteile im Anteilsregister (nur durch nominees), weshalb die Offenlegung des wirtschaftlichen Eigentümers der Anteile zusätzlich erschwert wird.<sup>927</sup> Eine Erhöhung der Transparenz wird deshalb als notwendig erachtet.<sup>928</sup> Dies würde den Dialog zwischen Emittenten und Aktionären erleichtern und eine Zusammenarbeit zwischen den Aktionären ermöglichen.<sup>929</sup>
- Elektronische Registrierung der Anteile: In einem offenen und transparenten Markt scheint es nachvollziehbar zu sein, dass Emittenten die Identität der Halter ihrer Anteile kennen möchten.<sup>930</sup> Diese Offenlegung sollte bereits zum Zeitpunkt des Erwerbs der Anteile bestehen.<sup>931</sup> Eine Möglichkeit wäre die elektronische Registrierung der Anteile in einem zentralen System im Moment des Kaufes.<sup>932</sup> Vorstellbar wäre in diesem Zusammenhang eine Aufzeichnung der Anteile in einem öffentlichen Register. Um in weiterer Folge eine ausreichende Transparenz zu gewährleisten, sollten alle Marktteilnehmer innerhalb der Europäischen Union einen Zugang zu diesen relevanten Informationen erhalten.<sup>933</sup> Dem Unternehmen verschaffen solche Identitätsverfahren viele Vorteile. Eine Erleichterung der Identifizierung von langfristigen Aktionären und ein effizienteres Engagement mit diesen wären positive Konsequenzen.<sup>934</sup> Diese Ansichten führten drei Stellungnehmende an.

<sup>924</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 17, 103, 104, 121.

<sup>925</sup>Vgl. ST-Nr. 240, 340, 345, 361.

<sup>926</sup>Vgl. ST-Nr. 240, 345.

<sup>927</sup>Vgl. ST-Nr. 361.

<sup>928</sup>Vgl. ST-Nr. 240, 340, 345.

<sup>929</sup>Vgl. ST-Nr. 240, 340.

<sup>930</sup>Vgl. ST-Nr. 164.

<sup>931</sup>Vgl. ST-Nr. 164, 192.

<sup>932</sup>Vgl. ST-Nr. 164, 180.

<sup>933</sup>Vgl. ST-Nr. 192.

<sup>934</sup>Vgl. ST-Nr. 180.

- Harmonisierung auf europäischer Ebene: Momentan gibt es eine Fülle an unterschiedlichen Regelungen innerhalb der Mitgliedsstaaten hinsichtlich der Identifizierung der Aktionäre. Eine Harmonisierung dieser Bestimmungen sollte deshalb nach Ansicht von zwei Stellungnehmenden angestrebt werden. Zudem würde ein konsistentes Rahmenwerk auf europäischer Ebene das Verständnis für diesen Bereich erhöhen und die administrative Belastung sowie die damit verbundenen Kosten für das Unternehmen senken.<sup>935</sup>

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: In diesem Zusammenhang sind die angeführten Argumente, weshalb weitere Maßnahmen in diesem Bereich abgelehnt werden, sehr unterschiedlich. Entweder betrifft sie der Themenbereich nicht direkt oder sie sind sich über die Schwierigkeiten bei der Identifizierung der Aktionäre nicht bewusst.<sup>936</sup> Zudem sei die Funktionalität eines solchen Mechanismus schwer abzuschätzen, weshalb keine Notwendigkeit dafür erkannt wird.<sup>937</sup>

### **9.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände**

Die Beteiligung an der Frage 20 lag innerhalb dieser Gruppe bei 73% (24 von 33 ST), jedoch ist im Vergleich zur vorherigen Gruppe bezüglich der Grundstimmung ein gegenteiliges Bild ersichtlich.<sup>938</sup> Die Gegner überwiegen innerhalb dieser Gruppe mit 75% (18 ST). Die Befürworter weisen lediglich einen Wert von 25% (sechs ST) auf.<sup>939</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Einige Stellungnehmende verlangen abermals die Einführung eines gesetzlichen oder technischen Mechanismus zur Identifizierung der Aktionäre. Dabei erschwere ihrer Ansicht nach die lange Intermediarieskette die Identifizierung der Aktionäre.<sup>940</sup> Zudem verlängert sich diese Kette bei grenzüberschreitenden Beteiligungen. Eine Konsequenz daraus ist die Behinderung des Informationsflusses der Emittenten zu ihren Endinvestoren. Zusätzlich erfolgt in der Praxis oft eine Registrierung des Intermediarieses als nominee der Endinvestoren, wodurch der Emittent keine Kenntnis über seine wahren Endinvestoren erlangen kann. Dadurch ist der Aufbau einer Kommunikation beider Akteure ebenfalls nicht möglich.<sup>941</sup> Ein gemeinsames Regelwerk zur Identifizierung der Aktionäre, wird von drei Antwortenden als notwendig erachtet.<sup>942</sup> Ein

---

<sup>935</sup>Vgl. ST-Nr. 294, 297.

<sup>936</sup>Vgl. ST-Nr. 19, 147.

<sup>937</sup>Vgl. ST-Nr. 366, 367.

<sup>938</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>939</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>940</sup>Vgl. ST-Nr. 33.

<sup>941</sup>Vgl. ST-Nr. 324.

<sup>942</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 181, 324.

einheitlich europäisches System ähnlich jenem von England und Frankreich könnte hierbei angestrebt werden.<sup>943</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichend reguliert: Überwiegend führten die Stellungnehmenden an, dass die notwendige Transparenz in diesem Bereich bereits durch nationale und europäische Maßnahmen geschaffen wurde.<sup>944</sup> Das britische Aktiengesetz<sup>945</sup> und das Börsengesetz wurden in diesem Zusammenhang angeführt.<sup>946</sup> Zudem lieferte auf europäischer Ebene die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG<sup>947</sup> ein ausreichend regulatorisches Rahmenwerk, da es eine Meldepflicht ab einer signifikanten Beteiligung vorschreibt.<sup>948</sup> Eine Identifizierung von Kleinaktionären unter der gesetzlichen Meldeschwelle verschaffe dem Unternehmen in diesem Zusammenhang keinen Mehrwert.<sup>949</sup> Zusätzlich erfolgt eine Behandlung des Bereiches der Aktionstransparenz durch das T2S Projekt, weshalb weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>950</sup> Diese Ansichten gaben zehn Stellungnehmende an.
- Freiwillige Initiativen: Ein erleichterter Zugang zu Daten der Aktionäre könnte Probleme hervorrufen. Sollten Kleinaktionären bevorzugen, dem Unternehmen anonym gegenüber zu bleiben, könnte solch eine Erleichterung negative Reaktionen hervorrufen.<sup>951</sup> Diese Privatsphäre sollte von der Gesetzgebung respektiert werden. Zudem haben Aktionäre die Möglichkeit, das Unternehmen von sich aus zu kontaktieren, da die einzelnen Kontaktdaten auf der Homepage der jeweiligen Organisationen für jeden ersichtlich sind.<sup>952</sup> Die Option zur freiwilligen Eintragung in das Aktienregister haben Aktionäre ebenfalls.<sup>953</sup> Fünf Stellungnehmende führten diese Argumente an.

#### 9.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Abermals weisen die Fondsmanagementunternehmen mit 89% (17 von 19 ST) eine relativ hohe Beteiligung an der Fragestellung.<sup>954</sup> Die Grundstimmung für den Bereich schlägt innerhalb dieser Gruppe wieder um. Mit 82% (14 ST) überwiegen die Befürworter innerhalb dieser Gruppe. Die restlichen 18% (drei ST) sind den Gegnern zuzuschreiben.<sup>955</sup>

---

<sup>943</sup>Vgl. ST-Nr. 33.

<sup>944</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 30, 196, 214, 259, 334, 352, 356, 397, 402.

<sup>945</sup>„UK Companies Act 2006“.

<sup>946</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 30, 196, 397.

<sup>947</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>948</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 259, 334, 352, 356.

<sup>949</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 334, 352.

<sup>950</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 30, 334, 352, 397.

<sup>951</sup>Vgl. ST-Nr. 387.

<sup>952</sup>Vgl. ST-Nr. 214, 334, 352.

<sup>953</sup>Vgl. ST-Nr. 185.

<sup>954</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>955</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Einführung eines gesetzlichen/technischen Mechanismus: Die Einführung eines europaweiten Systems zur Identifizierung der Aktionäre wäre für Unternehmen bzw. Emittenten sehr vorteilhaft.<sup>956</sup> Zudem wäre die Erhöhung der Transparenz bezüglich der tatsächlichen Eigentümerschaft der Anteile für eine Zusammenarbeit der Investoren förderlich. Die Kommunikation zwischen dem Unternehmen und ihren Aktionären zum Zwecke der Corporate Governance würde solch ein System ebenfalls erleichtern.<sup>957</sup> Das Ziel liegt in der Offenlegung jener Aktionäre innerhalb der Eigentümerkette, welche die Investitions- und Abstimmungsentscheidung bei der Hauptversammlung tätigen. Dadurch ist es dem Unternehmen möglich, das Verhalten ihrer Aktionäre nachzuvollziehen und ihren Corporate Governance-Verpflichtungen mit der nötigen Sorgfalt nachzukommen.<sup>958</sup> Eine Veröffentlichung der relevanten Informationen auf der Unternehmenswebseite wäre in diesem Zusammenhang für einige Antwortende vorstellbar. Dadurch wäre eine direkte Kontaktaufnahme der Aktionäre untereinander möglich.<sup>959</sup> Fünf Stellungnehmende vertraten diese Ansichten.
- Problem der unterschiedlichen Implementierung der Transparenzrichtlinie: Nach Ansicht von vier Antwortenden, wird die Offenlegung der Hauptaktionäre momentan bereits durch die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG<sup>960</sup> gewährleistet,<sup>961</sup> jedoch führte die unterschiedliche Implementierung und Interpretation der Richtlinie innerhalb der Mitgliedsstaaten dazu, dass Unternehmen weiterhin nicht in der Lage sind, ihre Hauptgesellschafter zu identifizieren. Meist ist ihnen nur möglich, die Intermediaries, welche lediglich die Inhaber der Anteile sind, zu identifizieren.<sup>962</sup> Eine Förderung des Verständnisses und eine Harmonisierung hinsichtlich der Anwendung der Richtlinie sollten auf europäischer Ebene angestrebt werden, um dem Problem entgegenzuwirken.<sup>963</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht der drei Gegner gibt es bereits ausreichende Maßnahmen, um die Transparenz in diesem Bereich zu erhöhen. In diesem Zusammenhang wurde das Unternehmensrecht und die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG<sup>964</sup>, welche ausreichende Leitlinien für diesen Bereich liefert, angeführt.<sup>965</sup> Die Implementierung des vorgeschlagenen Mechanismus wäre zudem mit enormen Kosten verbunden und die Wahrung des Rechtes auf Anonymität sollte weiterhin bestehen. Aus diesem Grund wird der Vorschlag der Europäi-

---

<sup>956</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 113, 166, 223, 303.

<sup>957</sup>Vgl. ST-Nr. 223.

<sup>958</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 113, 303.

<sup>959</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 223, 303.

<sup>960</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>961</sup>Vgl. ST-Nr. 298, 306, 338, 395.

<sup>962</sup>Vgl. ST-Nr. 306, 338.

<sup>963</sup>Vgl. ST-Nr. 298, 306.

<sup>964</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>965</sup>Vgl. ST-Nr. 25, 141, 396.

schen Kommission abgelehnt, jedoch wäre eine Alternativlösung für einen Antwortenden eventuell vorstellbar.<sup>966</sup>

## **9.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Die Hälfte der Stellungnehmenden (16 von 32 ST) ging innerhalb der Gruppe der Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen auf die Frage 20 ein.<sup>967</sup> Dabei ist abermals eine positive Grundstimmung zum vorliegenden Bereich erkennbar. Mit 88% (14 ST) überwiegen die Befürworter innerhalb dieser Gruppe. Lediglich zwei Stellungnehmende sind den Gegnern (12%) zuzuschreiben.<sup>968</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Erhöhung der Transparenz: Drei Stellungnehmende begrüßten in diesem Zusammenhang eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Eigentümerstrukturen der Unternehmen.<sup>969</sup> Dies ermöglicht die Belieferung des Marktes mit relevanten Informationen.<sup>970</sup> Zudem ist ein aktives Engagement der Aktionäre nur dann möglich, wenn dem Unternehmen die Identitäten aller Beteiligten bekannt sind.<sup>971</sup> Die Einführung von allgemeinen Transparenzregeln auf europäischer Ebene wäre in diesem Zusammenhang für zwei Antwortende ebenfalls vorstellbar.<sup>972</sup>
- Europaweite Lösung: Um den Dialog zwischen Emittenten und Aktionären im Bereich der Corporate Governance zu erhöhen, besteht die Notwendigkeit einer europaweiten Lösung. Ein einheitliches Rahmenwerk sollte angestrebt werden, um eine effektive Identifizierung und Interaktion unter den einzelnen Akteuren zu gewährleisten. Dieser Auffassung waren drei Antwortende.<sup>973</sup>

Da beide Stellungnahmen der Gegner zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Kein Verbot von Inhaberanteilen: Nach Auffassung des Stellungnehmenden, sei es nicht angemessen Inhaberanteile zu verhindern und eine Erhöhung des Engagements der Aktionäre zu verlangen. Diese

---

<sup>966</sup>Vgl. ST-Nr. 396.

<sup>967</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>968</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>969</sup>Vgl. ST-Nr. 56, 288, 354.

<sup>970</sup>Vgl. ST-Nr. 56.

<sup>971</sup>Vgl. ST-Nr. 354.

<sup>972</sup>Vgl. ST-Nr. 138, 336.

<sup>973</sup>Vgl. ST-Nr. 92, 115, 124.

Anlageform verschafft dem Halter oft eine Erleichterung, falls er beschließen sollte, sich nicht aktiv an der Governance des Unternehmens zu beteiligen.<sup>974</sup>

- Regulierung auf nationaler Ebene: Zwar sei der Grundgedanke einer Verbesserung der Kommunikation der anonymen Aktionäre im Hinblick auf Corporate Governance-Fragen sehr hilfreich, jedoch scheint dies für den zweiten Gegner nur auf nationaler Ebene sinnvoll zu sein. Zudem sollte eine Erhöhung der Transparenz und Verbesserung der Zusammenarbeit der Aktionäre nicht durch Regulierungen erfolgen. Eine übergreifende Regulierung auf europäischer Ebene erscheint auf den ersten Blick zu komplex, um effiziente und praktische Regeln zu schaffen.<sup>975</sup>

## 9.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

83% (15 von 18 ST) der Stellungnehmenden innerhalb dieser Gruppe ging im Zuge der Konsultation auf die Frage 20 ein.<sup>976</sup> Dabei ist eine leichte Mehrheit auf der Seite der Befürworter erkennbar. 53% (8 ST) der Stellungnehmenden befürworteten weitere Initiativen in diesem Bereich. Dem Gegenüber liefern 40% (6 ST) ablehnende Ansichten bezüglich zusätzlicher Maßnahmen zur Identifizierung der Aktionäre. Ein Stellungnehmender (7%) ist neutral einzustufen.<sup>977</sup>

Folgende Argumente wurden innerhalb der positiven Stellungnahmen am häufigsten angeführt:

- Problem der momentanen Divergenz innerhalb Europas: Ein Problem, das drei Stellungnehmende anführen, sind die momentanen Unterschiede hinsichtlich der Identifizierung der tatsächlichen Aktionäre im europäischen Raum. Einige Mitgliedsstaaten ermöglichen den Emittenten durch nationale Regelungen eine uneingeschränkte Identifizierung ihrer Aktionäre unabhängig von der Höhe der Beteiligung. In anderen Mitgliedsstaaten haben Emittenten wiederum nicht diese Möglichkeiten oder nur sehr eingeschränkt (beispielsweise ausschließlich während der Hauptversammlung). Dieser Aspekt hindert die Entwicklung einer guten Corporate Governance. Nach Ansicht der Stellungnehmenden ist die Beteiligung an der Abstimmung innerhalb der Hauptversammlung in jenen Ländern signifikant höher, in denen die Offenlegung ausgeprägter ist. Eine Erhöhung der Transparenz ermöglicht eine effizientere Einbindung der Aktionäre durch ihre Emittenten und ermöglicht konstruktive Diskussionen über Corporate Governance-Themen, welches im Interesse der Investoren liegt. Abermals werden die Bemühungen des T2S Projektes in diesem Bereich angeführt, welche Vorschläge zur europäischen Gesetzesänderung entwickelt, um Emittenten die Identifizierung ihrer Aktionäre zu erleichtern.<sup>978</sup>

---

<sup>974</sup>Vgl. ST-Nr. 46.

<sup>975</sup>Vgl. ST-Nr. 73.

<sup>976</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>977</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>978</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130, 360.

- Ausübung der grenzüberschreitenden Abstimmungsrechte nicht effektiv: Aufgrund der mangelnden Transparenz hinsichtlich der Identifizierung der Aktionäre, ist vor allem die Ausübung der grenzüberschreitenden Abstimmung der Aktionäre sehr ineffizient.<sup>979</sup> Ausländische Aktionäre sind oft nicht ausreichend über die Belange der Unternehmen informiert (z.B. über die Hauptversammlung) und üben dadurch ihre Abstimmungsrechte nicht aus. Eine Verbesserung der Kommunikation zwischen dem Emittenten und ihren ausländischen Aktionären sollte daher angestrebt werden. Die Identifizierung der Aktionäre würde zudem die Transparenz hinsichtlich ihrer Anteile steigern. Dadurch stärke man die interne Kommunikation des Unternehmens und das Verständnis hinsichtlich der Handlungen des Verwaltungsrates auf Seiten der Aktionäre.<sup>980</sup> Ein einheitlich europäischer Standard zur Offenlegung der tatsächlichen Aktionäre wäre in diesem Zusammenhang ebenfalls vorstellbar.<sup>981</sup> Zwei Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.
- Informationen auf der Homepage: Um eine Versorgung der Marktakteure mit relevanten Informationen des Unternehmens gewährleisten zu können sollte nach Ansicht von drei Stellungnehmenden das Internet effektiver genutzt werden.<sup>982</sup> Möglich wäre die Errichtung einer Plattform auf der Webseite des Unternehmens, die eine Kommunikation zwischen den Aktionären stärken würde.<sup>983</sup> Zudem könnten Informationen bezüglich einzelner Tagesordnungspunkte der Hauptversammlung effizienter verbreitet werden. Die Implementierung eines solchen Systems wäre sehr zeit- und kostensparend.<sup>984</sup> Eine detaillierte Übersicht aller Aktionäre des Unternehmens auf der Webseite in Form eines Jahresberichts wäre hierbei ebenfalls vorstellbar.<sup>985</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Als problematisch sehen zwei Antwortende die Identifizierung von registrierten Aktionären. Zwar ist die Registrierung oft verpflichtend, jedoch erschweren Inhaberaktien, nominees und custodians die Identifizierung der tatsächlichen Eigentümer des Unternehmens. Dieser Aspekt ist hinderlich für einen effektiven Dialog über Corporate Governance-Themen zwischen dem Unternehmen und den Aktionären, jedoch bezweifeln die Antwortenden, dass gesetzliche Mechanismen hier Verbesserung schaffen könnten. Aufgrund der technologischen Entwicklung wären andere Wege geeigneter, weshalb regulierende Maßnahmen abgelehnt werden.<sup>986</sup>

---

<sup>979</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 109.

<sup>980</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>981</sup>Vgl. ST-Nr. 109.

<sup>982</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 228, 342.

<sup>983</sup>Vgl. ST-Nr. 228.

<sup>984</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>985</sup>Vgl. ST-Nr. 342.

<sup>986</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Zwar wurden in Großbritannien bereits effektive Mechanismen implementiert, um Aktionäre besser zu identifizieren, jedoch ist dies nicht in allen Mitgliedsstaaten der Fall, weshalb es dem Antwortenden nachvollziehbar ist, dass viele europäische Emittenten die Implementierung des vorgeschlagenen Mechanismus begrüßen würden. Einige Punkte bedürfen jedoch weiterer Behandlung. Wer die Kosten eines solchen Systems trägt und inwiefern ein solcher Mechanismus mit den Datenschutzbestimmungen kompatibel sein kann, sollte zuerst geklärt werden, bevor weitere Maßnahmen erfolgen. Über die Errichtung geeigneter Schutzmaßnahmen hinsichtlich des Gebrauchs der Informationen sollte ebenfalls debattiert werden.<sup>987</sup>

## 9.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Die Beteiligung an der Frage 20 lag innerhalb der Gruppe der anderen Unternehmen bei 68% (47 von 69 ST).<sup>988</sup> Im Allgemeinen ist die Grundstimmung positiv einzustufen. Die Befürworter weisen einen Wert von 53% (25 ST) auf, wohingegen die Gegner solcher Initiativen mit 43% (20 ST) knapp dahinter liegen. Zwei Stellungnehmende (4%) sind dem neutralen Lager zuzuordnen.<sup>989</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Problem der momentanen Divergenz innerhalb Europas: Fünf Stellungnehmende führten abermals die Schwierigkeiten hinsichtlich der unterschiedlichen Identifizierungsmöglichkeiten der Aktionäre innerhalb der Europäischen Union an.<sup>990</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in der vorangegangenen Gruppe angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppe Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.
- Aufforderung der Intermediaries und custodians, Informationen weiterzuleiten: Ziel neuer Maßnahmen sollte nicht nur die Steigerung der Aktionärstransparenz innerhalb Europas sein, sondern auch auf internationaler Ebene.<sup>991</sup> Bei grenzüberschreitenden Beteiligungen scheitert oft die Kommunikation zwischen den Aktionären und Emittenten daran, dass Intermediaries relevante Informationen nicht weiterleiten. Nationale Gesetzgebungen versagen in diesem Zusammenhang hinsichtlich der Aufforderung zur Übermittlung der Informationen durch diese Akteure.<sup>992</sup> Um eine grenzüberschreitende Interaktion zu erleichtern und etwaige Unklarheiten zu beseitigen, sollten Intermediaries gesetzlich dazu aufgefordert werden, die relevanten Informationen weiterzuleiten. Eine gesetzliche Verpflichtung zur Offenlegung der tatsächlichen Aktionäre an den Emittenten von Seiten der Intermediaries bzw. custodians wäre in

---

<sup>987</sup>Vgl. ST-Nr. 316.

<sup>988</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>989</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>990</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 85, 169, 215, 307, 390.

<sup>991</sup>Vgl. ST-Nr. 301.

<sup>992</sup>Vgl. ST-Nr. 301, 404.

diesem Zusammenhang ebenfalls vorstellbar.<sup>993</sup> Dem Unternehmen sollte es zu jeder Zeit möglich sein, die notwendigen Informationen einzuholen. Bei einer Verweigerung dieser könnten Sanktionen in Erwägung gezogen werden.<sup>994</sup> Diese Ansichten führten fünf Stellungnehmende an.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichende Maßnahmen gesetzt: Die Mehrheit der Gegner führte an, dass bereits ausreichend nationale und internationale Maßnahmen gesetzt wurden, um die Identifizierung und Interaktion der Aktionäre zu erleichtern. Gesetzliche Regelungen wie auch freiwillige Initiativen wurden in diesem Zusammenhang ausreichend implementiert. Zudem strebt ein Großteil der Aktionäre eine Offenlegung ihrer Identitäten nicht an. Sie bevorzugen die Anonymität und eine passive Haltung zu dem Unternehmen. Möglichkeiten zur Kontaktaufnahme sind momentan viele gegeben (Forum, Kontaktdaten auf der Webseite, etc.), jedoch sollte die Entscheidung der Nutzung den Aktionären überlassen werden. Aus diesen Gründen werden weitere gesetzliche Maßnahmen von zehn Stellungnehmenden abgelehnt.<sup>995</sup>
- Getrennte Behandlung des Bereiches: Einige Gegner sehen die Probleme hinsichtlich einer effektiven Kontaktaufnahme und Identifizierung der Aktionäre ein und würden eine Erleichterung begrüßen. Jedoch ist ihrer Auffassung nach dies kein Schwerpunkt der Corporate Governance-Debatte, weshalb eine gesonderte Behandlung des Themas erfolgen sollte. Interessant ist hierbei, dass sieben Stellungnehmende (wie in Frage 18 und 19) exakt dieselben Argumente anführten. Zudem handelt es sich bei den Stellungnehmenden um fünf gelistete schwedische Unternehmen, die schwedische Vereinigung der gelisteten Unternehmen und das Bündnis des schwedischen Unternehmertums. Da in diesem Zusammenhang die Annahme getroffen wird, dass die fünf gelisteten Unternehmen Mitglieder der angeführten Vereinigung und/oder des Bündnisses sind, ist es naheliegend anzuführen, dass die Ausführungen von einem der beiden letztgenannten Stellungnehmenden als Vorbild für die restlichen diente.<sup>996</sup>

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt:

- Vorab sind einige Bereiche noch zu klären: Investoren verlangen viele Informationen des Unternehmens bezüglich Geschäftstätigkeiten, Struktur und dergleichen, weshalb es nach Ansicht des Antwortenden nachvollziehbar sei, dass Unternehmen an Informationen über ihre tatsächlichen Aktionäre interessiert sind. Eine Erhöhung der Transparenz wäre für die Kommunikation und Zusammenarbeit beider Parteien sehr förderlich. Zudem würde ein Mechanismus zur Identifizierung den Mangel an Engagement von Seiten der Investoren verbessern, jedoch sind einige Bereiche noch vorab zu klären, bevor weitere Maß-

---

<sup>993</sup>Vgl. ST-Nr. 49, 296, 301, 347, 404.

<sup>994</sup>Vgl. ST-Nr. 296, 347.

<sup>995</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 70, 81, 101, 193, 189, 245, 249, 405, 330.

<sup>996</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

nahmen gesetzt werden: 1. wer trägt die Kosten; 2. ab welcher Schwelle erfolgt eine Meldepflicht; 3. wie weit geht die Identifizierung innerhalb der Intermediarieskette; 4. Klarstellung der Rechte und Verantwortungen der custodians; 5. welche Art von Sanktionen werden installiert?<sup>997</sup>

- Analyse der Auswirkungen zukünftiger Initiativen: Der zweite Stellungnehmende führt ebenfalls die Vorteile einer erleichterten Identifizierung der Aktionäre an, jedoch sollte vor weiteren Maßnahmen auf europäischer Ebene die genauen Auswirkungen zusätzlicher Initiativen überprüft werden. In diesem Zusammenhang sollten die entstehenden Kosten ein vernünftiges Maß nicht übersteigen.<sup>998</sup>

## 9.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

24 der insgesamt 36 Stellungnehmenden (67%) innerhalb dieser Gruppe lieferten ihre Ansichten zur Frage 20.<sup>999</sup> Die Mehrheit der Stellungnehmenden ist dem Bereich positiv eingestellt. Ihr Anteil beträgt 63% (15 ST). Die restlichen 37% (neun ST) stehen gesetzlichen Maßnahmen für eine bessere Identifizierung der Aktionäre ablehnend gegenüber.<sup>1000</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Einführung eines gesetzlich/technischen Mechanismus: Sechs Stellungnehmende befürworten eine Einführung des vorgeschlagenen Systems auf europäischer Ebene zur Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten.<sup>1001</sup> Solch ein System erleichtert die Transparenz und die Implementierung von Abstimmungsprozessen innerhalb des Unternehmens.<sup>1002</sup> Zudem hätte dies einen positiven Effekt auf die Kommunikation und Zusammenarbeit der einzelnen Akteure der Organisation.<sup>1003</sup> Des Weiteren sollte den Aktionären erlaubt sein, das System zur Identifizierung anderer Aktionäre zum Zweck des Informationsaustausches zu nutzen. Jedoch sollte die Nutzung für gewerbliche Zwecke (z.B. Werbung) nicht erlaubt werden.<sup>1004</sup> Ein europaweites System wäre wesentlich effektiver als 27 unterschiedliche innerhalb der einzelnen Mitgliedstaaten.<sup>1005</sup>
- Schutz der Daten: In diesem Zusammenhang führen drei Stellungnehmende die Notwendigkeit des Schutzes der persönlichen Daten vor einer Missbräuchlichen Nutzung (z.B. Nutzung zu kommerziellen

---

<sup>997</sup>Vgl. ST-Nr. 154.

<sup>998</sup>Vgl. ST-Nr. 305.

<sup>999</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>1000</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>1001</sup>Vgl. ST-Nr. 6,126, 219, 244, 348, 403.

<sup>1002</sup>Vgl. ST-Nr. 126, 403.

<sup>1003</sup>Vgl. ST-Nr. 348.

<sup>1004</sup>Vgl. ST-Nr. 126, 403.

<sup>1005</sup>Vgl. ST-Nr. 244.

Zwecken). Europäische Gesetze hinsichtlich des Datenschutzes sollten hierbei in allen Belangen respektiert werden.<sup>1006</sup>

- Keine Einschränkung des Rechts auf Identifizierung der Aktionäre: In der Gesetzgebung sollte nach Ansicht von drei Antwortenden eine Bestimmung verankert werden wonach das Unternehmen bzw. der Emittent das Recht haben sollte, seine Aktionäre zu identifizieren.<sup>1007</sup> Die Einholung der Informationen sollte diesen Akteuren zu jeder Zeit möglich sein.<sup>1008</sup> Dadurch wird eine effektivere Kommunikation zwischen beiden Akteuren ermöglicht, weshalb solche Maßnahmen begrüßt werden.<sup>1009</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bestehende Regelungen ausreichend: Vier Stellungnehmende sehen die momentanen Regelungen hinsichtlich der Erhöhung der Transparenz in diesem Bereich als ausreichend an. Zudem ist es den Emittenten durch das Aktienregister möglich, ihre Aktionäre zu identifizieren und bei Bedarf zu kontaktieren. Weitere Maßnahmen erscheinen deshalb nicht notwendig zu sein.<sup>1010</sup>
- Nicht vom Vorteil eines solchen Systems überzeugt: Die Ausführungen der Europäischen Kommission hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit eines einheitlichen Systems zur Identifizierung der Aktionäre überzeugen zwei Stellungnehmende nicht ausreichend. Zudem sind die Kosten und der Nutzen eines solchen Mechanismus sehr unklar, weshalb beide den Vorschlag ablehnen.<sup>1011</sup>

## 9.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

58% der Staatsämter und Regierungsbehörden (15 von 26 ST) beteiligten sich an der Fragestellung 20.<sup>1012</sup> Dabei ist eine ausgeglichene Grundstimmung innerhalb der Gruppenmitglieder erkennbar. Mit jeweils 47% (sieben ST) weisen Befürworter bzw. Gegner idente Werte innerhalb der Statistik auf. Ein Gruppenmitglied (6%) steht dem Bereich neutral gegenüber.<sup>1013</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Um das Engagement von Seiten der Aktionäre zu stärken, ist es nach Ansicht einiger Befürworter wichtig, einen effektiven Dialog zwischen Unternehmen und den Aktionären zu ermöglichen.<sup>1014</sup> Probleme treten jedoch vor allem bei grenzüberschreitenden Beteiligungen auf. Aufgrund des Mangels an Offenlegung der tatsäch-

---

<sup>1006</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 219, 248.

<sup>1007</sup>Vgl. ST-Nr. 1, 11, 237.

<sup>1008</sup>Vgl. ST-Nr. 11.

<sup>1009</sup>Vgl. ST-Nr. 237.

<sup>1010</sup>Vgl. ST-Nr. 18, 47, 67, 327.

<sup>1011</sup>Vgl. ST-Nr. 290, 295.

<sup>1012</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>1013</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

<sup>1014</sup>Vgl. ST-Nr. 253.

lichen Aktionäre ist eine direkte Kontaktaufnahme dieser Akteure mit Schwierigkeiten verbunden.<sup>1015</sup> Aus diesem Grund sind Maßnahmen auf europäischer Ebene notwendig, um dem Identifizierungsproblem entgegenzuwirken. Eine Erleichterung sollte in diesem Bereich geschaffen werden, um die Kommunikation hinsichtlich Corporate Governance-Themen zu fördern und die Transparenz zu erhöhen.<sup>1016</sup> Vier Stellungnehmende führten diese Argumente an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Die momentane Bestimmungen würden nach Ansicht von sechs Stellungnehmenden die Identifizierung der Aktionäre ausreichend gewährleisten.<sup>1017</sup> In diesem Zusammenhang wurde die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG<sup>1018</sup> am häufigsten angeführt, die eine Meldeschwelle für die Veröffentlichung von Anteilen festsetzt.<sup>1019</sup> Die Richtlinie 2007/14/EG<sup>1020</sup>, das Namensaktien- und Aktiengesetz aus Großbritannien wurden hierbei ebenfalls angeführt, weshalb weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>1021</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Zwar stimmt der Stellungnehmende den Ausführungen der Europäischen Kommission hinsichtlich der potenziellen Vorteile eines solchen Mechanismus zu, jedoch sollten weitere Untersuchungen in diesem Bereich vorgenommen werden, um eine Implementierung ausreichend rechtfertigen zu können.<sup>1022</sup>

## 9.10. Andere

Da die Fragestellung 20 keine Unterkategorie der zusammengefassten Gruppe Andere direkt anspricht, erfolgt abermals eine kurze Darstellung der allgemeinen Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe. In Summe lag die Anteilnahme an der Frage 20 bei 59% (47 von 80 ST).<sup>1023</sup> Überwiegend sind mit 70% (33 ST) Befürworter zu verzeichnen. Dem Gegenüber lehnen 30% (14 ST) der Stellungnehmenden weitere Maßnahmen zur Erleichterung der Identifizierung der Aktionäre ab.<sup>1024</sup>

---

<sup>1015</sup>Vgl. ST-Nr. 284.

<sup>1016</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 283, 284.

<sup>1017</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 260, 265, 277, 278, 285.

<sup>1018</sup>Vgl. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>1019</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 265, 278, 285.

<sup>1020</sup>„mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind“.

<sup>1021</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 278, 285.

<sup>1022</sup>Vgl. ST-Nr. 272.

<sup>1023</sup>Vgl. Abs. 9.11.1., S. 156, Abb. 18.

<sup>1024</sup>Vgl. Abs. 9.11.2., S. 157, Abb. 19.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Einführung eines gesetzlichen/technischen Mechanismus: Die Einführung des vorgeschlagenen, gesetzlichen und/oder technischen Mechanismus, um die Identifizierung der Aktionäre auf europäischer Ebene zu erleichtern, befürworteten elf Stellungnehmende.<sup>1025</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Sonstige Verbände, Komitees und Foren.
- Schutz der Daten: In diesem Zusammenhang fordern vier Stellungnehmende einen ausreichenden Schutz von sensiblen Daten.<sup>1026</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in einer vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppe Sonstige Verbände, Komitees und Foren erfolgen.
- Meldeschwelle: Um die Anlegertransparenz weiter zu erhöhen, wäre die Herabstufung der momentanen Meldeschwelle der Anteile nach der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG<sup>1027</sup> von 5% auf 3% bzw. 2% europaweit vorstellbar.<sup>1028</sup> Dadurch ist es dem Unternehmen möglich, sich auf die Aktionärsstruktur einzustellen und auf Veränderung dieser angemessen zu reagieren. Eine Erleichterung hinsichtlich der Entwicklung von nachhaltigen Unternehmensstrategien wäre dadurch ebenfalls möglich. Den Anteilsbesitz ab 1% offenzulegen, wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls vorgeschlagen.<sup>1029</sup> Im Allgemeinen sollten die Bestimmungen der Meldeschwelle genauer Überprüfung werden, um in weiter Folge eine Harmonisierung auf europäischer Ebene anstreben zu können.<sup>1030</sup> Vier Stellungnehmende befassten sich mit diesem Bereich.
- Individuelle Identifikationsnummer für Investoren: Eine Möglichkeit, die Identifizierung der Investoren zu erleichtern und den Dialog mit Emittenten zu steigern, wäre die Ausstattung dieser Akteure mit individuellen Identifikationscodes.<sup>1031</sup> Für ausgegebene Anteile besteht bereits solch eine Kodierung, weshalb eine Erweiterung für Investoren denkbar wäre.<sup>1032</sup> In weiterer Folge könnten andere Akteure (custodian, broker, advisor, depositors) ebenfalls mit individuellen Codes ausgestattet werden, um das System zu vervollständigen.<sup>1033</sup> Diese Ansichten gaben zwei Stellungnehmende an.
- Ausgabe von Namensaktien: Um dem Problem der Inhaberaktien entgegenzuwirken (keine Registrierung der tatsächlichen Aktionäre), wäre für zwei Antwortende die verpflichtende Ausgabe von Namens-

---

<sup>1025</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 21, 32, 38, 111, 117, 239, 344, 371.

<sup>1026</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 74, 89, 355.

<sup>1027</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>1028</sup>Vgl. ST-Nr. 61, 300, 363

<sup>1029</sup>Vgl. ST-Nr. 363

<sup>1030</sup>Vgl. ST-Nr. 374.

<sup>1031</sup>Vgl. ST-Nr. 61, 172.

<sup>1032</sup>Vgl. ST-Nr. 172.

<sup>1033</sup>Vgl. ST-Nr. 61.

aktien vorstellbar. Zum einen würde dies die Transparenz der Aktionärsbasis erhöhen, zum anderen wird der Zugang der Emittenten zu seinen Aktionären erleichtert.<sup>1034</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Die Bestimmungen der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG<sup>1035</sup> hinsichtlich der Meldepflicht für signifikante Anteile, erscheinen fünf Antwortenden in diesem Bereich als ausreichend.<sup>1036</sup> Zudem wurden individuelle Maßnahmen in den einzelnen Mitgliedsstaaten entwickelt, um die Interaktion der einzelnen Akteure zu verbessern (Internetforen, etc.).<sup>1037</sup> Von einer Erhöhung der momentanen Transparenz hinsichtlich der Anlegerbasis würden nur Emittenten profitieren, sollten sie nicht verpflichtet werden, die erhaltenen Informationen weiterzuleiten. Dies wäre für die Zusammenarbeit der Investoren nicht förderlich, da sie weiterhin keine Kenntnisse über die anderen Investoren erlangen könnten.<sup>1038</sup> Weitere Initiativen werden aus diesen Gründen abgelehnt.

## **9.11. Zusammenfassung**

### **9.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 20**

Mit 89% lieferte die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände die höchste Anteilnahme an der Frage 20. Ebenfalls im oberen Bereich zu finden war die Gruppe Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände, welche einen Wert von 83% aufwies. Den niedrigsten Anteil der Statistik verzeichnete die Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Lediglich die Hälfte der Stellungnehmenden innerhalb dieser Gruppe ging auf die Frage 20 ein. Grafisch wird das Endergebnis nochmals dargestellt.

---

<sup>1034</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

<sup>1035</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

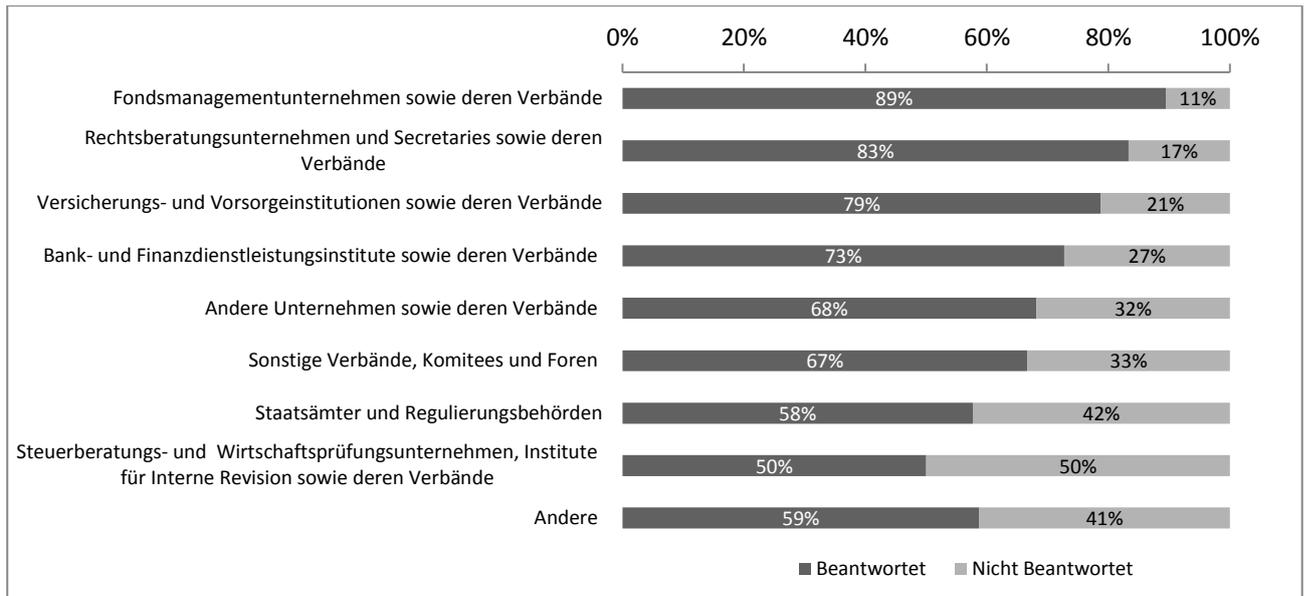
<sup>1036</sup>Vgl. ST-Nr. 3, 36, 112, 139, 331

<sup>1037</sup>Vgl. ST-Nr. 200, 349

<sup>1038</sup>Vgl. ST-Nr. 112, 331

## Frage 20

Abbildung 18: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 20



Quelle: Eigene Darstellung

### 9.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 20

Die höchste Zustimmung im Hinblick auf weitere Maßnahmen zur Erleichterung der Identifizierung von Aktionären durch ihre Emittenten fand sich in der Gruppe Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände wieder. Der Anteil der Befürworter lag hier bei 88%. Zudem verzeichneten die Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände und Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände mit 85% bzw. 82% ebenfalls hohe Werte innerhalb der Auswertung.

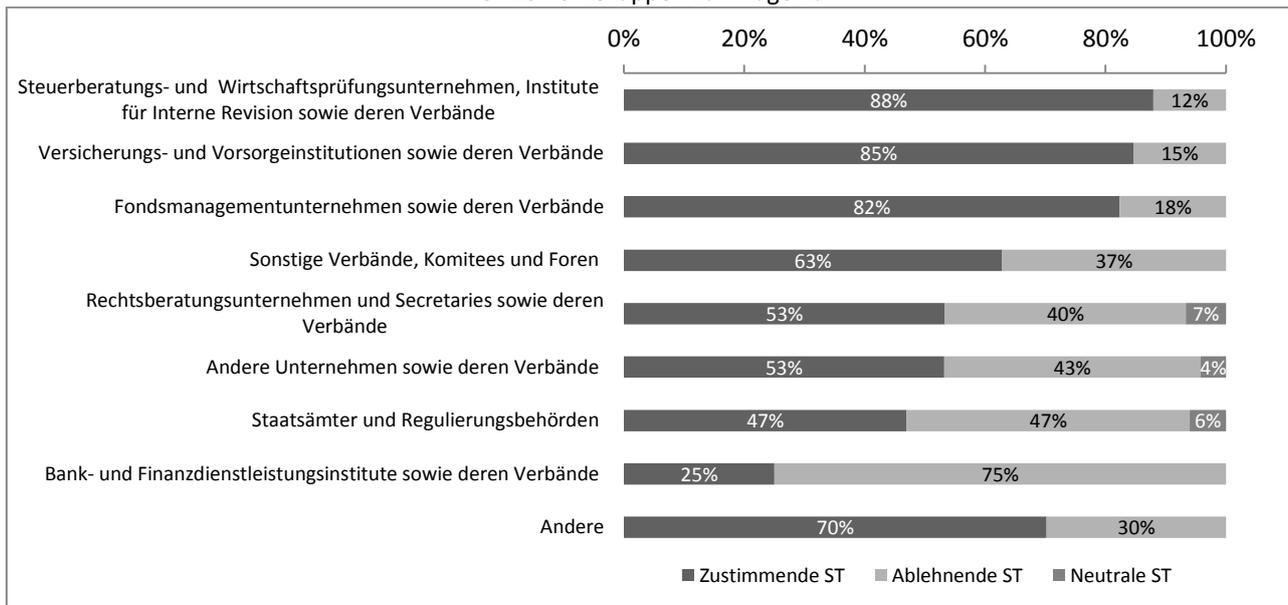
Ein häufig angeführtes Problem liegt vor allem in der langen Investitionskette am Kapitalmarkt. Die Vielzahl an Intermediaries innerhalb dieser Kette, verhindert einen effektiven Informationsaustausch zwischen Emittenten und Endinvestor. Dies erschwert in weiterer Folge die Identifizierung der tatsächlichen Aktionäre. Eine Erhöhung der Transparenz ist in diesem Bereich notwendig weshalb die Mehrheit der Gruppen, ein einheitliches System zur Identifizierung der Aktionäre auf europäischer Ebene begrüßen würde. Eine verbesserte Offenlegung der Eigentümerschaft der Anteile wäre für den Dialog zwischen Emittenten und ihren Aktionären und die Zusammenarbeit der Aktionäre förderlich.

Die höchste Ablehnung gegenüber weiteren Maßnahmen verzeichnete die Gruppe der Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände. Ihr Anteil lag bei 75%. Überwiegend schaffen nach Ansicht der Gegner nationale sowie internationale Regelungen bereits eine notwendige Transparenz hinsichtlich

## Frage 20

der Aktionäre. Die Richtlinie 2004/109/EG<sup>1039</sup> wurde in diesem Zusammenhang am häufigsten angeführt. Die darin bestimmte Meldepflicht von signifikanten Anteilen wird als ausreichend erachtet, weshalb weitere Maßnahmen überflüssig erscheinen. Zudem sollten Aktionären das Recht auf Anonymität im Unternehmen nicht genommen werden. Die nachfolgende Grafik fasst die gewonnenen Daten der Auswertung nochmals zusammen.

Abbildung 19: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 20



Quelle: Eigene Darstellung

### 9.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 20

Den höchsten Anteil an zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen verzeichnete an dieser Stelle Großbritannien. Innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen lag Schweden und Deutschland mit jeweils 12% bzw. 13% relativ nah beieinander. Kein eindeutiges Ergebnis lieferte in diesem Zusammenhang die Auswertung der neutralen Stellungnahmen. Großbritannien, die Vereinigten Staaten von Amerika, Lettland sowie die europäischen Vereinigungen verzeichneten einen Wert von 25%. Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass eine überwiegende Zustimmung innerhalb der Länder bezüglich weiterer Initiativen zur Erleichterung der Identifizierung von Aktionären durch die Emittenten besteht. In diesem Zusammenhang standen 144 zustimmende Stellungnahmen, 83 ablehnende Stellungnahmen gegenüber.

<sup>1039</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

## Frage 20

Tabelle 11: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 20

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>42 (29%)</b>	<b>14 (17%)</b>	<b>1 (25%)</b>
Europäische Vereinigungen	18 (13%)	7 (8%)	<b>1 (25%)</b>
Deutschland	9 (6%)	11 (13%)	X
Schweden	9 (6%)	10 (12%)	X
Vereinigte Staaten von Amerika	3 (2%)	2 (3%)	<b>1 (25%)</b>
Lettland	X	X	<b>1 (25%)</b>
Rest	63 (44%)	39 (47%)	X
<b>Summe:</b>	<b>144 (100%)</b>	<b>83 (100%)</b>	<b>4 (100%)</b>

Quelle: Eigene Darstellung

## 10. **Zusätzliche Rechte für Minderheitsaktionäre (Frage 21)**

### 10.1. **Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

In diesem Zusammenhang wirft die Europäische Kommission die Frage auf, inwieweit Minderheitsaktionäre noch zusätzlicher Schutzmechanismen bedürfen. Dies bezieht sich vor allem auf jene Unternehmen, in welchen Aktionäre mit beherrschendem Einfluss oder Mehrheitsaktionäre auftreten und dadurch die Unternehmensaktivitäten kontrollieren. Nach Ansicht der Europäischen Kommission erschwert dieser Aspekt die ausreichende Vertretung der Interessen der Minderheitsaktionäre im Unternehmen. Zudem ist eine effektivere Vertretung dieser Akteure in den Aufsichts- bzw. Verwaltungsräten noch nicht in allen Mitgliedsstaaten ersichtlich, weshalb folgende Fragestellung formuliert wurde<sup>1040</sup>:

Frage 21: „Benötigen Ihrer Meinung nach Minderheitsaktionäre zusätzliche Rechte, um ihre Interessen in Unternehmen mit Mehrheitsaktionären oder Aktionären mit beherrschendem Einfluss wirksam zu vertreten?“<sup>1041</sup>

### 10.2. **Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Die Fragestellung bezüglich zusätzlicher Rechte für Minderheitsaktionäre wurde innerhalb dieser Gruppe zu 70% (23 von 33 ST) beantwortet.<sup>1042</sup> Dabei ist die Stimmung im Allgemeinen ablehnend einzustufen. Mit 74% (17 ST) sind die Gegner hierbei in der Mehrheit. Die restlichen 26% (sechs ST) stehen weiteren Initiativen positiv gegenüber.<sup>1043</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Ausreichende Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre:** Nach Auffassung von drei Antwortenden seien die momentanen Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre nicht ausreichend. In vielen Mitgliedsstaaten erfolgt eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre innerhalb von Unternehmen, in welchen Aktionäre mit beherrschendem Einfluss auftreten. Eine Gleichbehandlung aller Investoren und geeignete Schutzmechanismen für Minderheitsaktionäre sollten angestrebt werden, um eine effektive Zusammenarbeit und Engagement zu fördern.<sup>1044</sup>
- **Möglichkeit der Ernennung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern:** Die Einflussmöglichkeiten innerhalb eines Unternehmens mit beherrschenden Aktionären ist für Minderheitsaktionäre oft begrenzt. Die Ausstattung der Aktionäre mit unterschiedlichen Abstimmungsrechten führt zu einem Un-

<sup>1040</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 19.

<sup>1041</sup>Vgl. ebd., S. 26.

<sup>1042</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1043</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1044</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 240, 297.

gleichgewicht im Unternehmen und verschärft das Problem nur weiter. Beherrschende Aktionäre erhalten oft multiple Abstimmungsrechte und bestimmen die Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates in gelisteten Unternehmen. Dadurch erfolgt eine weitere Stärkung ihrer bereits dominierenden Position innerhalb der Organisation.<sup>1045</sup> Um diesem Problem entgegenzuwirken, würden vier Antwortende es als angemessen ansehen, wenn Minderheitsaktionäre die Ernennung/Nominierung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern ebenfalls ermöglicht wird.<sup>1046</sup> Dadurch erfolgt eine Minderung der Dominanz jener Aktionäre mit beherrschendem Einfluss im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat und eine Stärkung der Interessen von Minderheitsaktionären.<sup>1047</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichend geregelt: Überwiegend führen die Stellungnehmenden an, dass die momentanen Regelungen für Minderheitsaktionäre ausreichen.<sup>1048</sup> Die momentanen Standards gewährleisten einen ausreichenden Schutz für Minderheitsaktionäre.<sup>1049</sup> Die Einführung zusätzlicher Rechte hätte ausschließlich einen negativen Effekt auf die Position der kontrollierenden Aktionäre, welcher gegenüber diesen Akteuren schwer zu begründen ist.<sup>1050</sup> Diese Ansichten gaben sieben Stellungnehmende an.
- Maßnahmen auf nationaler Ebene: Dieser Bereich sei nach Ansicht von fünf Antwortenden sehr wichtig, jedoch sollten Änderungen, wenn notwendig, auf nationaler Ebene erfolgen. Von einer gesamteuropäischen Lösung sollte Abstand genommen werden.<sup>1051</sup>

### 10.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Die Beteiligung innerhalb dieser Gruppe lag bei 73% (24 von 33 ST).<sup>1052</sup> Die Grundstimmung ist erneut ablehnend einzustufen. Die Gegner weisen einen Wert von 83% (18 ST) auf. Lediglich drei Stellungnehmende (13%) stehen der Thematik positiv gegenüber. Ein Stellungnehmender (4%) führt in diesem Zusammenhang neutrale Ansichten an.<sup>1053</sup>

Da alle drei Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

---

<sup>1045</sup>Vgl. ST-Nr. 340, 345.

<sup>1046</sup>Vgl. ST-Nr. 240, 297, 340, 345.

<sup>1047</sup>Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>1048</sup>Vgl. ST-Nr. 19, 140, 180, 213, 311, 361, 366.

<sup>1049</sup>Vgl. ST-Nr. 180.

<sup>1050</sup>Vgl. ST-Nr. 140.

<sup>1051</sup>Vgl. ST-Nr. 14, 17, 103, 104, 121.

<sup>1052</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1053</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

- Überprüfung der Benachteiligung von Minderheitsaktionären in der Gesetzgebung: Grundsätzlich wäre es, nach Ansicht des Antwortenden, hilfreich, wenn Minderheitsaktionäre zusätzliche Rechte zugesprochen werden. Eine Überprüfung der Übernahmeangebotsrichtlinie 2004/25/EG bezüglich der Benachteiligung von Minderheitsaktionären ist in diesem Zusammenhang ebenfalls zu begrüßen. Eine tiefgründigere Auseinandersetzung mit dem Bereich sollte angestrebt werden.<sup>1054</sup>
- Stärke Einbindung in das Unternehmen: Um gleiche Rechte innerhalb der Aktionärsbasis zu gewährleisten, sollten die Interessen der Minderheitsaktionäre nach Auffassung des Stellungnehmenden effektiver im Unternehmen repräsentiert werden. In diesem Zusammenhang sollte eine Unterscheidung zwischen langfristigen Minderheitsaktionären und kurzfristigen Spekulanten erfolgen. Die Zuweisung zusätzlicher Abstimmungsrechte und Dividendenansprüche wäre für langfristige Aktionäre in diesem Zusammenhang vorstellbar. Der one share, one vote-Grundsatz und eine stärkere Ermutigung zur Beteiligung an der Hauptversammlung sind gute Initiativen, um die Position der Minderheitsaktionäre zu stärken.<sup>1055</sup>
- Gleiche Behandlung aller Investoren im Unternehmen: Das Essentielle in diesem Zusammenhang sei nach Ansicht des letzten Stellungnehmenden eine gleiche Behandlung aller Investoren. Unabhängig von Anteilen sollte jeder Aktionär die Möglichkeit haben, an der Hauptversammlung teilzunehmen, abzustimmen und seine Meinung zu äußern. In Polen sind Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitglieder zur Unabhängigkeit gesetzlich verpflichtet. Dadurch erfolgt die Wahrung der Interessen aller Aktionäre, insbesondere jener der Minderheitsaktionäre, innerhalb des Unternehmens. Dieses Modell sollte als Vorbild für andere Mitgliedsländer dienen.<sup>1056</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichend geregelt: Auf nationaler Ebene wurden bereits ausreichend Regelungen eingeführt, um die Rechte der Minderheitsaktionäre zu bewahren.<sup>1057</sup> Zudem liefere auf europäischer Ebene die Richtlinie 2007/36/EG<sup>1058</sup> ein ausreichendes Rahmenwerk, um die Rechte der Aktionäre zu regulieren.<sup>1059</sup> Hierbei sei es wichtig, ein ausgewogenes Gleichgewicht zwischen Minderheits- und Mehrheitsaktionären zu schaffen, um eine Übervorteilung eines Akteurs zu vermeiden. Zusätzliche Rechte für den Minderheitsaktionär würden seine Position gegenüber den anderen Aktionären exzessiv stärken. Eine missbräuchliche Ausnutzung der Stellung wäre hierbei nicht auszuschließen.<sup>1060</sup> Neun Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

---

<sup>1054</sup> Vgl. ST-Nr. 179.

<sup>1055</sup> Vgl. ST-Nr. 352.

<sup>1056</sup> Vgl. ST-Nr. 387.

<sup>1057</sup> Vgl. ST-Nr. 33, 185, 196, 214, 333, 398, 402.

<sup>1058</sup> Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>1059</sup> Vgl. ST-Nr. 33, 351, 214, 402.

<sup>1060</sup> Vgl. ST-Nr. 124, 343, 402.

- Mangelnde Ausübung der bestehenden Rechte: Das Problem liege nach Ansicht von drei Stellungnehmenden nicht an einem Mangel an Rechten für Minderheitsaktionäre. Vielmehr bestehe ein Mangel hinsichtlich der freiwilligen Ausübung dieser Rechte.<sup>1061</sup> In diesem Zusammenhang wären Maßnahmen zur Steigerung der Ausübung zielführender als zusätzliche Regelungen. Eine Möglichkeit hierbei wäre die stärkere Anwendung von modernen Kommunikationstechnologien, um Minderheitsaktionäre mehr zu ermutigen, ihre bestehenden Rechte auszuüben.<sup>1062</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden sollte eine genauere Überprüfung dieses Bereiches durchgeführt werden. Auf nationaler und europäischer Ebene wurden bereits Maßnahmen gesetzt, um gegen opportunistischem Verhalten vorzugehen (Squeeze out-Regelungen). Eine Erweiterung der Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre könnte eventuell ausgenutzt werden (beispielsweise Blockierung von Entscheidungen in der Hauptversammlung). Zudem sollte die Europäische Kommission die unterschiedlichen gesetzlichen Traditionen der einzelnen Mitgliedsstaaten beachten, bevor weitere Maßnahmen gesetzt werden. Eine Harmonisierung der gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich der Minderheitsaktionäre sollte ohne vorherige genaue Auswirkungsanalyse nicht angestrebt werden.<sup>1063</sup>

#### **10.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände**

Mit knapp 79% (15 von 19 ST) lag die Beteiligung innerhalb der Fondsmanagementunternehmen relativ hoch.<sup>1064</sup> Jedoch ist die allgemeine Einstellung zum Themenbereich im Vergleich zu den vorangegangenen Gruppen wesentlich positiver. 80% (zwölf ST) der Stellungnehmenden befürworteten in diesem Zusammenhang die angestrebten Initiativen der Europäischen Kommission. Die restlichen 20% (drei ST) stehen einem solchen Vorhaben ablehnend gegenüber.<sup>1065</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Einheitliche Aktionärsrechte innerhalb der europäischen Union: Die Regelungen hinsichtlich der Aktionärsrechte sind innerhalb der Mitgliedsstaaten sehr unterschiedlich. In manchen Mitgliedsstaaten sind diese sehr ausgeprägt, in anderen allerdings nicht.<sup>1066</sup> Konsistentere Aktionärsrechte auf europäischer Ebene würden das Risiko in Verbindung mit Kapitalinvestitionen verringern und für das Wirtschaftswachstum förderlich sein. Minderheitsaktionäre sollten ausreichend gegenüber der Willkür des Mana-

---

<sup>1061</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 185, 334.

<sup>1062</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 334.

<sup>1063</sup>Vgl. ST-Nr. 324.

<sup>1064</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1065</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1066</sup>Vgl. ST-Nr. 16.

gements und der Kontrollorgane im Unternehmen geschützt werden.<sup>1067</sup> Standards sollten entwickelt werden, um ausreichend gleichmäßigen Schutz in allen Märkten zu gewährleisten.<sup>1068</sup> Diese Ansichten gaben drei Stellungnehmende an.

- Möglichkeit der Ernennung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern: Um ausreichend gewährleisten zu können, dass die Interessen der Minderheitsaktionäre im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat angemessen vertreten werden, sollten diese Akteure die Zusammensetzung des Rates beeinflussen können.<sup>1069</sup> Die Ernennung bzw. Nominierung von unabhängigen Mitgliedern durch Minderheitsaktionäre sollte nach Auffassung von vier Antwortenden möglich sein.<sup>1070</sup> Dadurch wäre eine Interessenvertretung dieser Akteure in der oberen Ebene des Unternehmens gewährleistet. Die Zusammensetzung eines qualifizierten Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates mit ausreichend unabhängigen Mitgliedern wäre für einen weiteren Antwortenden in diesem Zusammenhang ebenfalls vorstellbar. Hierbei sollten zumindest ein Drittel der Mitglieder eine Unabhängigkeit gegenüber dem Unternehmen und den Großaktionären vorweisen können.<sup>1071</sup>
- Tagesordnungspunkte in der Hauptversammlung: Eine weitere Möglichkeit, um die Interessen der Minderheitsaktionäre zu stärken, wäre die Implementierung des Rechts zur Festsetzung von Tagesordnungspunkten bzw. Resolutionen innerhalb der Hauptversammlung durch diese Akteure. Dies sollte auch bei relativ geringen Anteilen (1-5%) möglich sein.<sup>1072</sup> Zudem sollte der one share, one vote-Grundsatz weiter gestärkt werden, um Privilegien von beherrschenden Aktionären abzuschaffen und die Position der Minderheitsaktionäre zu stärken.<sup>1073</sup> Diese Argumente führten drei Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Nach Auffassung von zwei Stellungnehmenden sind weitere Maßnahmen nicht notwendig, da nationale Regelungen (Unternehmensrecht) bereits ausreichende Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre liefern.<sup>1074</sup> Zudem sollte vom Vorhaben einer Repräsentierung von Minderheitsaktionären im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat Abstand genommen werden. Der Grundsatz eines unabhängigen Rates liegt darin, im Interesse des gesamten Unternehmens zu agieren und nicht nur für eine spezifische Gruppe.<sup>1075</sup>

---

<sup>1067</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 303.

<sup>1068</sup>Vgl. ST-Nr. 118.

<sup>1069</sup>Vgl. ST-Nr. 113.

<sup>1070</sup>Vgl. ST-Nr. 25, 223, 303, 338.

<sup>1071</sup>Vgl. ST-Nr. 94.

<sup>1072</sup>Vgl. ST-Nr. 156, 338.

<sup>1073</sup>Vgl. ST-Nr. 156, 306, 338.

<sup>1074</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 395.

<sup>1075</sup>Vgl. ST-Nr. 141.

## 10.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände

Auffällig hierbei war die geringe Beteiligung dieser Gruppe an der Frage 21. Mit 38% (zwölf von 32 ST) ist der Wert im Vergleich zu den vorangegangenen Werten sehr niedrig.<sup>1076</sup> Die Grundstimmung ist jedoch abermals positiv einzustufen. Die Befürworter weisen einen Wert von 58% (sieben ST) auf. Die Gegner zählten mit 25% (drei ST) hingegen zur Minderheit. Die restlichen zwei Stellungnehmenden (17%) stehen dem Bereich neutral gegenüber.<sup>1077</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Vier Stellungnehmende führen in diesem Zusammenhang die Notwendigkeit zusätzlicher Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre an.<sup>1078</sup> Da die Regelungen innerhalb der Mitgliedsstaaten in diesem Bereich sehr unterschiedlich sind, könnte eine Harmonisierung dieser Bestimmungen angestrebt werden.<sup>1079</sup> Weitere Vorschläge in diesem Zusammenhang wären die Einführung eines Vorkaufsrechtes für Minderheitsaktionäre bei der Ausgabe neuer Anteile und die Festsetzung einer notwendigen qualifizierten Mehrheit bei bestimmten Aktionärsentscheidungen.<sup>1080</sup> Im Allgemeinen sollten geeignete Mechanismen die Wahrung der Interessen dieser Akteure gewährleisten.<sup>1081</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Abermals empfinden zwei Stellungnehmende die bestehenden Schutzmechanismen für Minderheitsaktionäre am Kapitalmarkt für ausreichend.<sup>1082</sup> Da die Anpassung der Unternehmen und die Vollziehung der strukturellen Änderungen dadurch schwerfälliger werden, wären zusätzliche Regulierungen in diesem Zusammenhang unangemessen.<sup>1083</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Bevor weitere Maßnahmen durchgeführt werden können sollten nach Ansicht beider Stellungnehmender die bestehenden Regelungen hinsichtlich der Minderheitsaktionäre innerhalb der Mitgliedsstaaten genauer untersucht werden. Dies ermöglicht die Identifizierung von Schwachstellen und die Entwicklung von geeigneteren Mechanismen, um die Interessen dieser Gruppe angemessener zu schützen.<sup>1084</sup>

<sup>1076</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1077</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1078</sup>Vgl. ST-Nr. 80, 92, 163, 288.

<sup>1079</sup>Vgl. ST-Nr. 80, 163.

<sup>1080</sup>Vgl. ST-Nr. 92.

<sup>1081</sup>Vgl. ST-Nr. 163.

<sup>1082</sup>Vgl. ST-Nr. 131, 369.

<sup>1083</sup>Vgl. ST-Nr. 131.

<sup>1084</sup>Vgl. ST-Nr. 46, 124.

## 10.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Beteiligung an der Fragestellung lag hier bei 78% (14 von 18 ST).<sup>1085</sup> Die Befürworter nehmen innerhalb der Statistik lediglich einen Wert von 21% (drei ST) ein. Mit 57% (acht ST) überwiegen die Gegner in der Gruppe der Rechtsberatungsunternehmen. Einen relativ hohen Wert weisen in diesem Zusammenhang die neutralen Stellungnehmenden auf. Sie verzeichnen einen Wert von 22% (drei ST).<sup>1086</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Um eine angemessene Vertretung der Minderheitsaktionäre im Unternehmen gewährleisten zu können, führen abermals zwei Stellungnehmende den Vorschlag an, diesen Marktakteuren die Ernennung von Mitgliedern im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates zu ermöglichen.<sup>1087</sup> Dies sei vor allem bei öffentlichen Unternehmen mit einer großen Anzahl an Mitgliedern im Rat relevant, um die Interessen der Minderheitsaktionäre ausreichend zu schützen.<sup>1088</sup> Für Staatsunternehmen könnte solch eine Maßnahme ebenfalls hilfreich sein, da in diesen Organisationen Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitglieder überwiegend vom Staat oder politischen Parteien ernannt werden. Durch ein ausgeglichenes Verhältnis innerhalb des Rates wird das Risiko von Manipulationen durch einzelne Interessengruppen reduziert.<sup>1089</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Alle Gegner vertreten die Ansicht, wonach auf nationaler Ebene bereits ausreichend Maßnahmen gesetzt wurden, um Minderheitsaktionäre angemessen zu schützen.<sup>1090</sup> Nationale Aktiengesetze, Konzernrechte und Unternehmensrechte wurden in diesem Zusammenhang angeführt, weshalb weitere Regelungen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>1091</sup> Zudem sei die Regulierung dieses Bereiches durch nationale Gesetzgebungen angemessener als durch Corporate Governance-Codes. Dadurch wäre eine effektivere Einbeziehung von lokalen Unternehmensstrukturen und Märkten möglich.<sup>1092</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Da die gesetzlichen Regelungen für Minderheitsaktionäre innerhalb der Mitgliedsstaaten stark variieren, sollte vorher eine detaillierte Analyse über die momentanen Bestimmungen durchgeführt werden.<sup>1093</sup> Zudem ist ihre Position innerhalb der gelisteten und nichtgelisteten Unternehmen sehr unterschiedlich.<sup>1094</sup> Eine Un-

<sup>1085</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1086</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1087</sup>Vgl. ST-Nr. 107, 342.

<sup>1088</sup>Vgl. ST-Nr. 107.

<sup>1089</sup>Vgl. ST-Nr. 342.

<sup>1090</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64, 109, 128, 130, 155, 360, 376.

<sup>1091</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 109, 128, 130.

<sup>1092</sup>Vgl. ST-Nr. 64, 376.

<sup>1093</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 102, 316.

<sup>1094</sup>Vgl. ST-Nr. 316.

tersuchung soll Missstände/Probleme innerhalb nationaler Bestimmungen aufzeigen und geeignete Schutzmechanismen identifizieren.<sup>1095</sup>

## 10.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Innerhalb der Gruppe Anderen Unternehmen sowie deren Verbände lieferten 45 von 69 Stellungnehmende (65%) Antworten zur Frage 21.<sup>1096</sup> Dabei verzeichnen die Gegner mit 80% (36 ST) den höchsten Anteil an der Auswertung. Der Anteil der Befürworter liegt in diesem Zusammenhang bei 13% (sechs ST). Drei Stellungnehmende (7%) führen neutrale Ansichten an.<sup>1097</sup>

Da alle sechs Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Möglichkeit der Ernennung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern: Zwar weist die Gesetzgebung den Minderheitsaktionären bereits eine Fülle an Rechten zu, jedoch erachtet der Antwortende den Vorschlag, wonach diese Akteure Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates ernennen sollten, als sinnvoll. Eine Vertretung ihrer Interessen auf dieser Unternehmensebene wäre in manchen Fällen sehr sinnvoll. Zudem sollten Minderheitsaktionäre das Recht erhalten, Entscheidungen der Mehrheitsaktionäre in Frage zu stellen falls Interessenkonflikte erkennbar sind.<sup>1098</sup>
- One share, one vote-Grundsatz fördern: Der zweite Stellungnehmende führt an, dass eine Ausgabe von multiplen Abstimmungsrechten in manchen Unternehmen noch erfolgt. Dieser Aspekt verringere seiner Ansicht nach die Einflussmöglichkeiten der Minderheitsaktionäre im Unternehmen, weshalb der one share, one vote-Grundsatz mehr gefördert werden sollte. Zudem sollten jene Unternehmen, welche davon abgehen, eine ausreichende Erklärung diesbezüglich abgeben. Über eine Regelung hinsichtlich spezieller Mehrheiten innerhalb der Hauptversammlung für Entscheidungen, welche direkt eine Auswirkung auf die Minderheitsaktionäre haben, könnte nachgedacht werden.<sup>1099</sup>
- Transparente Stimmabgabe: Nach Auffassung des dritten Antwortenden sei es für alle Aktionäre wichtig, die Stimmabgaberechte transparenter zu gestalten. Dies sei notwendig, um leere Stimmrechte und verborgene Eigentümerschaften (empty voting and hidden ownership) zu vermeiden. Zudem sollten Vereinbarungen über Mindestbesitzdauern für Anteile mit Stimmabgaberechten verbunden werden.<sup>1100</sup>

---

<sup>1095</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 102.

<sup>1096</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1097</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1098</sup>Vgl. ST-Nr. 15.

<sup>1099</sup>Vgl. ST-Nr. 70.

<sup>1100</sup>Vgl. ST-Nr. 99.

- Einheitliche Regelungen auf europäischer Ebene: Um viele unterschiedliche Regelungen in diesem Bereich innerhalb der Mitgliedsstaaten zu vermeiden, sollte ein einheitliches Rahmenwerk auf europäischer Ebene angestrebt werden. Zudem sollte der Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat mit ausreichend unabhängigen Mitgliedern ausgestattet werden. Dabei bezieht sich der Antwortende auf eine ausreichende Unabhängigkeit gegenüber dem Management und den Mehrheitsaktionären des Unternehmens. Um die Abstimmung innerhalb der Hauptversammlung zu steigern, sollten Minderheitsaktionäre die Briefwahl, eine webbasierende Abstimmung oder die Ernennung eines Vertreters ermöglicht werden. Im Allgemeinen sollten die Interessen dieser Gruppierung durch Regulierungen weiter gestärkt werden.<sup>1101</sup>
- Gestaffelte Abstimmung: Da vor allem in kleinen Unternehmen die Interessen der Minderheitsaktionäre nicht ausreichend repräsentiert werden, könnte die Einführung von gestaffelten Abstimmungen (staggered voting) nach Ansicht des Antwortenden Verbesserungen mit sich bringen. Zudem sollte diesen Akteuren der Zugang zu Managemententscheidungen erleichtert werden, falls diese von einer Abstimmung ausgeschlossen wurden. Dadurch wird ihnen eine bessere Einsicht bezüglich der Managementaktivitäten ermöglicht.<sup>1102</sup>
- Errichtung geeigneter Schutzmaßnahmen: Um Minderheitsaktionäre ausreichend vor Mehrheitsaktionären zu schützen, sind ausreichend unabhängige Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitglieder notwendig. Zudem sollten nach Ansicht des Stellungnehmenden striktere und effektivere Überwachungsmechanismen für Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen implementiert werden.<sup>1103</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichend geregelt: Ein Bedarf zusätzlicher Regulierung in diesem Bereich ist für die Mehrheit der Stellungnehmenden nicht erkennbar. Nationale und europäische Gesetzgebungen würden bereits ausreichende Schutzmechanismen für Minderheitsaktionäre schaffen.<sup>1104</sup> Nationale Aktiengesetze (Großbritannien, Schweden) wurden in diesem Zusammenhang am häufigsten angeführt.<sup>1105</sup> Zudem seien Regulierungsmaßnahmen von Mitgliedsstaat zu Mitgliedsstaat sehr unterschiedlich, weshalb von einer Harmonisierung abgesehen werden sollte. Die Einbeziehung von lokalen Gesellschaftsstrukturen und Begebenheiten sei in diesem Zusammenhang auf nationaler Ebene effektiver. Zusätzlich würde eine europaweite Regelung für Minderheitsaktionäre zu einer Abnahme des Schutzes in jenen Mitgliedsstaaten führen, in welchen dieser sehr ausgeprägt ist.<sup>1106</sup> Diese Ansichten führten 29 Stellungnehmende an.

---

<sup>1101</sup>Vgl. ST-Nr. 207.

<sup>1102</sup>Vgl. ST-Nr. 208.

<sup>1103</sup>Vgl. ST-Nr. 335.

<sup>1104</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 24, 37, 81, 84, 85, 101, 182, 189, 193, 203, 206, 216, 221, 231, 247, 249, 296, 301, 305, 307, 319, 325, 330, 368, 379, 390, 394, 405.

<sup>1105</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 37, 84, 85, 182, 189, 203, 206, 216, 221, 247, 249, 301, 390.

<sup>1106</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 4, 84, 101, 182, 203, 206, 216, 221, 296.

- Unterstützung des one share, one vote-Grundsatzes: Dieser Grundsatz ist ein fundamentaler Bestandteil von gelisteten Unternehmen. Dieser impliziert, dass jene Aktionäre, die ein stärkeres wirtschaftliches Interesse am Unternehmen besitzen und in weiterer Folge mehr investieren, das Recht haben sollten, Unternehmensstrategien zu kontrollieren. Dies bezieht die Ausstattung dieser Akteure mit zusätzlichen Stimmrechten mit ein, da diese das höhere Risiko tragen.<sup>1107</sup> Der Vorschlag, wonach Minderheitsaktionäre zusätzlich das Recht erhalten sollten, Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates zu ernennen, wäre mit diesem Grundsatz nicht kompatibel. Zudem wird angenommen, dass Minderheitsaktionäre als homogene Gruppe auftreten, welches nicht den Tatsachen entspricht. Sie verfolgen unterschiedliche Ziele, weshalb eine Vertretung auf oberer Ebene nicht alle zufriedenstellen würde.<sup>1108</sup> Im Allgemeinen sollten Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates im Interesse aller Aktionäre handeln und keine spezifische Gruppierung bevorzugen, weshalb von einer Intervention Abstand genommen werden sollte.<sup>1109</sup> Fünf Stellungnehmende führten diese Bereiche an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Da Schwierigkeiten in diesem Bereich nicht ersichtlich sind, sollte nach Auffassung von zwei Stellungnehmenden die momentanen Regelungen innerhalb der Mitgliedsstaaten tiefgründiger untersucht werden, bevor eine Implementierung von weiteren Maßnahmen erfolgt.<sup>1110</sup> Zudem sollte die Europäische Kommission das bestehende Problem genauer definieren, um geeignete Lösungsansätze entwickeln zu können.<sup>1111</sup>

## 10.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Die Beteiligung innerhalb der Gruppe Sonstige Verbände, Komitees und Foren lag bei 75% (27 von 36 ST).<sup>1112</sup> Dabei verzeichnen die Gegner eine leichte Mehrheit. Ihr Wert liegt bei 56% (15 ST). Die restlichen 44% (zwölf ST) befürworteten weitere Initiativen in diesem Bereich.<sup>1113</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Zugang zu relevanten Informationen erleichtern: Um eine Benachteiligung dieser Akteure durch Aktionäre mit beherrschenden Einfluss entgegenzuwirken, sollte nach Meinung von drei Antwortenden der Zugang zu relevanten Informationen des Unternehmens erleichtert werden.<sup>1114</sup> Dieser sollte über das ganze Jahr permanent bestehen. Die Schaffung einer angemessenen Informationsstruktur sollte hierbei

---

<sup>1107</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 154, 307, 325.

<sup>1108</sup>Vgl. ST-Nr. 154, 379.

<sup>1109</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 307.

<sup>1110</sup>Vgl. ST-Nr. 178, 347.

<sup>1111</sup>Vgl. ST-Nr. 44.

<sup>1112</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1113</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1114</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 47, 57.

angestrebt werden. Dadurch wäre eine effektivere Durchsetzung ihrer Interessen möglich.<sup>1115</sup> Die Implementierung eines Aktionärsforums wurde in diesem Zusammenhang als Vorschlag angeführt.<sup>1116</sup> Generell sollte der europäische Corporate Governance-Rahmen existierende best practice in diesem Bereich unterstützen und fördern.<sup>1117</sup>

- Möglichkeit der Unterbreitung von Resolutionen und Vorschlägen: Eine weitere Möglichkeit, Minderheitsaktionäre mehr in das Geschehen des Unternehmens einzubinden, wäre das Recht der Unterbreitung von Vorschlägen und Resolutionen innerhalb der Hauptversammlung.<sup>1118</sup> Eine effektivere Zusammenarbeit dieser Akteure würde auch die Einberufung von Hauptversammlungen ermöglichen.<sup>1119</sup> Vier Stellungnehmende führten diese Ansichten an.
- Anerkennung von individuellen Aktionärsvereinigungen: Damit Minderheitsaktionäre effektiver ihre Interessen gegenüber Aktionären mit beherrschendem Einfluss vertreten können, sollte eine angemessenere Anerkennung von individuellen Aktionärsvereinigungen durch Emittenten und europäische Regulierungsbehörden erfolgen. Dieser Bereich sollte nach Auffassung von zwei Antwortenden behandelt werden.<sup>1120</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Abermals empfinden überwiegend die Gegner die bestehenden nationalen und europäischen Regelungen in diesem Bereich als ausreichend, weshalb weitere Maßnahmen abgelehnt werden.<sup>1121</sup> Die Bestimmungen der nationalen Unternehmensrechte wurden in diesem Zusammenhang am häufigsten angeführt.<sup>1122</sup>

## 10.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Innerhalb dieser Gruppe beteiligen sich 17 der 26 Stellungnehmenden (65%) an der Frage 21.<sup>1123</sup> Mit 71% (zwölf ST) spricht sich eine klare Mehrheit gegen zusätzliche Rechte für Minderheitsaktionäre aus. Lediglich zwei Stellungnehmende (11%) befürworteten weitere Initiativen in diesem Bereich. 18% (drei ST) sind hingegen dem neutralen Lager zuzuordnen.<sup>1124</sup>

---

<sup>1115</sup>Vgl. ST-Nr. 47.

<sup>1116</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>1117</sup>Vgl. ST-Nr. 57.

<sup>1118</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 126, 248, 403.

<sup>1119</sup>Vgl. ST-Nr. 126, 403.

<sup>1120</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>1121</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 11, 12, 18, 67, 82, 150, 219, 244, 295.

<sup>1122</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 150, 244, 295.

<sup>1123</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1124</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

Da alle drei Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- Strikteres Rahmenwerk: Der Antwortende unterstützt die implementierten Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre des nationalen Unternehmensrechts, sieht jedoch die Notwendigkeit eines strikteren Rahmenwerkes, um eine angemessenere Meinungsäußerung innerhalb des Unternehmens für diese Akteure zu schaffen. Der Informationszugang bedürfe hierbei weiterer Verbesserungen. Zudem sollten Maßnahmen die Formierung von Vereinen, welche die Interessen der Aktionäre vertreten, weiter fördern.<sup>1125</sup>
- Aufstellung geeigneter Schutzmaßnahmen: Um Minderheitsaktionäre einen ausreichenden Schutz innerhalb des Unternehmens zu gewährleisten, sollten nach Ansicht des zweiten Antwortenden einige Punkte beachtet werden. Diesen Akteuren sollte eine effektive Ausübung ihrer Abstimmungsrechte innerhalb der Hauptversammlung und, wenn notwendig, die Ernennung eines Vertreters ermöglicht werden. Zudem sollten sie das Recht erhalten, Tagesordnungspunkte in der Hauptversammlung zu bestimmen. Zusätzlich sollten Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates relevante Informationen und potenzielle Interessenkonflikte offenlegen.<sup>1126</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichend geregelt: Sieben Stellungnehmende führen an, dass auf nationaler und europäischer Ebene bereits ausreichend Regulierung für Minderheitsaktionäre implementiert wurde, weshalb weitere Initiativen nicht notwendig erscheinen.<sup>1127</sup>
- Bei Bedarf auf nationaler Ebene: Sollte ein Mangel an Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre innerhalb der Mitgliedsstaaten ersichtlich sein, sollte eine Regulierung auf nationaler Ebene erfolgen.<sup>1128</sup> Aufgrund der unterschiedlichen gesetzlichen Systeme, Unternehmensstrukturen und Märkte sollte die Behandlung des Bereiches den einzelnen Mitgliedsstaaten überlassen werden.<sup>1129</sup> Eine Harmonisierung wäre in diesem Zusammenhang aufgrund der nationalen Unterschiede nicht möglich.<sup>1130</sup> Dieser Auffassung waren drei Antwortende.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Um effektivere Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre zu entwickeln, sollten weitere Untersuchungen hin-

---

<sup>1125</sup>Vgl. ST-Nr. 254.

<sup>1126</sup>Vgl. ST-Nr. 283.

<sup>1127</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 256, 260, 266, 270, 276, 285.

<sup>1128</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 260, 277.

<sup>1129</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 260.

<sup>1130</sup>Vgl. ST-Nr. 277.

sichtlich der momentanen Schwachstellen in diesem Bereich nach Auffassung von zwei Antwortenden durchgeführt werden.<sup>1131</sup> Zudem bedürfe die Empfehlung nach unabhängigen Mitgliedern im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat einer tiefgründigen Analyse, um deren Auswirkungen genauer zu untersuchen.<sup>1132</sup>

## 10.10. Andere

Da die Fragestellung direkt keine Unterkategorie der zusammengefassten Gruppe der Anderen anspricht, erfolgt eine Darstellung der allgemeinen Ansichten ohne spezifische Analyse der Argumente der einzelnen Gruppierungen. Grundlegend lag hier die Beteiligung bei 56% (45 von 80 ST).<sup>1133</sup> Dabei ist eine ablehnende Grundstimmung abermals erkennbar. Mit 53% (24 ST) weisen die Gegner den höchsten Wert der Statistik auf. Der Prozentsatz der Befürworter liegt bei 42% (19 ST). Zudem weisen zwei Stellungnehmende (5%) neutrale Ansichten auf.<sup>1134</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Möglichkeit der Ernennung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern: Sechs Stellungnehmende befürworten diesen Vorschlag der Europäischen Kommission.<sup>1135</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände.
- Ausreichend Unabhängigkeit der Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates: Grundsätzlich sollte das Unternehmen im Interesse aller Aktionäre agieren.<sup>1136</sup> Um jedoch gewährleisten zu können, dass die Rechte der Minderheitsaktionäre im Unternehmen angemessen geschützt werden, sollte der Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat ausreichend unabhängige Vertreter vorweisen können.<sup>1137</sup> Eine Blockierung durch Mehrheits- oder signifikante Aktionäre sollte hierbei vermieden werden.<sup>1138</sup> Da diesem Bereich eine große Bedeutung zugesprochen wird, sollte ihm mehr Beachtung geschenkt werden.<sup>1139</sup> Diese Ansichten führten drei Stellungnehmende an.

---

<sup>1131</sup>Vgl. ST-Nr. 272, 284.

<sup>1132</sup>Vgl. ST-Nr. 278.

<sup>1133</sup>Vgl. Abs. 10.11.1., S. 173, Abb. 20.

<sup>1134</sup>Vgl. Abs. 10.11.2., S. 174, Abb. 21.

<sup>1135</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 112, 119, 251, 314, 355.

<sup>1136</sup>Vgl. ST-Nr. 220.

<sup>1137</sup>Vgl. ST-Nr. 112, 220.

<sup>1138</sup>Vgl. ST-Nr. 220.

<sup>1139</sup>Vgl. ST-Nr. 362.

- Anerkennung von individuellen Aktionärsvereinigungen: Zwei Antwortende würden solch eine Initiative begrüßen.<sup>1140</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in einer vorangegangenen Gruppe angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppe Sonstige Verbände, Komitees und Foren.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Abermals wurde die Implementierung von ausreichenden Schutzmechanismen durch nationale und europäische Gesetzgebungen von einigen Gegnern angeführt, weshalb weitere Initiativen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>1141</sup> Das Aktiengesetz, Konzern- und Unternehmensrecht wurde in diesem Zusammenhang am häufigsten von den Stellungnehmenden angeführt.<sup>1142</sup> Zudem habe die Implementierung der Richtlinie 2007/36/EG<sup>1143</sup> wichtige Maßnahmen zum Schutz von Minderheitsaktionären erbracht, wodurch eine Verbesserung in diesem Bereich geschaffen wurde.<sup>1144</sup> 13 Stellungnehmende führten sich diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Da dieser Bereich sehr unterschiedlich innerhalb der Mitgliedsstaaten reguliert wird, sollten nach Ansicht der Stellungnehmenden weitere Untersuchungen erhoben werden, um bestehende Missstände besser zu identifizieren.<sup>1145</sup>

## 10.11. Zusammenfassung

### 10.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 21

Die Gruppen Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände sowie Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände verzeichneten mit 79% bzw. 78% die höchsten Werte der Statistik auf. Die niedrigste Beteiligung fand sich hingegen in der Gruppe Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Als einzige Gruppe lag ihr Anteil lag unter 50%. Die gewonnenen Daten werden abermals grafisch dargestellt.

---

<sup>1140</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 355.

<sup>1141</sup>Vgl. ST-Nr. 32, 36, 117, 133, 139, 152, 157, 194, 200, 250.

<sup>1142</sup>Vgl. ST-Nr. 117, 133, 139, 157, 194.

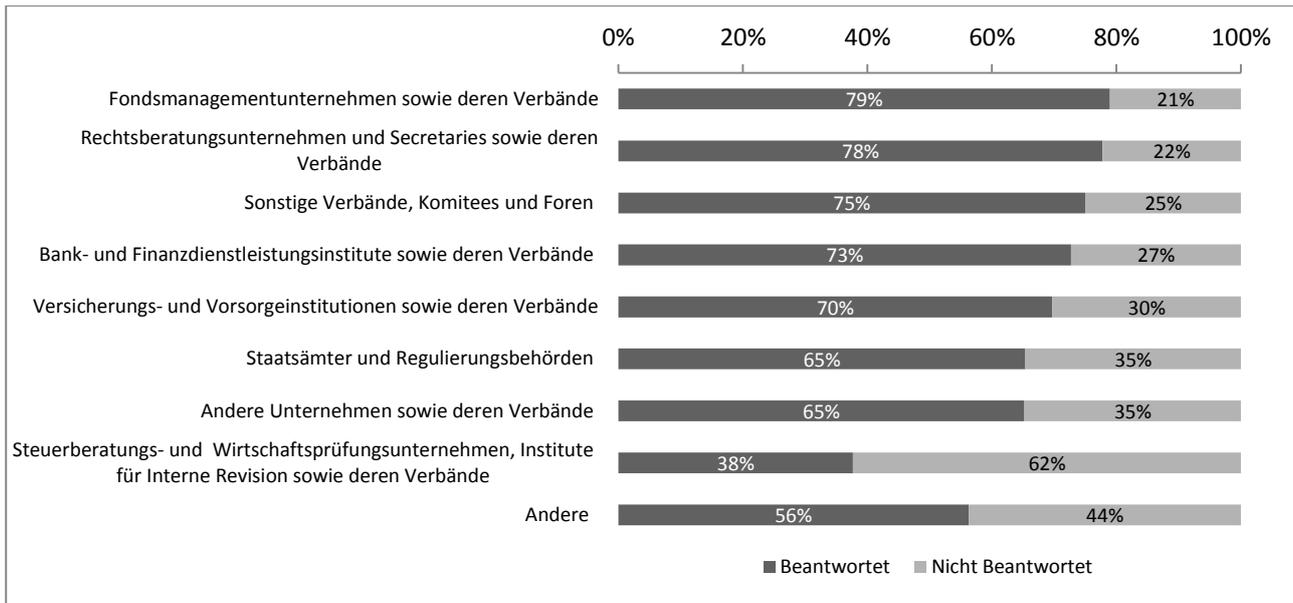
<sup>1143</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>1144</sup>Vgl. ST-Nr. 170, 300, 386.

<sup>1145</sup>Vgl. ST-Nr. 337, 383.

## Frage 21

Abbildung 20: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 21



Quelle: Eigene Darstellung

### 10.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur

#### Frage 21

Eine hohe Befürwortung hinsichtlich zusätzlicher Rechte für Minderheitsaktionäre war lediglich in der Gruppe Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände erkennbar. Der Anteil der befürwortenden Stellungnehmenden lag hier bei 80%. Danach ist eine stetig abnehmende Zustimmung zum vorliegenden Thema innerhalb der restlichen Gruppen erkennbar.

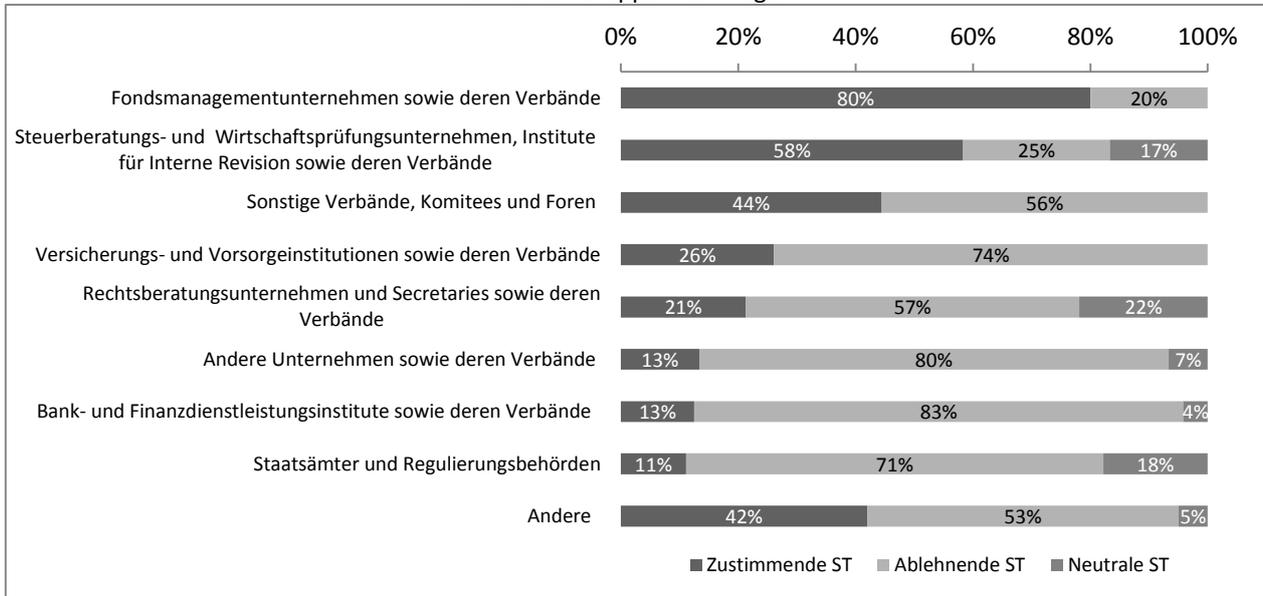
Um Minderheitsaktionären eine höhere Einflussnahme im Unternehmen zu ermöglichen, sollten sie die Möglichkeit erhalten, Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitglieder zu ernennen. Dieser Vorschlag wurde am häufigsten innerhalb der Gruppen angeführt. Dies würde zu einer Minderung der Machtstellung von Mehrheitsaktionären im Rat führen und ermöglicht Minderheitsaktionären eine effektivere Durchsetzung ihrer Interessen im Unternehmen.

Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass die Ablehnung gegenüber dem vorliegenden Themenbereich relativ hoch war. Den höchsten Anteil an Gegnern verzeichneten in diesem Zusammenhang die Gruppen Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände. Ihre Anteile lagen bei 83% bzw. 80%. Überwiegend wurde innerhalb der Gegner die Meinung vertreten, dass auf nationaler Ebene bereits ausreichend Maßnahmen gesetzt wurden, um einen geeigneten Schutz für Minderheitsaktionäre im Unternehmen zu gewährleisten. Das Unternehmensrecht und Aktiengesetz wurde in diesem Zusammenhang am häufigsten angeführt. Die in diesen Gesetzestexten zugewiesenen

## Frage 21

Rechte für Minderheitsaktionäre seien ihrer Ansicht nach ausreichend. Zusätzliche Rechte für diese Akteure hätten einen negativen Effekt auf Mehrheitsaktionäre und würde die Gefahr der missbräuchlichen Ausnutzung der stärkeren Position im Unternehmen nur erhöhen. Bei Bedarf sollten Handlungen lediglich auf nationaler Ebene erfolgen.

Abbildung 21: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 21



Quelle: Eigene Darstellung

### 10.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 21

Großbritannien führt abermals die Statistik der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen mit Werten über 21% an. Innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen verzeichneten Deutschland und Schweden mit jeweils 13% den zweithöchsten Anteil. Innerhalb der neutralen Stellungnahmen verzeichneten Großbritannien und die europäischen Vereinigungen mit jeweils 21,5% den höchsten Anteil. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Ablehnung gegenüber der Zuweisung von zusätzlichen Rechten für Minderheitsaktionäre innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der ablehnenden Stellungnahmen (139 ST) lag an dieser Stelle fast doppelt so hoch wie jener der zustimmenden (70 ST).

## Frage 21

Tabelle 12: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 21

<i>Land</i>	<i>Zustimmende ST</i>	<i>Ablehnende ST</i>	<i>Neutrale ST</i>
Großbritannien	<b>17 (24%)</b>	<b>29 (21%)</b>	<b>3 (21,5%)</b>
Europäische Vereinigungen	12 (17%)	12 (8%)	<b>3 (21,5%)</b>
Deutschland	2 (3%)	18 (13%)	1 (7%)
Schweden	X	18 (13%)	1 (7%)
Rest	39 (56%)	62 (45%)	6 (43%)
<b>Summe:</b>	70 (100%)	<b>139 (100%)</b>	14 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung



## **11. Zusätzlicher Schutz für Minderheitsaktionäre**

### **(Frage 22)**

#### **11.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Die Europäische Kommission geht in ihren Ausführungen bezüglich der Minderheitsaktionäre weiter und führt Überlegungen hinsichtlich der Erweiterung des Schutzes dieser Akteure für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen an. Zwar ermöglichen bestehende Rechtsvorschriften auf europäischer Ebene bereits eine bessere Offenlegung dieser Transaktion, jedoch seien diese Initiativen nach Ansicht der Europäischen Kommission nicht effektiv genug.<sup>1146</sup> Als schwierig erweist sich hierbei, die pünktliche Übermittlung von relevanten Informationen. Zudem wird abermals die überwiegende Präsenz der Mehrheitsaktionäre in den Aufsichts- bzw. Verwaltungsräten kritisiert. In diesem Zusammenhang unterbreitet die Europäische Kommission den Vorschlag, Minderheitsaktionären die Nominierung von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern zu ermöglichen. Die Zustimmung von signifikanten Transaktionen durch die Hauptversammlung, unter Ausschluss der nahestehenden Parteien, und die Bestellung eines unabhängigen Sachbearbeiters zur Prüfung der Konditionen wurden ebenfalls angeführt. Durch solche Maßnahmen wäre es nach Ansicht der Europäischen Kommission möglich, eine Übervorteilung der Mehrheitsaktionäre zu vermeiden und Minderheitsaktionären eine effektivere Einbindung in die Unternehmensaktivitäten zu ermöglichen.<sup>1147</sup> Folgende Fragestellung wurde in diesem Zusammenhang verfasst:

Frage 22: „Sollten Minderheitsaktionäre Ihrer Auffassung nach stärker gegen Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen geschützt werden? Wenn ja, welche Maßnahmen sollten ergriffen werden?“<sup>1148</sup>

#### **11.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

70% der Stellungnehmenden (23 von 33 ST) lieferten Antworten zur vorliegenden Fragestellung.<sup>1149</sup> Die Mehrheit der Antwortenden spricht sich jedoch gegen zusätzliche Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre im Falle von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen aus. Ihr Wert liegt bei 65% (15 ST). Die restlichen 35% (acht ST) führen zustimmende Ansichten zum vorliegenden Themenbereich an.<sup>1150</sup>

<sup>1146</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 19.

<sup>1147</sup>Vgl. ebd., S. 20.

<sup>1148</sup>Vgl. ebd., S. 26.

<sup>1149</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1150</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Abstimmung bei signifikanten Transaktionen: Der vorliegende Bereich ist von großer Bedeutung, weshalb Maßnahmen notwendig sind, um die Transparenz solcher Transaktionen zu steigern.<sup>1151</sup> Weitere Initiativen sollten implementiert werden, um Minderheitsaktionäre gegenüber Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen angemessener zu schützen und eine effektive Corporate Governance zu schaffen.<sup>1152</sup> Eine Möglichkeit wäre die Einführung einer verpflichtenden Abstimmung von signifikanten Transaktionen durch alle Aktionäre (inklusive Minderheitsaktionäre). Jene Parteien, welche ein wirtschaftliches Interesse an der Transaktion haben, sollten von der Abstimmung ausgeschlossen werden.<sup>1153</sup> Diese Ansichten führten drei Stellungnehmende an.
- Europäischer Corporate Governance-Forum: Zwei Stellungnehmende begrüßen in diesem Zusammenhang die Initiativen des Europäischen Corporate Governance-Forums und eine weitere Behandlung dieser Maßnahmen sollte angestrebt werden.<sup>1154</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend führen die Stellungnehmenden an, dass nationale Bestimmungen den angesprochenen Bereich bereits ausreichend regulieren.<sup>1155</sup> Das nationale Unternehmensrecht und der Corporate Governance-Kodex wurden in diesem Zusammenhang am häufigsten angeführt. Diese liefern angemessene Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre, weshalb weitere nicht notwendig erscheinen. Sollten Missstände in diesem Bereich innerhalb der Mitgliedsstaaten erkennbar sein, sollte eine Regulierung auf nationaler Ebene erfolgen.<sup>1156</sup> Zudem beabsichtigt die Richtlinie 2004/109/EG<sup>1157</sup> die Minderung der administrativen Belastung für Unternehmen, welche auch die Reduzierung der Offenlegungsanforderungen inkludiert. Eine Überregulierung sollte in diesem Bereich vermieden werden.<sup>1158</sup> Die UCITSD IV-, AIFMD- und MiFID-Bestimmungen, welche weitere Anforderungen für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen festsetzten, wurden ebenfalls angeführt.<sup>1159</sup> Diese Ausführungen gaben neun Stellungnehmende an.

---

<sup>1151</sup>Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>1152</sup>Vgl. ST-Nr. 157, 287.

<sup>1153</sup>Vgl. ST-Nr. 287, 297, 157.

<sup>1154</sup>Vgl. ST-Nr. 248, 345.

<sup>1155</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121, 213.

<sup>1156</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121.

<sup>1157</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>1158</sup>Vgl. ST-Nr. 19, 311, 361.

<sup>1159</sup>Vgl. ST-Nr. 366.

### 11.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Innerhalb der Gruppe der Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute wurde eine Beteiligung von 76% (25 von 33 ST) registriert.<sup>1160</sup> Abermals ist die Grundstimmung jedoch negativ einzustufen. Der Anteil der Gegner liegt bei 80% (20 ST). Die restlichen Stellungnehmenden (20% oder fünf ST) befürworten weitere Initiativen von Seiten der Europäischen Kommission für Minderheitsaktionäre.<sup>1161</sup>

Da alle fünf Stellungnahmen der Befürworter zum Teil unterschiedliche Argumente beinhalteten, jedoch ihren Ansichten zum vorliegenden Bereich große Bedeutung zugesprochen werden, soll an dieser Stelle eine kurze Darstellung der einzelnen Argumente erfolgen:

- **Gemeinschaftliche Grundsätze innerhalb Europas:** Dieser Bereich bedürfe nach Ansicht des Antwortenden weiterer Beachtung. Da Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen signifikante Auswirkungen auf Mehrheits- bzw. Minderheitsaktionäre haben kann, sollte die gesamte Aktionärsbasis angemessen geschützt werden. Die Einführung von gemeinschaftlichen Grundsätzen, um diese Transaktionen effektiver zu regulieren, wäre hierbei eine Möglichkeit. Um ein Gleichgewicht innerhalb des Unternehmens zu schaffen, sollten Aktionäre über wichtige Entwicklungen ausreichend informiert werden und, wenn notwendig, deren Bewilligung für manche Handlungen eingeholt werden. Die Vorschläge des Europäischen Corporate Governance-Forums sind nach Meinung des Antwortenden eine gute Entwicklung in diesem Bereich, weshalb er diese befürwortet.<sup>1162</sup>
- **Notwendigkeit weiterer Schutzmaßnahmen:** Um Minderheitsaktionäre vor Missbräuchen und Ungerechtigkeiten zu schützen, sind zusätzliche Schutzmaßnahmen notwendig. Aufgrund der bestehenden Regulierungen in diesem Bereich erfolgt eine asymmetrische Berichterstattung innerhalb der europäischen Märkte. Maßnahmen sind notwendig, um Transaktionen ab einer gewissen Grenzwelle verpflichtend zu berichten. Diese Meldeschwelle sollte auf monetären Werten basieren und nicht, wie momentan üblich, auf einer prozentuellen Basis des Gewinns/Verlusts oder der Bilanzsumme. In weiterer Folge verlangt der Stellungnehmende eine Offenlegung dieser Transaktionen im jährlichen Geschäftsbericht. Anschließend sollte eine Überprüfung der Berichterstattung durch externe Prüfer und Prüfungsausschüsse durchgeführt werden.<sup>1163</sup>
- **Erhöhung der Transparenz:** Nach Ansicht des dritten Antwortenden sollte die Transparenz innerhalb der Abstimmungen für die Genehmigung solcher Transaktionen erhöht werden. Jene Aktionäre, welche ein wirtschaftliches Interesse an der Transaktion besitzen, sollten von dem Zustimmungsprozess ausgeschlossen werden. Die Anforderung einer speziellen Überprüfung in diesem Zusammenhang, wäre eben-

<sup>1160</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1161</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1162</sup>Vgl. ST-Nr. 98.

<sup>1163</sup>Vgl. ST-Nr. 181.

falls für die Rechte der Minderheitsaktionäre förderlich. Zudem sollte die Gesetzgebung unabhängige Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates stärker fördern, da sie seiner Auffassung nach für Minderheitsaktionäre essenziell sind.<sup>1164</sup>

- Abhängigkeitsbericht: Eine Möglichkeit, den Schutz für Minderheitsaktionäre zu erhöhen, wäre eine gesetzliche Anforderung für Emittenten einen Abhängigkeitsbericht für alle Transaktionen zu erstellen, welche im laufenden Geschäftsjahr mit den Hauptaktionären getätigt wurden. Diese könnte nach Meinung des vierten Antwortenden ein Teil des Jahresberichtes sein. Eine weitere Möglichkeit wäre die europaweite Einführung von gesetzlichen Verfahren für jene Fälle, in denen Kleinaktionäre aus dem Unternehmen gedrängt werden (Squeeze out). Sollten Mehrheitsaktionäre eine bestimmte Grenzwahl überschreiten, wäre eine gesetzliche Verpflichtung zur Vertretung der Minderheitsaktionäre im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat vorteilhaft.<sup>1165</sup>
- Überprüfung durch Generalversammlung: Um den Handlungsspielraum des Managements und des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates zu begrenzen, sollten solche Vereinbarungen nach Ansicht des Stellungnehmenden an eine Überprüfung durch die Generalversammlung gebunden sein.<sup>1166</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bereits ausreichend geregelt: Die momentanen Transparenzanforderungen hinsichtlich dieser Transaktionen auf nationaler und europäischer Ebene werden innerhalb der Gegner überwiegend als ausreichend empfunden.<sup>1167</sup> Zudem sei dieser Bereich im Finanzdienstleistungssektor ausführlich geregelt, weshalb weitere Maßnahmen nicht notwendig erscheinen.<sup>1168</sup>
- Blockierung von Transaktionen: Den unterbreitenden Vorschlag der Europäischen Kommission, wonach signifikante Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen die Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen sollten, lehnen vier Stellungnehmende kategorisch ab.<sup>1169</sup> Eine regelmäßige Einberufung der Hauptversammlung erscheint aus Zeit- und Kostengründen schwer durchführbar zu sein.<sup>1170</sup> Zudem sind Aktionäre zu einer sinnvollen und fundierten Entscheidung nicht in der Lage. Dies hängt mit der mangelnden Kompetenz und dem Interesse zusammen. Die Konsequenz wäre eine Blockierung oder Verzögerung von wichtigen Transaktionen, welche zu einem Stillstand der Gesellschaft führen würde.<sup>1171</sup>

---

<sup>1164</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>1165</sup>Vgl. ST-Nr. 359.

<sup>1166</sup>Vgl. ST-Nr. 387.

<sup>1167</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 33, 196, 324, 333, 343, 352, 356, 397, 398, 402, 406.

<sup>1168</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 185, 334, 372.

<sup>1169</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 259, 324, 333.

<sup>1170</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 259.

<sup>1171</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 333.

#### 11.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Mit 84% (16 von 19 ST) verzeichnen die Fondsmanagementunternehmen eine relativ hohe Beteiligung.<sup>1172</sup> Wie in der vorangegangenen Fragestellung führen abermals die Befürworter die Statistik mit 88% (14 ST) an. Zwei Stellungnehmende (12%) sind den Gegnern zuzuschreiben.<sup>1173</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Abstimmung bei signifikanten Transaktionen: Um ein missbräuchliches Verhalten bei Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen zu vermeiden, sollte nach Ansicht von sechs Antwortenden über signifikante Transaktionen innerhalb der Hauptversammlung durch alle Aktionäre abgestimmt werden.<sup>1174</sup> Für die Gewährleistung eines ausreichend unabhängigen Ergebnisses müssten nahe stehende Parteien bzw. Aktionäre, die ein wirtschaftliches Interesse an der Transaktion besitzen, von der Abstimmung ausgeschlossen werden.<sup>1175</sup> Eine weitere Möglichkeit, den Schutz für Minderheitsaktionäre zu steigern wäre, nach Ansicht von drei Antwortenden, eine vorab verpflichtende Zustimmung dieser Akteure für Transaktionen dieser Art.<sup>1176</sup> Dies sollte sich vor allem auf jene Situationen beziehen, in denen eine signifikante Änderung der Unternehmensstruktur, Strategie oder Vermögen angestrebt wird.<sup>1177</sup>
- Erhöhung der Transparenz: Die Berichterstattung bezüglich der Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen ist innerhalb der Mitgliedsstaaten sehr unterschiedlich.<sup>1178</sup> Es sollte eine effektivere Transparenz und Angabepflicht auf europäischer Ebene in diesem Bereich angestrebt werden, um eine Veröffentlichung aller Transaktionen zu gewährleisten.<sup>1179</sup> Aussagekräftigere Informationen würden Aktionären eine bessere Beurteilung ermöglichen. Dies sollte in einem angemessenen Zeitraum erfolgen.<sup>1180</sup> Diese Ansichten führten sechs Stellungnehmende an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Der angesprochene Bereich wird nach Auffassung beider Gegner, bereits auf nationaler Ebene geregelt. Die vorgeschlagenen Maßnahmen der Europäischen Kommission wurden bereits zum Teil in der nationalen Gesetzgebung umgesetzt.<sup>1181</sup> Lokale Bestimmungen sollten weiterhin bestehen dürfen.<sup>1182</sup>

---

<sup>1172</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1173</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1174</sup>Vgl. ST-Nr. 166, 223, 229, 298, 303.

<sup>1175</sup>Vgl. ST-Nr. 166, 229, 303, 306.

<sup>1176</sup>Vgl. ST-Nr. 94, 113, 118.

<sup>1177</sup>Vgl. ST-Nr. 94.

<sup>1178</sup>Vgl. ST-Nr. 118, 298.

<sup>1179</sup>Vgl. ST-Nr. 94, 118, 298.

<sup>1180</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 113, 166.

<sup>1181</sup>Vgl. ST-Nr. 338, 395.

<sup>1182</sup>Vgl. ST-Nr. 395.

## 11.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände

Knapp über der Hälfte der Stellungnehmenden (56% oder 18 von 22 ST) beteiligten sich an der Konsultation zur Frage 22.<sup>1183</sup> Dabei ist abermals die Grundstimmung innerhalb einer Gruppe positiv einzustufen. Befürworter überwiegen innerhalb dieser Gruppe mit 61% (elf ST). Lediglich fünf Stellungnehmende (28%) stehen weiteren Maßnahmen zum Schutz von Minderheitsaktionären ablehnend gegenüber. Die restlichen zwei Antwortenden (11%) vertreten neutrale Ansichten.<sup>1184</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- **Ausreichende Überprüfung der Transaktion:** Die momentanen Bestimmungen hinsichtlich der Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen scheinen nicht ausreichend Schutz für Minderheitsaktionäre zu liefern, weshalb weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene notwendig erscheinen.<sup>1185</sup> Die Verantwortung der Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates bezüglich der Überprüfung jener Transaktionen bedürfe durch die Gesetzgebung weiterer Stärkung.<sup>1186</sup> Die Bildung eines Ausschusses zur effektiveren Kontrolle der Entscheidungen innerhalb des Unternehmens wäre ebenfalls eine Möglichkeit.<sup>1187</sup> Dessen Verantwortung würde in der Überprüfung der einzelnen Bedingungen der Transaktionen liegen. Unabhängige Mitglieder des Rates oder, wenn notwendig, unabhängige Experten könnten Bestandteil dieses Prüfungsausschusses sein.<sup>1188</sup> Fünf Stellungnehmende gaben diese Argumente an.
- **Harmonisierung der Regelungen:** Um ausreichende Schutzmechanismen für Minderheitsaktionäre auf europäischer Ebene zu gewährleisten, sollte nach Auffassung von zwei Antwortenden eine Harmonisierung der Regelungen angestrebt werden.<sup>1189</sup> Dies ermöglicht ein geeignetes Rahmenwerk für alle Minderheitsaktionäre innerhalb der Europäischen Union.
- **Europäischer Corporate Governance-Forum:** Abermals befürworteten zwei Antwortende in diesem Zusammenhang die vorgeschlagenen Maßnahmen des Europäischen Corporate Governance-Forums.<sup>1190</sup> Diese sollten in Betracht gezogen werden, um gemeinschaftliche Grundsätze auf europäischer Ebene zu schaffen.<sup>1191</sup>

<sup>1183</sup> Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1184</sup> Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1185</sup> Vgl. ST-Nr. 22, 56.

<sup>1186</sup> Vgl. ST-Nr. 22, 75, 138, 336.

<sup>1187</sup> Vgl. ST-Nr. 22, 56.

<sup>1188</sup> Vgl. ST-Nr. 56.

<sup>1189</sup> Vgl. ST-Nr. 92, 163.

<sup>1190</sup> Vgl. ST-Nr. 124, 195.

<sup>1191</sup> Vgl. ST-Nr. 195.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Die momentanen Offenlegungsanforderungen für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen nach nationalen Regelungen und IFRS-Bestimmungen empfinden die Gegner für ausreichend.<sup>1192</sup> Vier Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Bevor weitere Maßnahmen durchgeführt werden, sollte eine Untersuchung über die nationalen Regelungen innerhalb der Mitgliedsstaaten erfolgen, um signifikante Bereiche zu identifizieren<sup>1193</sup>, jedoch sollte im Allgemeinen Vorsicht geboten werden, um kein negatives Bild bezüglich dieser Transaktionen zu schaffen.<sup>1194</sup>

## 11.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Die Beteiligung an der Frage 22 lag hier bei 72% (13 von 18 ST).<sup>1195</sup> Interessant ist hierbei, dass die Ergebnisse der Befürworter und Gegner sehr nah bei einander liegen. Mit 54% (sieben ST) ist eine leichte Mehrheit auf der Seite der Gegner zu verzeichnen. Die restlichen 46% (sechs ST) stehen weiteren Initiativen positiv gegenüber.<sup>1196</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Zustimmung durch Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat: Signifikante Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen sollten an eine Zustimmung durch den Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat gebunden sein.<sup>1197</sup> Zudem sollten die Mitglieder des Rates zur Überprüfung der Konditionen durch die Gesetzgebung verpflichtet werden.<sup>1198</sup> Die Erstellung eines Berichtes über signifikante Transaktionen durch unabhängige Experten wäre in diesem Zusammenhang ebenfalls vorstellbar.<sup>1199</sup> Vier Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.
- Empfehlungen auf europäischer Ebene: Es sollte sichergestellt werden, dass zukünftige Maßnahmen auf europäischer Ebene implementierbar sind.<sup>1200</sup> Hierbei ist es notwendig, ausreichend Flexibilität für einzelne Mitgliedsstaaten zu schaffen, um die Entwicklung von detaillierten Regeln und Leitlinien in diesem Bereich zu ermöglichen.<sup>1201</sup> Um dies zu erreichen, sollte nach Ansicht von drei Antwortenden die Euro-

---

<sup>1192</sup>Vgl. ST-Nr. 69, 125, 131, 369.

<sup>1193</sup>Vgl. ST-Nr. 46, 80.

<sup>1194</sup>Vgl. ST-Nr. 80.

<sup>1195</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1196</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1197</sup>Vgl. ST-Nr. 155, 228.

<sup>1198</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>1199</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 308.

<sup>1200</sup>Vgl. ST-Nr. 308, 316.

<sup>1201</sup>Vgl. ST-Nr. 316.

päische Kommission Empfehlungen bezüglich der Handhabung dieser Transaktionen aussprechen.<sup>1202</sup>  
Die Umsetzung sollte in weiterer Folge den Mitgliedsstaaten überlassen werden.<sup>1203</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Abermals empfinden einige Stellungnehmende die momentanen nationalen Regelungen in diesem Bereich als ausreichend.<sup>1204</sup> Die Bestimmungen des Aktiengesetzes und der IFRS würden in diesem Zusammenhang eine angemessene Regulierung liefern. Der Bedarf für weitere Maßnahmen scheint hierbei nicht gegeben zu sein.<sup>1205</sup> Zudem wird die Einführung einer Grenzschwelle für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen von einem Antwortenden entschieden abgelehnt. Die Belastung für das Unternehmen würde sich dadurch nur erhöhen, da jede Transaktion auf ihre Fairness überprüft werden müsste.<sup>1206</sup> Den Vorschlag der Einholung eines unabhängigen Sachverständigen wurde hierbei ebenfalls nicht befürwortet. Solch ein Experte wird als systemfremd angesehen und würde die Geschäftsführung unnötig belasten.<sup>1207</sup> Sieben Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

### 11.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

43 der 69 Stellungnehmenden (62%) führten Antworten zur vorliegenden Frage an.<sup>1208</sup> Die Grundstimmung innerhalb der Gruppe der anderen Unternehmen ist eindeutig als ablehnend einzustufen. Die Gegner verzeichnen mit 77% (33 ST) den höchsten Wert der Statistik auf. Lediglich sieben Stellungnehmende (16%) stehen dem Bereich positiv gegenüber. Drei Stellungnehmende (7%) haben eine neutrale Haltung zum angesprochenen Bereich.<sup>1209</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Um den Schutz für Minderheitsaktionäre zu erhöhen und dadurch Interessenkonflikte zu vermeiden, sollte eine verpflichtende Beurteilung von signifikanten Transaktionen durch einen unabhängigen Experten erfolgen.<sup>1210</sup> Hierbei wäre die Veröffentlichung des vollständigen Berichtes auf der Unternehmenswebseite vorstellbar.<sup>1211</sup> Zwei Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

---

<sup>1202</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 308, 316.

<sup>1203</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 308.

<sup>1204</sup>Vgl. ST-Nr. 64, 102, 128, 130, 360, 376.

<sup>1205</sup>Vgl. ST-Nr. 102, 128, 130.

<sup>1206</sup>Vgl. ST-Nr. 102.

<sup>1207</sup>Vgl. ST-Nr. 109.

<sup>1208</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1209</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1210</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 207.

<sup>1211</sup>Vgl. ST-Nr. 207.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Angemessene Schutzmechanismen für Minderheitsaktionäre sind innerhalb der Europäischen Union sehr unterschiedlich. Dies hängt mit den unterschiedlichen nationalen Unternehmensrechten und Gesellschaftsstrukturen zusammen. Sollten Missstände in diesem Bereich erkennbar sein, liegt es im Ermessen der einzelnen Staaten notwendige Maßnahmen zu setzen.<sup>1212</sup> Zudem ist der Bedarf nach zusätzlicher Regulierung für die Stellungnehmenden nicht erkennbar. Auf nationaler Ebene erfolgt bereits eine angemessene Regulierung der Minderheitsaktionäre, weshalb weitere nicht notwendig erscheinen.<sup>1213</sup> Das jeweilige nationale Aktiengesetz wurde in diesem Zusammenhang am häufigsten angeführt.<sup>1214</sup> Die Bestimmungen des Unternehmensrechts und der Corporate Governance-Kodizes werden ebenfalls als ausreichend angesehen.<sup>1215</sup> 29 Stellungnehmende gaben die angeführten Argumente an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Da Schwierigkeiten in diesem Bereich nicht ersichtlich sind, sollte nach Auffassung von zwei Antwortenden die momentanen Regelungen innerhalb der Mitgliedsstaaten tiefgründiger untersucht werden, bevor die Implementierung weiterer Maßnahmen erfolgt.<sup>1216</sup> Zudem sollte die Europäische Kommission das bestehende Problem genauer definieren, um geeignete Lösungsansätze zu entwickeln.<sup>1217</sup>

### 11.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

Die Statistik weist eine Beteiligung von 69% innerhalb der Gruppe der sonstigen Verbände (25 von 36 ST).<sup>1218</sup> Abermals ist mit 60% (15 ST) eine negative Grundstimmung zu verzeichnen. Mit 40% (zehn ST) sind die Befürworter weiterer Initiativen für Minderheitsaktionäre in der Unterzahl.<sup>1219</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht einiger Stellungnehmender seien die momentanen Bestimmungen zum Schutz von Minderheitsaktionären oft nicht ausreichend.<sup>1220</sup> Die Transparenz von relevanten Informationen sollte gesteigert werden, um diesen Bereich mehr zu fördern. Die Erhöhung der Informationsqualität und der Zugang zu den relevanten Daten hinsichtlich Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen würde eine Verbesserung für Minderheitsaktionäre schaffen.<sup>1221</sup> Ein angemessenes Informationssystem mit kontinuier-

<sup>1212</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 101, 169, 182, 203, 206, 216, 221, 296, 307.

<sup>1213</sup>Vgl. ST-Nr. 20, 24, 37, 49, 81, 84, 85, 182, 189, 193, 203, 206, 216, 221, 231, 247, 296, 301, 305, 319, 368, 379, 390, 394, 249, 405.

<sup>1214</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 37, 84, 85, 182, 203, 206, 216, 221, 301, 368, 390, 394.

<sup>1215</sup>Vgl. ST-Nr. 101, 319, 394.

<sup>1216</sup>Vgl. ST-Nr. 178, 347.

<sup>1217</sup>Vgl. ST-Nr. 44.

<sup>1218</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1219</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1220</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>1221</sup>Vgl. ST-Nr. 57, 66, 403.

licher und detaillierter Veröffentlichung von Informationen sollte angestrebt werden.<sup>1222</sup> Eine Verpflichtung der Emittenten zur jährlichen Berichterstattung aller Transaktionen, welche mit Hauptaktionären getätigt wurden, wäre hierbei ebenfalls für einige Antwortende vorstellbar. Um die Gültigkeit der Offenlegung zu gewährleisten, sollte die Berichterstattung ebenfalls überprüft werden. Eine Voraussetzung für ein gut funktionierendes Informationssystem innerhalb des Unternehmens besteht darin, Minderheitsaktionäre mit ausreichenden Informationen bezüglich der wichtigen Ergebnisse der Organisation zu versorgen.<sup>1223</sup> Diese Ansichten führten fünf Stellungnehmende.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Bestehende Regelungen ausreichend: Überwiegend vertraten sieben Antwortende die Meinung, dass bestehende nationale Regelungen bereits ausreichende Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre inkludieren, weshalb weitere nicht notwendig sind.<sup>1224</sup> Zudem würde der Ausbau des Schutzes für diese Akteure, allgemeine Transaktionen für das Unternehmen nur komplizierter gestalten.<sup>1225</sup> Das nationale Unternehmensrecht, das Wertpapiergesetz und die AIFMD-Bestimmungen empfinden die Stellungnehmenden ausreichend.<sup>1226</sup>
- Maßnahmen auf nationaler Ebene: Ein effektiver Schutz für Minderheitsaktionäre ist ein Bestandteil der nationalen Gesetzgebung der einzelnen Mitgliedsstaaten.<sup>1227</sup> Dies hängt von der Struktur des nationalen Unternehmensrechtes, der Regulierung in anderen Bereichen und den Charakteristiken der individuellen Unternehmen ab.<sup>1228</sup> Sollten Maßnahmen notwendig sein, wäre eine Behandlung nach Meinung von drei Antwortenden auf nationaler Ebene effektiver als auf gesamteuropäischer.<sup>1229</sup> Die Implementierung von neuen Regelungen auf europäischer Ebene impliziert, dass innerhalb der Mitgliedsstaaten idente Schwierigkeiten gelöst werden müssen, jedoch liefert das Grünbuch keine überzeugenden Argumente, die diese Ansichten bekräftigen.<sup>1230</sup>

---

<sup>1222</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>1223</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

<sup>1224</sup>Vgl. ST-Nr. 11, 12, 67, 82, 144, 150, 327.

<sup>1225</sup>Vgl. ST-Nr. 11.

<sup>1226</sup>Vgl. ST-Nr. 12, 144, 150, 327.

<sup>1227</sup>Vgl. ST-Nr. 226.

<sup>1228</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 226.

<sup>1229</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 226, 244.

<sup>1230</sup>Vgl. ST-Nr. 226.

## 11.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

62% der Stellungnehmenden (16 von 26 ST) lieferten im Zuge der Konsultation Antworten zur Frage 22.<sup>1231</sup> Dabei zeigt das Ergebnis der Grundstimmung innerhalb der Staatsämter und Regulierungsbehörden ein interessantes Bild. Die allgemeine Einstellung zum Thema ist hier sehr ausgeglichen. Die Befürworter und Gegner verzeichnen jeweils einen Wert von 50% (acht ST).<sup>1232</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Zustimmung durch Aktionäre und/oder Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitglieder: Minderheitsaktionäre sollten angemessen vor Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen geschützt werden.<sup>1233</sup> Die momentanen Offenlegungsanforderungen sind zwar hilfreiche Instrumente, liefern jedoch nicht genügend Schutz für diese Akteure.<sup>1234</sup> Die ex-post Verbesserung der Transparenz hinsichtlich dieser Transaktionen erscheint nicht als ausreichend, da sie Minderheitsaktionäre nicht vor Nachteilen schützt.<sup>1235</sup> Eine Einholung der Zustimmung für signifikante Transaktionen durch die Generalversammlung bzw. Aktionäre wäre in diesem Zusammenhang eine effektivere Methode, um dem Problem entgegenzuwirken.<sup>1236</sup> Ebenfalls vorstellbar wäre hierbei eine Abstimmung durch die Mitglieder des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrates.<sup>1237</sup> Befangene Mitglieder bzw. Parteien sollten von der Abstimmung ausgeschlossen werden.<sup>1238</sup> Diese Bereiche führten sechs Stellungnehmende an.
- Europäischer Corporate Governance-Forum: Abermals begrüßen zwei Stellungnehmende die Bemühungen des europäischen Corporate Governance-Forums in diesem Bereich.<sup>1239</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Nationale und europäische Bestimmungen liefern bereits nach Ansicht von Stellungnehmenden angemessene Regelwerke, um Minderheitsaktionäre ausreichend zu schützen. Eine Notwendigkeit für weitere Maßnahmen ist nicht gegeben.<sup>1240</sup> Eine gemeinschaftliche Regelung scheint aufgrund des Subsidiaritätsprinzips und den Eingriff in das nationale Gesellschaftsrecht nicht zielführend zu sein.<sup>1241</sup> Das nationale Aktiengesetz, Konzernrecht, IFRS und der Corporate Governance-Kodex empfinden die Stellungnehmenden als ausrei-

<sup>1231</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1232</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1233</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 258, 285.

<sup>1234</sup>Vgl. ST-Nr. 258.

<sup>1235</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 265.

<sup>1236</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 258, 265, 278, 285.

<sup>1237</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 258, 265, 278.

<sup>1238</sup>Vgl. ST-Nr. 258, 265, 285.

<sup>1239</sup>Vgl. ST-Nr. 265, 269.

<sup>1240</sup>Vgl. ST-Nr. 198, 256, 260, 272, 266.

<sup>1241</sup>Vgl. ST-Nr. 198.

chend.<sup>1242</sup> Handlungen sollten, wenn notwendig, nach Ansicht von drei weiteren Stellungnehmenden auf nationaler Ebene erfolgen.<sup>1243</sup>

### 11.10. Andere

Abermals erfolgt hier keine explizite Aufteilung der Ansichten der einzelnen Unterkategorien. Vielmehr soll ein allgemeiner Querschnitt über alle Untergruppen präsentiert werden. Im Allgemeinen lag die Beteiligung bei 58% (46 von 80 ST).<sup>1244</sup> Eine Mehrheit ist auf der Seite der Befürworter zu verzeichnen. Ihr Wert liegt bei 57% (26 ST). Der Anteil der Gegner liegt hingegen bei 39% (18 ST). Zwei Stellungnehmende (4%) führen abermals neutrale Ansichten an.<sup>1245</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Abstimmung bei signifikanten Transaktionen: Abermals sollte nach Ansicht von zehn Stellungnehmenden eine Abstimmung bei signifikanter Transaktionen durch die Aktionäre und/oder den Aufsichts- bzw. erfolgen.<sup>1246</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände und Staatsämter und Regulierungsbehörden.
- Detailliertere Offenlegung der Transaktionen: Um eine ausreichende Informierung der Minderheitsaktionäre gegenüber Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen zu gewährleisten, sollten Anforderungen bezüglich einer detaillierteren und pünktlicheren Offenlegung der Transaktionen implementiert werden.<sup>1247</sup> Sanktionen bei einem Verstoß solcher Bestimmungen wären vorstellbar.<sup>1248</sup> Es muss sichergestellt werden, dass Minderheitsaktionäre angemessen über bestehende und zukünftige Transaktionen des Unternehmens informiert werden.<sup>1249</sup> Eine vollständige Offenlegung erleichtert zudem die Identifizierung von nahe stehenden Parteien und Interessenkonflikten.<sup>1250</sup> Die Verfassung eines jährlichen Berichtes, mit expliziten Informationen über die getätigten Transaktionen, wäre eine Mög-

---

<sup>1242</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 260.

<sup>1243</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 272, 277.

<sup>1244</sup>Vgl. Abs. 11.11.1., S. 190, Abb. 22.

<sup>1245</sup>Vgl. Abs. 11.11.2., S. 191, Abb. 23.

<sup>1246</sup>Vgl. ST-Nr. 38, 29, 111, 112, 119, 252, 314, 318, 371, 385.

<sup>1247</sup>Vgl. ST-Nr. 29, 112, 318, 329, 344.

<sup>1248</sup>Vgl. ST-Nr. 329, 344.

<sup>1249</sup>Vgl. ST-Nr. 312.

<sup>1250</sup>Vgl. ST-Nr. 314.

lichkeit, die Transparenz in diesem Bereich zu steigern.<sup>1251</sup> Neun Stellungnehmende gaben diese Punkte an.

- Bessere Regulierung des Squeeze out-Szenarios: Um den Schutz von Kleinaktionären vor einer Herausdrängung aus dem Unternehmen (Squeeze out) zu erhöhen, wäre die Einführung eines gesetzlichen Verfahrens auf europäischer Ebene zur besseren Handhabung dieses Bereiches für drei Antwortende wünschenswert. Das Spruchverfahren in Deutschland sollte hierbei als Vorbild dienen.<sup>1252</sup> Eine weitere Möglichkeit in diesem Zusammenhang wäre die Senkung der momentanen Squeeze out-Quote von 95% auf 90%.<sup>1253</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Die momentanen Regelungen in diesem Bereich sind bereits ausreichend, weshalb weitere Maßnahmen nach Auffassung von acht Stellungnehmenden nicht erfolgen sollten.<sup>1254</sup> Einige Vorschläge der Europäischen Kommission wären in diesem Zusammenhang nicht zielführend. Eine Offenlegung aller Transaktionen wäre für die Wettbewerbsbedingung des Unternehmens eher schädlich als fördernd.<sup>1255</sup> Zudem würde die zwingende Einholung einer unabhängigen Expertenmeinung lediglich einen Mehraufwand für das Unternehmen bedeuten, ohne nennenswerten Zusatznutzen.<sup>1256</sup> Des Weiteren ist es fraglich, inwieweit der Ausschluss von Mehrheitsaktionären bei der Genehmigung von bedeutenden Transaktionen zu einer Steigerung der Corporate Governance führt. Eine Erschwerung der Strukturen wäre eher die Konsequenz daraus.<sup>1257</sup>

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt:

- Da sich das Unternehmensrecht innerhalb der einzelnen Mitgliedsstaaten sehr unterscheidet, sollten weitere Untersuchungen durchgeführt werden, um Missstände in den bestehenden Regeln zu identifizieren, bevor weitere Maßnahmen gesetzt werden. Zudem sollten nach Ansicht des Antwortenden die Auswirkungen der Richtlinie 2007/36/EG<sup>1258</sup> noch abgewartet werden.<sup>1259</sup>
- Nach Meinung des zweiten Antwortenden sollte untersucht werden, inwieweit die Vorschläge der Europäischen Corporate Governance-Forums innerhalb Europas umsetzbar sind.<sup>1260</sup>

---

<sup>1251</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 112, 312, 355.

<sup>1252</sup>Vgl. ST-Nr. 89, 331, 355.

<sup>1253</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

<sup>1254</sup>Vgl. ST-Nr. 36, 117, 133, 139, 152, 157, 194, 200.

<sup>1255</sup>Vgl. ST-Nr. 39.

<sup>1256</sup>Vgl. ST-Nr. 133, 194.

<sup>1257</sup>Vgl. ST-Nr. 329.

<sup>1258</sup>Vgl. Abs. 1.4.2., S. 6, Tab. 1.

<sup>1259</sup>Vgl. ST-Nr. 383.

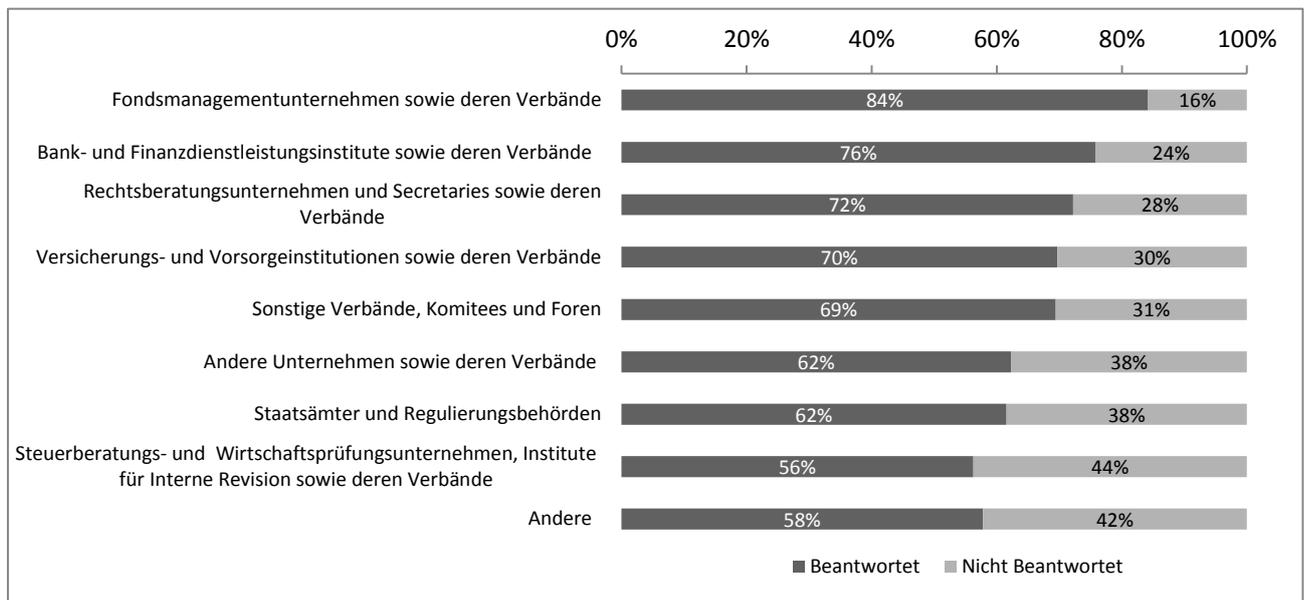
<sup>1260</sup>Vgl. ST-Nr. 341.

## 11.11. Zusammenfassung

### 11.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 22

Bei allen Gruppen war eine Beteiligung von über 50% an der Frage 22 zu verzeichnen. Erneut weist das Ergebnis den höchsten Wert bei der Gruppe Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände auf. Ihr Anteil lag bei 84%. Am unteren Ende sind die Gruppen Andere und Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände zu finden. Die Beteiligung an der Fragestellung lag hier bei 58% bzw. 56%. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht nochmals das Ergebnis der Auswertung.

Abbildung 22: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 22



Quelle: Eigene Darstellung

### 11.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur

#### Frage 22

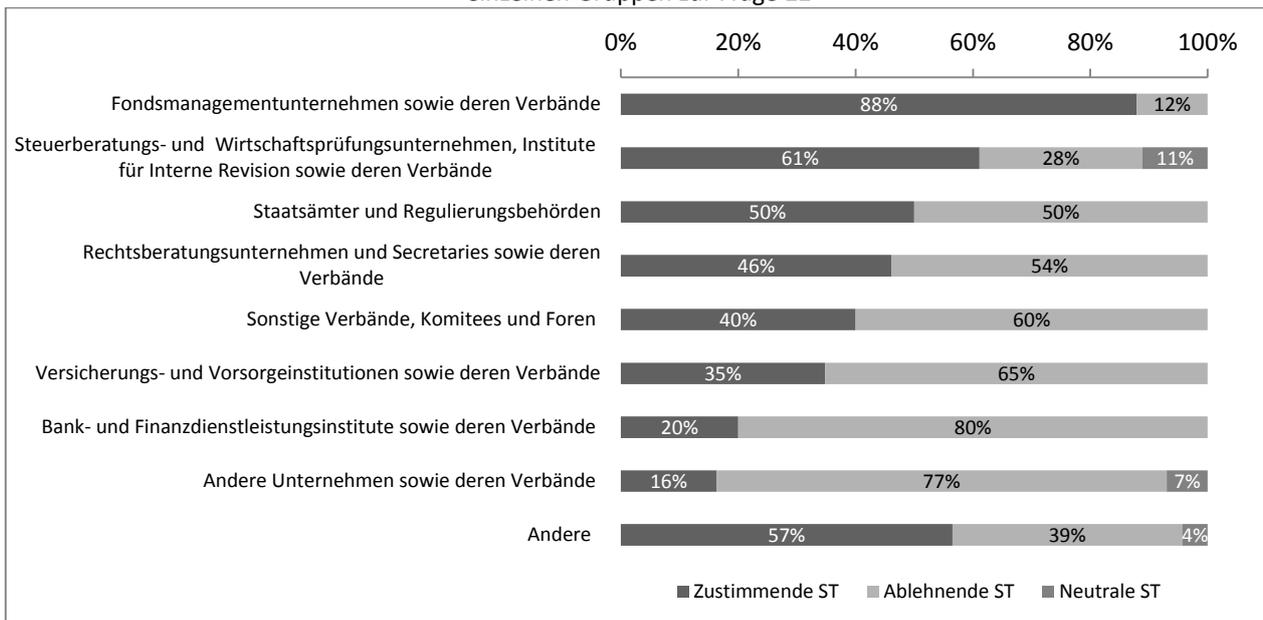
Wie im vorangegangenen Kapitel ist auch hier eine signifikant abnehmende Zustimmung zum Thema innerhalb der Gruppen ersichtlich. Die Zustimmung bezüglich zusätzlicher Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre gegenüber Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen war innerhalb der Gruppe Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände am höchsten. Der Anteil der Befürworter lag hier bei 88%. Häufig verlangten die Stellungnehmenden eine verpflichtende Abstimmung bei signifikanten Transaktionen durch alle Aktionäre des Unternehmens. Um in weiterer Folge ein ausreichend unabhängiges Ergebnis zu gewährleisten, sollten nahestehende Parteien von der Abstimmung ausgeschlossen wer-

## Frage 22

den. Dadurch ist es möglich, ein missbräuchliches Verhalten durch Aktionäre zu vermeiden und die Transparenz hinsichtlich dieser Transaktionen zu steigern.

Mit 80% verzeichnete in diesem Zusammenhang die Gruppe Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände den höchsten Anteil an Gegnern innerhalb der Statistik. In weiterer Folge weist die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände mit 77% den zweithöchsten Wert der Auswertung auf. Überwiegend waren die Gegner der Ansicht, dass bestehende regulierende Initiativen auf nationaler wie europäischer Ebene ausreichend seien und eine Erweiterung dieser nicht angestrebt werden sollte. Das Unternehmensrecht, die Corporate Governance-Kodizes und das IFRS würden in diesem Zusammenhang bereits umfangreiche Anforderungen im Hinblick auf Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen festsetzen, wodurch ein angemessener Schutz für Minderheitsaktionäre gewährleistet ist. Zudem verursachen einige Vorschläge der Europäischen Kommission, wie die des unabhängigen Begutachters, zu hohe Kosten, weshalb sie abgelehnt werden. Im Anschluss erfolgt eine grafische Zusammenfassung der Ergebnisse aus der Auswertung der Frage 22.

Abbildung 23: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 22



Quelle: Eigene Darstellung

### 11.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 22

Innerhalb der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen führt Großbritannien mit Werten von über 20% die Statistik an. Abermals liegen Schweden und Deutschland innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen mit jeweils 15% gleich auf. Weiters ist anhand der Tabelle ersichtlich, dass Großbritannien und die

## Frage 22

europäischen Vereinigungen mit jeweils 29% neutralen Stellungnahmen, diesen Bereich anführen. Im Allgemeinen ist eine ablehnende Haltung gegenüber weiteren Maßnahmen für Minderheitsaktionäre innerhalb der Länder ersichtlich. 123 ablehnende Stellungnahmen standen 95 befürwortenden gegenüber.

Tabelle 13: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 22

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>27 (28%)</b>	<b>24 (20%)</b>	<b>2 (29%)</b>
Europäische Vereinigungen	13 (14%)	10 (8%)	<b>2 (29%)</b>
Schweden	X	19 (15%)	X
Deutschland	4 (4%)	18 (15%)	X
Rest	51 (54%)	52 (42%)	3 (42%)
<b>Summe:</b>	95 (100%)	123 (100%)	7 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung

## 12. Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern (Frage 23)

### 12.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage

Nach Ansicht der Europäischen Kommission besitzen Arbeitnehmer ebenfalls ein Interesse daran, sich aktiv an der langfristigen Entwicklung des Unternehmens zu beteiligen. Die Form der Einbindung in das Unternehmen kann hierbei auf verschiedene Arten erfolgen. Im Grünbuch wurde beispielsweise die Einholung von Konsultationen oder die Arbeitnehmervertretung im Aufsichts- Verwaltungsrat angeführt. Zudem führt die Europäische Kommission die positiven Auswirkungen einer Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern, welche eine Gleichstellung dieser Akteure mit Aktionären bezweckt, an. Ihrer Ansicht nach erhöhe diese Form der Beteiligung die Motivation innerhalb der Belegschaft und fördere zudem deren Leistungsbereitschaft. Jedoch können dadurch auch Schwierigkeiten entstehen. Bei einem Konkurs des Unternehmens, würde dies für den Mitarbeiter den gleichzeitigen Verlust der Arbeitsstelle und der Ersparnisse bedeuten.<sup>1261</sup> Weitere Überlegungen sind notwendig, um diesem Risiko entgegenzuwirken, weshalb folgende Fragestellung formuliert wurde:

Frage 23: „Sind Maßnahmen – und wenn ja, welche – zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu ergreifen?“<sup>1262</sup>

### 12.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände

Die Beteiligung an der Frage 23 lag innerhalb dieser Gruppe bei 61% (20 von 33 ST).<sup>1263</sup> Die Mehrheit lehnt mit 85% (17 ST) weitere Maßnahmen, um eine Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern im Unternehmen zu steigern, ab. Die restlichen 15% (drei ST) sehen hier keinen Handlungsbedarf.<sup>1264</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Eine Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern wird von drei Stellungnehmenden generell unterstützt.<sup>1265</sup> Dies ermöglicht eine Angleichung der langfristigen Interessen der Eigentümer des Unternehmens und trägt in weiterer Folge zum langfristigen Erfolg der Organisation bei.<sup>1266</sup> In diesem Zusammenhang sollten gut strukturierte Kapitalbeteiligungsprogramme gestärkt werden.<sup>1267</sup>

<sup>1261</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 20.

<sup>1262</sup>Vgl. ebd., S. 26.

<sup>1263</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1264</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1265</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 192, 213.

<sup>1266</sup>Vgl. ST-Nr. 42, 213.

<sup>1267</sup>Vgl. ST-Nr. 213.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Liegt im Ermessen des Unternehmens: Zwar ist die angesprochene Kapitalbeteiligung für die Angleichung der Interessen der Mitarbeiter und Aktionäre vorteilhaft, jedoch können daraus auch negative Konsequenzen entstehen.<sup>1268</sup> Innerhalb des Unternehmens würde das Risiko von Interessenkonflikten steigen, weshalb das Unternehmen über angemessene Kapitalbeteiligungspläne entscheiden sollte.<sup>1269</sup> Es liegt in der Verantwortung des Unternehmens, ihren Mitarbeitern eine Beteiligung zu offerieren.<sup>1270</sup> Eine gesetzliche Verpflichtung dafür wäre nicht zielführend. In diesem Zusammenhang entwickelt der Markt geeignetere Lösungen, um die Kapitalbeteiligung zu fördern, als die Gesetzgebung.<sup>1271</sup> Drei Antwortende führten diese Ansichten an.
- Keine Regulierung der Eigentümerstruktur: Da für gelistete Unternehmen bereits eine Anforderung bezüglich der Anteilsverteilung und der Anzahl der Aktionäre besteht, sollte nach Ansicht von vier Stellungnehmenden keine Regulierung der Eigentümerstrukturen der Unternehmen stattfinden.<sup>1272</sup> Diese sollte eher auf freiwilliger Basis erfolgen.<sup>1273</sup>

### 12.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

21 der 33 Gruppenmitglieder (64%) lieferten im Zuge der Konsultation Antworten zur Frage 23.<sup>1274</sup> Dabei sind abermals die Gegner mit 67% (14 ST) in der Überzahl. Das restliche Drittel (sieben ST) steht weiteren Initiativen positiv gegenüber.<sup>1275</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Auffassung einiger Stellungnehmender könnte eine Förderung der Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern auf europäischer Ebene durch den erhöhten Einsatz von steuerlichen Anreizen erreicht werden.<sup>1276</sup> Ein Ausbau von Steuerbegünstigungen für Mitarbeiterbeteiligungen wäre in diesem Zusammenhang vorstellbar.<sup>1277</sup> Dies wäre ein geeignetes Instrument, um eine steuerlich langfristige Aufbewahrung der Anteile zu fördern, jedoch sollte dies zu keiner Schwächung der bestehenden Aktionärsbasis führen.<sup>1278</sup> In weiterer Folge wäre eine Harmonisierung der steuerlichen Begünstigungen auf europäischer Ebene möglich. Das

---

<sup>1268</sup>Vgl. ST-Nr. 345.

<sup>1269</sup>Vgl. ST-Nr. 180.

<sup>1270</sup>Vgl. ST-Nr. 345.

<sup>1271</sup>Vgl. ST-Nr. 164.

<sup>1272</sup>Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121.

<sup>1273</sup>Vgl. ST-Nr. 14.

<sup>1274</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1275</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1276</sup>Vgl. ST-Nr. 343.

<sup>1277</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 196.

<sup>1278</sup>Vgl. ST-Nr. 343.

angestrebte Ziel sollte die Schaffung von geeigneten Rahmenbedingungen zur Erleichterung der Kapitalbeteiligung auf europäischer Ebene sein.<sup>1279</sup> Die Argumente führten vier Stellungnehmende an.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Liegt im Ermessen des Unternehmens: Das Prinzip der Kapitalbeteiligung durch Arbeitnehmer wird zwar unterstützt, jedoch liegt es nach Ansicht von vier Stellungnehmenden im Ermessen des Unternehmens, diesen Bereich zu fördern.<sup>1280</sup> Organisationen ist es effektiver möglich, auf nationale Begebenheiten und individuelle Geschäftsmodelle einzugehen, als dies durch die europäische Gesetzgebung möglich ist.<sup>1281</sup> Maßnahmen auf europäischer Ebene wären in diesem Zusammenhang nicht angemessen. Zudem wird die Argumentation der Europäischen Kommission hinsichtlich des Anstiegs der langfristigen Interessen im Unternehmen durch die Mitarbeiterbeteiligung nicht unterstützt. Für Klein- und Mittelunternehmen würde das Risiko einer Deformierung der Eigentümerstruktur entstehen, da dadurch eine Übertragung des Eigentums der Gründer auf die Angestellten erfolgen würde.<sup>1282</sup>
- Regelungen für Aktionäre auf Arbeitnehmer übertragen: Nach Ansicht von drei Antwortenden sei eine Übertragung der bestehenden Regelungen der Aktionäre auf Arbeitnehmer möglich. Eine Anwendbarkeit für diese Gruppe ist gegeben, weshalb weitere Maßnahmen nicht notwendig sind.<sup>1283</sup>

#### 12.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Die Fondsmanagementunternehmen verzeichnen eine Beteiligung von 84% (16 von 19 ST).<sup>1284</sup> Die Grundstimmung zum angesprochenen Bereich war innerhalb der Gruppe ausgewogen. Sieben Befürwortern (44%) stehen acht Gegnern (50%) gegenüber. Ein Stellungnehmender (6%) ist neutral einzustufen.<sup>1285</sup>

Eine Übereinstimmung innerhalb der Befürworter war in diesem Zusammenhang nicht ersichtlich. Die angeführten Argumente zu dem vorliegenden Bereich waren zum Teil sehr unterschiedlich. Aufgrund der Annahme, dass Kapitalbeteiligungen von Arbeitnehmern bei Fondsmanagementunternehmen eher eine untergeordnete Rolle spielen, wird auf eine gesonderte Darstellung der unterschiedlich befürwortenden Ansichten verzichtet. Der Verweis auf die einzelnen Stellungnahmen wird an dieser Stelle als ausreichend erachtet.<sup>1286</sup>

---

<sup>1279</sup>Vgl. ST-Nr. 402.

<sup>1280</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 181, 214, 259.

<sup>1281</sup>Vgl. ST-Nr. 30.

<sup>1282</sup>Vgl. ST-Nr. 259.

<sup>1283</sup>Vgl. ST-Nr. 185, 352, 398.

<sup>1284</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1285</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1286</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 113, 118, 156, 229, 298, 338.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: An dieser Stelle vertreten vier Antwortende die Meinung, dass es im Ermessen des Unternehmens liegen sollte, Maßnahmen zu setzen, um die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu fördern.<sup>1287</sup> Die Implementierung und Aufrechterhaltung eines angemessenen Systems ist Aufgabe des Unternehmens und eine gesetzliche Intervention sollte nicht stattfinden.<sup>1288</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Der Stellungnehmende teilt in diesem Zusammenhang die Meinung der Europäischen Kommission, wonach Kapitalbeteiligungen von Arbeitnehmer für den langfristigen Erfolg des Unternehmens und die Angleichung der langfristigen Interessen innerhalb der Organisation vorteilhaft sind. Jedoch sind seiner Ansicht nach, weitere Untersuchungen notwendig, um eine effektivere Entwicklung und Stärkung solcher Systeme zu fördern.<sup>1289</sup>

## **12.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Abermals ist eine geringe Beteiligung dieser Gruppe innerhalb einer Fragestellung zu verzeichnen. Lediglich 13 der 32 Stellungnehmenden (41%) lieferten Antworten zur Frage 23.<sup>1290</sup> Die Grundstimmung ist allgemein ablehnend gegenüber weiteren Initiativen für die Mitarbeiterbeteiligung einzustufen. Der Wert der Gegner liegt an dieser Stelle bei 69% (neun ST). Der Anteil der Befürworter liegt hingegen bei 31% (vier ST).<sup>1291</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht aller Stellungnehmenden sollte eine Kapitalbeteiligung für Arbeitnehmer weiter gefördert werden.<sup>1292</sup> Die Entwicklung von angemessenen Systemen sollte angestrebt werden. Dies ermöglicht eine aktive Einbindung der Mitarbeiter in die Governance des Unternehmens, was im langfristigen Interesse des Unternehmens liegt.<sup>1293</sup> Eine positive Konsequenz daraus wäre die Steigerung der Loyalität und Produktivität auf der Seite der Arbeitnehmer,<sup>1294</sup> jedoch weisen einige Stellungnehmenden auch auf die Gefahren solcher Systeme hin, da Mitarbeiter dem Risiko ausgesetzt sind, ihre gesamten Ersparnisse zu verlieren. Arbeitnehmer sollten dazu ermutigt werden, nicht all ihr Kapital in einen Bereich zu investieren. Eine angemessene Diversität sollte angestrebt werden.<sup>1295</sup>

---

<sup>1287</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 94, 166, 303.

<sup>1288</sup>Vgl. ST-Nr. 166.

<sup>1289</sup>Vgl. ST-Nr. 223.

<sup>1290</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1291</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1292</sup>Vgl. ST-Nr. 56, 124, 137, 288.

<sup>1293</sup>Vgl. ST-Nr. 56, 288.

<sup>1294</sup>Vgl. ST-Nr. 56, 124, 127.

<sup>1295</sup>Vgl. ST-Nr. 124, 288.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Im Allgemeinen werden Maßnahmen in diesem Bereich auf europäischer Ebene von einigen Stellungnehmenden abgelehnt.<sup>1296</sup> Innerhalb der individuellen Regierungen wurden bereits Maßnahmen gesetzt, um die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu fördern. Betriebsräte und Arbeitnehmervertretungen, welche dieselben Ziele wie die Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter verfolgen, wurden in einigen Staaten bereits implementiert. Zusätzlich wurden zur Stärkung des Bereiches besteuereffiziente Vereinbarungen getroffen, weshalb weitere Maßnahmen nicht als notwendig erachtet werden.<sup>1297</sup> Den einzelnen Mitgliedsstaaten ist es effektiver möglich, den historischen, kulturellen und wirtschaftlichen Hintergrund ihres Landes in ihre Praktiken miteinzubeziehen, weshalb eine gesamteuropäische Lösung nicht angestrebt werden sollte.<sup>1298</sup> Fünf Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

## 12.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Von den insgesamt 18 Rechtsberatungsunternehmen beteiligten sich zwölf an der Frage 23 (67%).<sup>1299</sup> Dabei ist eine leichte Mehrheit auf der Seite der Gegner zu verzeichnen. Ihr Anteil liegt bei 50% (sechs ST). Die Befürworter weiterer Initiativen verzeichnen hingegen einen Wert von 42% (fünf ST). Ein Stellungnehmender (8%) gibt in diesem Zusammenhang neutrale Ansichten an.<sup>1300</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Eine Problematik, die oft von den Stellungnehmenden angeführt wird, sind die unterschiedlichen Steuersysteme innerhalb der Mitgliedsstaaten. Dies erschwert die Implementierung effektiver Kapitalbeteiligungssysteme quer durch mehrere Staaten.<sup>1301</sup> Dies benachteiligt vor allem jene Arbeitnehmer, die in verschiedenen Zuständigkeitsbereichen tätig sind.<sup>1302</sup> Aus diesem Grund sollten Maßnahmen, welche die Entwicklung und Administrierung von Kapitalbeteiligung auf europäischer Ebene erleichtern, angestrebt werden.<sup>1303</sup> Eine stabile und konsistente steuerliche Behandlung dieses Bereiches wäre in diesem Zusammenhang sehr vorteilhaft.<sup>1304</sup> Zusätzlich würden steuerliche Begünstigungen für Arbeitnehmer, die eine Kapitalbeteiligung anstreben, die Attraktivität solcher Systeme erhöhen.<sup>1305</sup> Vier Stellungnehmende führten diese Ansicht an.

---

<sup>1296</sup>Vgl. ST-Nr. 115, 125, 202.

<sup>1297</sup>Vgl. ST-Nr. 92, 163.

<sup>1298</sup>Vgl. ST-Nr. 92, 125, 163.

<sup>1299</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1300</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1301</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 360.

<sup>1302</sup>Vgl. ST-Nr. 128.

<sup>1303</sup>Vgl. ST-Nr. 360.

<sup>1304</sup>Vgl. ST-Nr. 107, 128, 155.

<sup>1305</sup>Vgl. ST-Nr. 360.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Aus finanzwirtschaftlicher und steuerrechtlicher Sicht gibt es nach Ansicht einiger Gegner viele Möglichkeiten, die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu fördern,<sup>1306</sup> jedoch sollte die Entscheidung über notwendige Initiativen auf nationaler Ebene erfolgen.<sup>1307</sup> Zudem ist der Umfang und Inhalt solcher Beteiligungen Teil der Vereinbarungen zwischen dem Unternehmen und dem Mitarbeiter. Ihre Entscheidungsfreiheit sollte bewahrt werden.<sup>1308</sup> Drei Gegner dieses Argument an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden sollte die Rolle der Europäischen Union darin liegen, die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu erleichtern. Jedoch sind weitere Untersuchungen notwendig, um diesen komplexen Themenbereich zu behandeln.<sup>1309</sup>

## 12.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Die Beteiligung der anderen Unternehmen lag bei 68% (47 von 69 ST).<sup>1310</sup> Ein deutliches Ergebnis lieferte dabei die Analyse der Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe. Mit 77% (36 ST) sind die Gegner hierbei in der Mehrheit. Die restlichen 23% (elf ST) sind den Befürwortern zuzuschreiben.<sup>1311</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Behandlung des Risikos: Bei der Kapitalbeteiligung gehen Arbeitnehmer ein erhebliches Investitionsrisiko ein.<sup>1312</sup> Bei einem Konkurs des Unternehmens wären die Investitionen des Mitarbeiters ebenfalls verloren.<sup>1313</sup> Das Unternehmen muss in diesem Zusammenhang sicherstellen, dass ihre Mitarbeiter ein ausreichend finanzwirtschaftliches Verständnis und ein vollständiges Bewusstsein der unterliegenden Risiken vorweisen können.<sup>1314</sup> Zudem werden weitere Schutzmaßnahmen gegenüber dem ausgesetzten Risiko für Arbeitnehmer verlangt.<sup>1315</sup> Von einem erhöhten Konzentrationsrisiko innerhalb der Portfolios der Arbeitnehmer sollten jedoch europäische Regelungen Abstand nehmen.<sup>1316</sup> Dies würde das Problem nur verschärfen. Vier Antwortende vertraten diese Ansichten.

---

<sup>1306</sup>Vgl. ST-Nr. 78.

<sup>1307</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 308.

<sup>1308</sup>Vgl. ST-Nr. 78, 109.

<sup>1309</sup>Vgl. ST-Nr. 376.

<sup>1310</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1311</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1312</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>1313</sup>Vgl. ST-Nr. 215.

<sup>1314</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>1315</sup>Vgl. ST-Nr. 215.

<sup>1316</sup>Vgl. ST-Nr. 296.

- Anerkennung der unterschiedlichen Systeme: Auf europäischer Ebene sind Maßnahmen notwendig, um die grenzüberschreitende Kapitalbeteiligung zu erleichtern. Die Entwicklung dieses Bereiches wird durch unterschiedliche steuerliche Gesetzgebungen und Gesellschaftsrechte gehemmt.<sup>1317</sup> Nach Ansicht von zwei Antwortenden würde eine wechselseitige Anerkennung der unterschiedlichen Systeme innerhalb der Mitgliedsstaaten eine Verbesserung in diesem Bereich schaffen.<sup>1318</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Liegt im Ermessen der Unternehmen und der Aktionäre: Aufgrund der Unterschiede innerhalb der Unternehmen, ist die Entwicklung einer one size fit's all-Lösung nicht möglich.<sup>1319</sup> Es sollte im Ermessen des Unternehmens liegen, soweit eine Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter erwünscht ist, geeignete Anreize zu schaffen.<sup>1320</sup> Zudem haben unterschiedliche Industrien unterschiedliche Risikoeinstellungen, wodurch einige Anteile mit einem signifikant höheren Risiko für Arbeitnehmer nicht geeignet wären.<sup>1321</sup> Ein weiterer Aspekt, der in diesem Zusammenhang angeführt wurde, sind die negativen Effekte, die eine Regulierung mit sich führen würde. Überwiegend wurde die Ansicht vertreten, dass dadurch eine Verwässerung des privaten Eigentumsrechtes entstehen könnte, weshalb weitere Initiativen abgelehnt werden.<sup>1322</sup> 16 Stellungnehmende führten diese Ansichten an.
- Wird bereits auf nationaler Ebene gefördert: In einigen Mitgliedsstaaten existieren bereits auf nationaler Ebene nach Ansicht von fünf Antwortenden angemessene Rahmenbedingungen, um die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu fördern.<sup>1323</sup> Weitere Maßnahmen würden den Bereich nur komplizierter gestalten.<sup>1324</sup> Sollte zudem Handlungsbedarf ersichtlich sein, liege es im Ermessen der einzelnen Mitgliedsstaaten, Initiativen zu setzen.<sup>1325</sup>
- Kein Thema der Corporate Governance: Interessant ist hierbei, dass drei Antwortende die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern nicht direkt dem Bereich der Corporate Governance des Unternehmens zuschreiben.<sup>1326</sup>

---

<sup>1317</sup>Vgl. ST-Nr. 368.

<sup>1318</sup>Vgl. ST-Nr. 347, 368.

<sup>1319</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 20, 101, 148.

<sup>1320</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 20, 24, 49, 81, 84, 148, 182, 203, 206, 207, 216, 221, 330.

<sup>1321</sup>Vgl. ST-Nr. 20.

<sup>1322</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 182, 203, 206, 216, 221.

<sup>1323</sup>Vgl. ST-Nr. 189, 231, 232, 247, 379.

<sup>1324</sup>Vgl. ST-Nr. 232.

<sup>1325</sup>Vgl. ST-Nr. 208, 301, 404.

<sup>1326</sup>Vgl. ST-Nr. 81, 330, 379.

## 12.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

23 der 36 Stellungnehmenden (64%) lieferten im Zuge der Konsultation Antworten zur Frage 23.<sup>1327</sup> Dabei ist abermals eine ablehnende Haltung gegenüber weiteren Initiativen erkennbar. 57% (13 ST) lehnen weitere Maßnahmen zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern ab. Der Anteil der Befürworter liegt hingegen bei 39% (neun ST). Lediglich ein Stellungnehmender (4%) führt neutrale Ansichten an.<sup>1328</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Förderung durch steuerliche Anreize: Zwei Antwortende würden eine steuerliche Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern begrüßen. Ein begünstigtes Steuersystem würde die Verbreitung fördern und die Unternehmen mehr dazu ermutigen, solch eine Beteiligung ihrer Belegschaft zu offerieren.<sup>1329</sup>
- Orientierung an guten Marktpraktiken: Da dieser Bereich nach Ansicht von zwei Stellungnehmenden innerhalb der Mitgliedsstaaten sehr unterschiedlich ausgeprägt ist, wäre es hilfreich, wenn die Erfahrung der einzelnen Staaten in zukünftige Initiativen eingebunden werden.<sup>1330</sup> Deutschland und Frankreich weisen in diesem Bereich eine lange Tradition vor. Im Allgemeinen sollte darauf geachtet werden, dass gute Praktiken durch den Corporate Governance-Rahmen gefördert werden.<sup>1331</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Liegt im Ermessen des Unternehmens: Fünf Antwortende gaben an, dass eine Förderung der Kapitalbeteiligung im Ermessen des Unternehmens liege und eine Intervention von Seiten der Gesetzgebung nicht angestrebt werden sollte.<sup>1332</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände.
- Maßnahmen auf nationaler Ebene: Über notwendige Maßnahmen in diesem Bereich sollten nach Ansicht von vier Antwortenden die Mitgliedsstaaten individuell entscheiden.<sup>1333</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunter-

---

<sup>1327</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1328</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1329</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 11.

<sup>1330</sup>Vgl. ST-Nr. 6.

<sup>1331</sup>Vgl. ST-Nr. 57.

<sup>1332</sup>Vgl. ST-Nr. 1, 82, 126, 327, 403.

<sup>1333</sup>Vgl. ST-Nr. 41, 149, 219, 244.

nehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden sollte die Europäische Kommission untersuchen anstellen, inwieweit die bestehenden Kapitalbeteiligungssysteme der einzelnen Mitgliedsstaaten auf europäischer Ebene standardisiert werden können. Mit ausreichender Rücksichtnahme der unterschiedlichen Geschäftssektoren sollten gesonderte Analysen durchgeführt werden.<sup>1334</sup>

## 12.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Die Beteiligung der Staatsämter und Regulierungsbehörden lag bei 58% (15 von 16 ST).<sup>1335</sup> Dabei stehen ein Drittel (fünf ST) der Stellungnehmenden weiteren Initiativen positiv gegenüber. Der restliche Anteil von 67% (zehn ST) ist den Gegnern zuzuschreiben.<sup>1336</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Abermals führen einige Stellungnehmende die Vorteile der behandelten Anlageform an. Sie fördern die Motivation der Mitarbeiter und ermöglichen die Schaffung einer langfristigen Beteiligungsbasis für das Unternehmen.<sup>1337</sup> Maßnahmen auf europäischer Ebene sind deshalb nach Ansicht von drei Antwortenden notwendig, um diesen Bereich weiter zu fördern.<sup>1338</sup> Dabei sollte auf die individuellen guten Praktiken und die unterschiedlichen Systeme (dualistisches/monistisches System) der Mitgliedsstaaten Rücksicht genommen werden.<sup>1339</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Maßnahmen auf nationaler Ebene: Sollten die einzelnen Mitgliedstaaten einen Handlungsbedarf in diesem Bereich erkennen, sollten Maßnahmen nach Ansicht von vier Stellungnehmenden auf nationaler und nicht europäischer Ebene erfolgen.<sup>1340</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision

---

<sup>1334</sup>Vgl. ST-Nr. 348.

<sup>1335</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1336</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1337</sup>Vgl. ST-Nr. 254.

<sup>1338</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 256, 283.

<sup>1339</sup>Vgl. ST-Nr. 254, 283.

<sup>1340</sup>Vgl. ST-Nr. 266, 269, 278, 285.

sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände wird an dieser Stelle als ausreichend erachtet.

- Liegt im Ermessen des Unternehmens: Abermals sind drei Stellungnehmende der Auffassung, dass die Entscheidung über einer Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern, den Unternehmen überlassen werden sollte.<sup>1341</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände wird an dieser Stelle als ausreichend erachtet.

## 12.10. Andere

Etwas über der Hälfte der Stellungnehmenden (36 von 71 ST) lieferte im Zuge der Konsultation Antworten zur Frage 23.<sup>1342</sup> Jedoch sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass im nachfolgenden Abschnitt eine gesonderte Darstellung der Unterkategorie der Arbeitnehmervertreter erfolgen soll. Dadurch ist eine genauere Untersuchung der Ansichten zum vorliegenden Thema innerhalb der einzelnen Gruppen möglich. Die Auswertung der Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe ergab eine leichte Mehrheit an Befürwortern hinsichtlich zusätzlicher Maßnahmen zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern. Ihr Anteil liegt bei 50% (18 ST). Dem gegenüber stehen 42% (15 ST) weiteren Initiativen in diesem Bereich ablehnend gegenüber. Drei Stellungnehmende (8%) führen neutrale Ansichten an.<sup>1343</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht der Stellungnehmenden sollte die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern durch steuerliche Anreize gefördert werden.<sup>1344</sup> Spezielle steuervorteile für Mitarbeiter würde sich positiv auf die Kapitalbeteiligung auswirken.<sup>1345</sup> Die momentane steuerliche Behandlung dieses Bereiches sei, nach Ansicht einiger Stellungnehmender, innerhalb der Europäischen Union sehr unterschiedlich ausgeprägt. In manchen Systemen werden den Arbeitnehmern ausreichend Anreize geboten, in anderen wiederum sei ein Mangel erkennbar.<sup>1346</sup> Über einen gemeinschaftlichen Ansatz der Steuervorteile für Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern auf europäischer Ebene sollte in diesem Zusammenhang nachgedacht werden.<sup>1347</sup> Acht Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

---

<sup>1341</sup>Vgl. ST-Nr. 260, 277, 284.

<sup>1342</sup>Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

<sup>1343</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1344</sup>Vgl. ST-Nr. 111, 119, 152, 312, 329, 349.

<sup>1345</sup>Vgl. ST-Nr. 111, 152.

<sup>1346</sup>Vgl. ST-Nr. 152, 312.

<sup>1347</sup>Vgl. ST-Nr. 238, 318.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Liegt im Ermessen des Unternehmens: Nach Ansicht von vier Stellungnehmenden sollte die Entscheidung über eine Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern den individuellen Unternehmen überlassen und nicht durch gesetzliche Maßnahmen aufgezwängt werden.<sup>1348</sup> Da jedoch ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen innerhalb der Stellungnahmen angeführt wurden, erfolgt an dieser Stelle ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände.
- Liegt im Ermessen der Mitgliedstaaten: Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklungen und Traditionen innerhalb der einzelnen Mitgliedstaaten sollte nach Ansicht von drei Stellungnehmenden die Entscheidung über eine Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern den individuellen Staaten überlassen werden.<sup>1349</sup> Unterschiedliche Steuer- und Sozialsysteme innerhalb der Europäischen Union erschweren einen gemeinschaftlichen Ansatz in diesem Bereich.<sup>1350</sup> Zudem fehle der Europäischen Kommission die notwendige Kompetenz, um steuerliche Förderungsmaßnahmen für die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern auf europäischer Ebene einzuführen.<sup>1351</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt: Aufgrund der unterschiedlichen Erfahrungen hinsichtlich der Kapitalbeteiligungssysteme von Arbeitnehmer innerhalb der einzelnen Mitgliedstaaten, sind nach Ansicht der Stellungnehmenden weitere Untersuchungen notwendig, um Schwachstellen und Erfolgsfaktoren dieser Systeme zu identifizieren.<sup>1352</sup> Zudem sollten die unterschiedlichen Ansichten bezüglich der Rolle des Mitarbeiters im Unternehmen innerhalb der Europäischen Union zu weiteren Diskussionen anregen.<sup>1353</sup>

### 12.10.1. Arbeitnehmervertreter

Da die Fragestellung direkt den Bereich der Arbeitnehmer behandelt, sind in diesem Zusammenhang die Ansichten der Unterkategorie Arbeitnehmervertreter von großer Bedeutung, weshalb eine gesonderte Darstellung dieser erfolgt. Die Untergruppe beinhaltet neun Stellungnehmende, wobei alle im Zuge der Konsultation Antworten zur Frage 23 lieferten.<sup>1354</sup> Dabei spricht sich mit 89% (acht ST) eine klare Mehrheit für

---

<sup>1348</sup> Vgl. ST-Nr. 3, 157, 220, 383.

<sup>1349</sup> Vgl. ST-Nr. 133, 200, 250.

<sup>1350</sup> Vgl. ST-Nr. 250.

<sup>1351</sup> Vgl. ST-Nr. 133.

<sup>1352</sup> Vgl. ST-Nr. 117, 337.

<sup>1353</sup> Vgl. ST-Nr. 385.

<sup>1354</sup> Vgl. Abs. 12.11.1., S. 205, Abb. 24.

weitere Maßnahmen in diesem Bereich aus. Lediglich ein Stellungnehmender (11%) führt ablehnende Ansichten zu dem angesprochenen Bereich an.<sup>1355</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Möglichkeit zur Ausübung der Abstimmungsrechte: Grundsätzlich wird das Konzept der Kapitalbeteiligung unterstützt. Arbeitnehmer welche an der langfristigen Nachhaltigkeit des Unternehmens interessiert sind, steigern dadurch das Vertrauen in die Organisation und sind förderlich für die Corporate Governance.<sup>1356</sup> Zudem ermöglichen sie die Schaffung von langfristigen Werten, weshalb Maßnahmen zur Erleichterung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern notwendig sind.<sup>1357</sup> In diesem Zusammenhang erachten drei Antwortende es als unentbehrlich, dass Mitarbeiter ihre dadurch erlangten Abstimmungsrechte ohne Beschränkungen ausüben können.<sup>1358</sup> Eine Intervention von außen bzw. durch Emittenten sollte dabei nicht erfolgen.<sup>1359</sup> Zusätzlich sollte das Unternehmen darauf achten, ihren Mitarbeitern Instrumente zur Bündelung von Stimmrechten einzurichten. Nach Meinung von zwei weiteren Antwortenden sei hierbei ein Verbot der Ausgabe von stimmrechtslosen Aktien und Aktienoptionen für Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte notwendig.<sup>1360</sup> Eine Steigerung des aktiven Engagements der Mitarbeiter ist für eine gute Corporate Governance förderlich.<sup>1361</sup>
- Sollte kein Ersatz für die Entlohnung sein: Für eine effektive Kapitalbeteiligung ist es vorab notwendig, einige Bereiche zu untersuchen. Hierbei sollten die gesetzlichen Rahmenbedingungen und die wirtschaftliche Situation des Unternehmens genau untersucht werden. Zudem sollte die Leistungsfähigkeit der Mitarbeiter analysiert und die Ziele des Kapitalbeteiligungsmodelles genau definiert werden,<sup>1362</sup> jedoch sei nach Auffassung von vier Antwortenden eine Kapitalbeteiligung durch Arbeitnehmer kein Ersatz für ihre Entlohnung.<sup>1363</sup> Angemessene Gehaltsverhandlungen mit der Organisation sollten ihnen weiterhin möglich sein.<sup>1364</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der ablehnenden Stellungnahme angeführt: Eine Kapitalbeteiligung durch Arbeitnehmer ist nach Auffassung des Stellungnehmenden ein geeigneter Weg, um Mitarbeiter im Unternehmen zu entlohnen. Die Möglichkeit zu Gehaltsverhandlungen darf dadurch nicht eingeschränkt werden. Zudem sollte darauf geachtet werden, dass alle Mitarbeiter dieselben Anteile im Unternehmen

---

<sup>1355</sup>Vgl. Abs. 12.11.2., S. 207, Abb. 25.

<sup>1356</sup>Vgl. ST-Nr. 74, 79.

<sup>1357</sup>Vgl. ST-Nr. 184.

<sup>1358</sup>Vgl. ST-Nr. 74, 79, 184.

<sup>1359</sup>Vgl. ST-Nr. 74, 79.

<sup>1360</sup>Vgl. ST-Nr. 286, 300.

<sup>1361</sup>Vgl. ST-Nr. 184.

<sup>1362</sup>Vgl. ST-Nr. 286, 300.

<sup>1363</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 286, 300, 344.

<sup>1364</sup>Vgl. ST-Nr. 286, 300, 344.

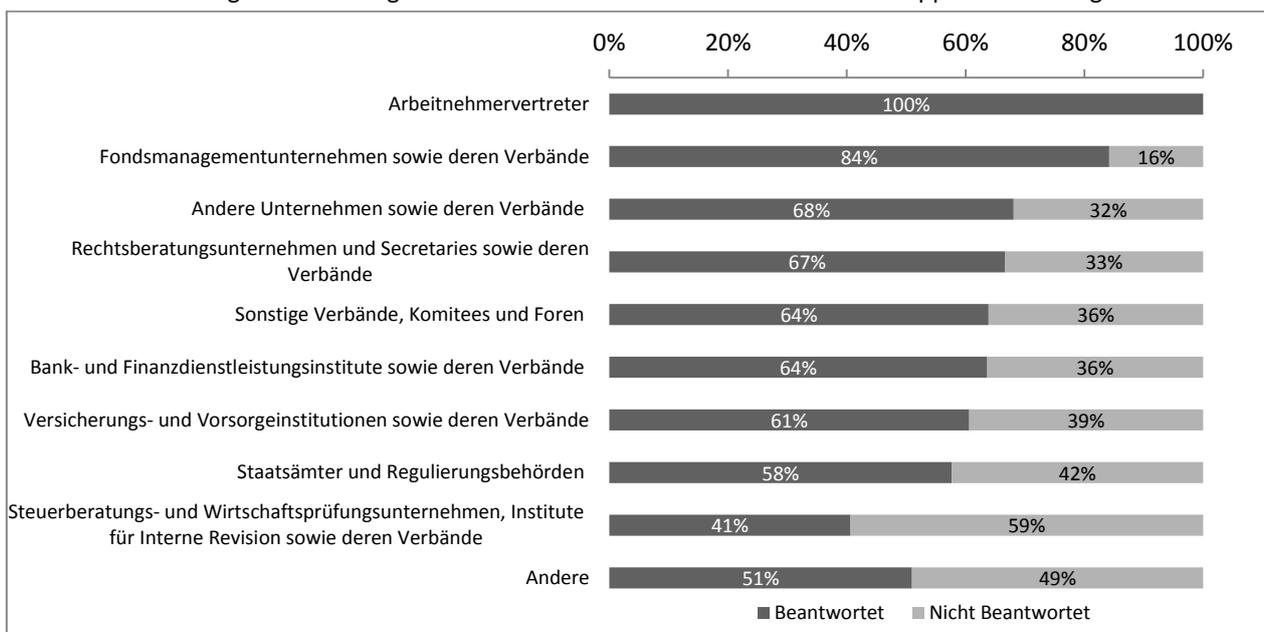
erhalten, jedoch sollte in diesem Zusammenhang weder auf nationaler noch auf europäischer Ebene versucht werden, durch politische Systeme eine Regulierung in diesem Bereich anzustreben. Maßnahmen zur Erleichterung der Kapitalbeteiligung durch Arbeitnehmer sollten durch die beteiligten Parteien (Management des Unternehmens und Arbeitnehmerorganisationen) erfolgen.<sup>1365</sup>

## 12.11. Zusammenfassung

### 12.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 23

Ein eindeutiges Ergebnis lieferte hierbei die Unterkategorie der Arbeitnehmervertreter. Alle Gruppenmitglieder beteiligten sich im Zuge der Konsultation an der Frage 23. Eine geringe Beteiligung verzeichnete abermals die Gruppe Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände. Der Anteil der Stellungnahmen, welche Antworten zur vorliegenden Fragestellung lieferte, lag bei 41%. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht nochmals das Endergebnis.

Abbildung 24: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 23



Quelle: Eigene Darstellung

<sup>1365</sup>Vgl. ST-Nr. 384.

### **12.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur**

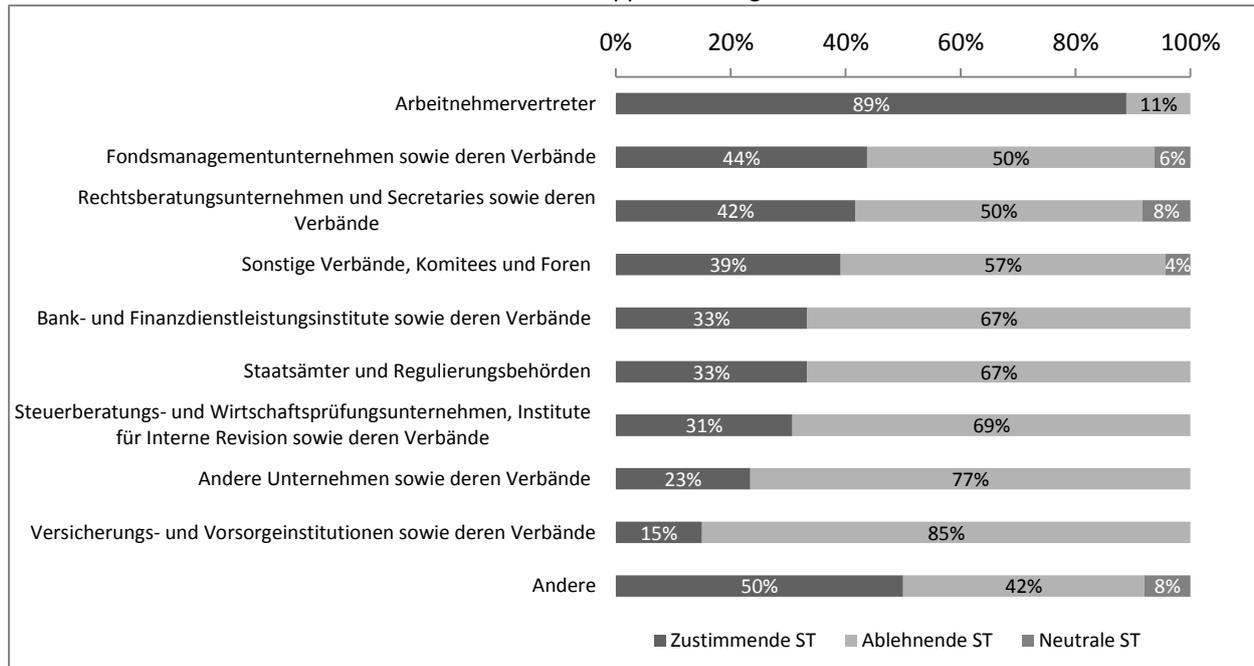
#### **Frage 23**

Wenig Überraschung lieferte in diesem Zusammenhang die Auswertung der Grundstimmungen innerhalb der einzelnen Gruppen. Die höchste Befürwortung hinsichtlich zusätzlicher Maßnahmen zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern, verzeichnete die Unterkategorie der Arbeitnehmervertreter. Der Anteil an Befürwortern lag hier bei 89%. Nach Ansicht der Befürworter wäre der Einsatz von steuerlichen Anreizen notwendig, um diesen Bereich auf europäischer Ebene mehr zu fördern. Spezielle Steuerbegünstigungen für Mitarbeiterbeteiligungen wären in diesem Zusammenhang vorstellbar. Zudem sollte nach Ansicht der Antwortenden eine Harmonisierung der steuerlichen Behandlung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern angestrebt werden. Dies hängt mit der hohen Anzahl an Mitarbeitern, welche grenzüberschreitend für ihre Unternehmen tätig sind, zusammen. Einheitliche Rahmenbedingungen würden eine Erleichterung hinsichtlich der Kapitalbeteiligung bewirken. Diese Ansichten wurden innerhalb aller Gruppen am häufigsten angeführt.

Bis auf die Unterkategorie der Arbeitnehmervertreter und die Gruppe Andere verzeichneten die restlichen Gruppen einen relativ hohen Anteil an ablehnenden Stellungnahmen zum vorliegenden Themenbereich. Der höchste Anteil an Gegner verzeichneten hierbei die Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände. Ihre Werte lagen bei 85% bzw. 77%. Am häufigsten führten die Gegner in ihren Stellungnahmen an, dass die Entscheidung über eine Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer dem Unternehmen selbst überlassen bleiben sollte. Ein Zwang durch regulierende Maßnahmen sollte hierbei nicht angestrebt werden. Sie tragen die Verantwortung zur Entwicklung geeigneter Lösungen und entscheiden über die Angemessenheit der Beteiligungssysteme für ihre Mitarbeiter. Eine einheitliche Lösung wäre aufgrund der nationalen Unterschiede innerhalb der Europäischen Union nicht möglich. Zudem sollte die Entscheidung über steuerliche Anreize in diesem Bereich den individuellen Mitgliedsstaaten überlassen werden, da dadurch nationale Begebenheiten angemessener beachtet werden können.

### Frage 23

Abbildung 25: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 23



Quelle: Eigene Darstellung

#### 12.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 23

Anhand der Tabelle ist ersichtlich, dass Großbritannien in allen drei Bereichen die Statistik mit Werten von über 25% anführt. Schweden verzeichnete innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen mit 19% den zweithöchsten Wert. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Ablehnung hinsichtlich der Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der ablehnenden Stellungnahmen (136 ST) lag an dieser Stelle beinahe doppelt so hoch wie jener der zustimmenden (77 ST).

Tabelle 14: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 23

Land	Zustimmende ST	Ablehnende ST	Neutrale ST
Großbritannien	19 (25%)	31 (23%)	2 (33%)
Europäische Vereinigungen	15 (19%)	15 (11%)	2 (33,3%)
Schweden	X	21 (15%)	X
Rest	43 (56%)	69 (51%)	2 (33,3%)
<b>Summe:</b>	77 (100%)	136 (100%)	6 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung



## **13. Qualitätsverbesserung in den Erläuterungen der Corporate Governance-Berichte (Frage 24)**

### **13.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Im letzten Abschnitt des Grünbuchs befasst sich die Europäische Kommission mit dem comply or explain-Ansatz, welcher Unternehmen dazu anhält, bei einem Abweichen von Empfehlungen der Corporate Governance-Kodizes eine ausreichende Erläuterung in der Berichterstattung zu liefern. Nach Ansicht der Europäischen Kommission schafft der Ansatz die notwendige Flexibilität, um individuelle Unternehmensbegebenheiten ausreichend in den Corporate Governance-Berichten zu berücksichtigen. Jedoch erfolgt an dieser Stelle auch eine Kritik hinsichtlich der Umsetzung des Grundsatzes. Dabei stützt sich die Europäische Kommission auf die Ergebnisse einer Studie<sup>1366</sup>, wonach die Qualität der Erläuterungen in den letzten Jahren zurückgegangen sei.<sup>1367</sup> Die Erläuterungen seien oft unvollständig oder es fehlt ihnen an ausreichender Substanz.<sup>1368</sup> Verbesserungen sind nach Ansicht der Europäischen Kommission notwendig, um die Informationsqualität in diesem Bereich und die Effizienz des Ansatzes zu steigern.<sup>1369</sup> Eine detailliertere Anforderung zur Offenlegung der relevanten Informationen wäre hierbei vorstellbar. Das Schwedische Modell, welches die angesprochenen Bereiche bereits berücksichtigt, sollte hierbei als Vorbild dienen.<sup>1370</sup> Aufgrund der vorliegenden Problemstellung wurde folgende Fragestellung formuliert:

Frage 24: „Stimmen Sie der Tatsache zu, dass Unternehmen, die von den Empfehlungen der Corporate Governance-Kodizes abweichen, gehalten sein sollten, detaillierte Erläuterungen dafür beizubringen und die alternativen Lösungen zu beschreiben?“<sup>1371</sup>

### **13.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Die Beteiligung an der Frage 24 lag im Vergleich zu den vorangegangenen Fragen mit 85% (28 von 33 ST) innerhalb dieser Gruppe am höchsten.<sup>1372</sup> Die Grundstimmung hinsichtlich der Anforderung zur Qualitätssteigerung der Corporate Governance-Berichterstattung der Unternehmen ist positiv einzustufen. Der Wert der Befürworter liegt bei 68% (19 ST). Die restlichen 32% (neun ST) lehnen weitere Maßnahmen in diesem Zusammenhang ab.<sup>1373</sup>

<sup>1366</sup>Vgl. Europäische Kommission j(2011), S. 21, Fußnote 61.

<sup>1367</sup>Vgl. ebd., S. 21.

<sup>1368</sup>Vgl. ebd., S. 22.

<sup>1369</sup>Vgl. ebd., S. 21.

<sup>1370</sup>Vgl. ebd., S. 22.

<sup>1371</sup>Vgl. ebd., S. 26.

<sup>1372</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1373</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Den comply or explain-Ansatz unterstützen die Stellungnehmenden sehr stark.<sup>1374</sup> Um ein effektives System zu gewährleisten, sind ausreichende Informationen des Unternehmens und eine große Anzahl an interessierten Aktionären notwendig, welche den jeweiligen Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat zur Rechenschaft ziehen wollen.<sup>1375</sup> Da ein Mangel hinsichtlich der Qualität der Veröffentlichungen der Berichterstattung ersichtlich ist,<sup>1376</sup> würde die Mehrheit der Befürworter eine Anforderung der Unternehmen zu detaillierteren Erläuterungen bei einem Abweichen von Corporate Governance-Empfehlungen begrüßen.<sup>1377</sup> In jenen Fällen, in denen dies möglich ist, sollte eine Beschreibung der Alternativlösung durch die Unternehmen erfolgen.<sup>1378</sup> Aussagekräftige und glaubwürdige Erläuterungen schaffen einen Mehrwert für Aktionäre und andere Stakeholder und sollte deshalb angestrebt werden.<sup>1379</sup> Im schwedischen Corporate Governance-Kodex werden diese Bereiche bereits von Unternehmen angefordert. Dies sollte als Vorbild für weitere Maßnahmen dienen.<sup>1380</sup> 18 Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Zwar stimmen einige Gegner der Aussage der Europäischen Kommission hinsichtlich der qualitativ unterschiedlichen Berichterstattung der Unternehmen zu, jedoch wäre eine regulierende Lösung in diesem Zusammenhang nicht zielführend.<sup>1381</sup> Die Stärkung der Veröffentlichung von Standardfloskeln wäre dadurch die Konsequenz.<sup>1382</sup> Zudem erhöhe eine detailliertere Erläuterungspflicht die Belastung der Unternehmen, weshalb eine striktere Anforderung von fünf Antwortenden abgelehnt wird.<sup>1383</sup>

### 13.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

25 der insgesamt 33 Stellungnahmen (76%) innerhalb dieser Gruppe beantworteten im Zuge der Konsultation die vorliegende Frage.<sup>1384</sup> Dabei überwiegt abermals mit 56% (14 ST) eine positive Grundstimmung zum vorliegenden Bereich. 44% (elf ST) sind hingegen den Gegnern zuzuschreiben.<sup>1385</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Auch an dieser Stelle ist die Mehrheit der Stellungnehmenden davon überzeugt, einen stabilen und effizien-

<sup>1374</sup> Vgl. ST-Nr. 14, 17, 42, 104, 121, 180, 297.

<sup>1375</sup> Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>1376</sup> Vgl. ST-Nr. 164, 345.

<sup>1377</sup> Vgl. ST-Nr. 17, 42, 96, 103, 104, 121, 191, 192, 213, 297, 367, 391.

<sup>1378</sup> Vgl. ST-Nr. 17, 42, 96, 103, 104, 121, 192, 213, 297, 345, 367, 391.

<sup>1379</sup> Vgl. ST-Nr. 180, 345.

<sup>1380</sup> Vgl. ST-Nr. 17, 42, 103, 204, 212.

<sup>1381</sup> Vgl. ST-Nr. 287, 311.

<sup>1382</sup> Vgl. ST-Nr. 240, 287.

<sup>1383</sup> Vgl. ST-Nr. 19, 287, 311, 361, 366.

<sup>1384</sup> Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1385</sup> Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

ten comply or explain-Ansatz nur dann gewährleisten zu können, wenn Unternehmen dazu aufgefordert werden, detaillierte Erläuterungen bei einem Abweichen von Corporate Governance-Empfehlungen zu liefern.<sup>1386</sup> Dies sei für den Erfolg des Ansatzes wichtig und die Gesetzgebung sollte dies unterstützen.<sup>1387</sup> Da eine Alternativlösung oft nicht vorhanden ist, sollte eine Anführung nur dann erfolgen, wenn sie existiert.<sup>1388</sup> Dies erhöht den Schutz der Interessen von Investoren, welche dadurch informierte Entscheidungen hinsichtlich ihrer Investitionen treffen können.<sup>1389</sup> Elf Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend führen die Stellungnehmenden an, dass Erläuterungen bei einem Abweichen der Empfehlungen von Seiten der Unternehmen bereits ausführlich angeführt werden.<sup>1390</sup> Dies impliziert die Beschreibung von Alternativlösungen mit ein.<sup>1391</sup> Der comply or explain-Ansatz liefert bereits in einigen Mitgliedsstaaten ein angemessenes Rahmenwerk für die Funktionalität der Corporate Governance-Kodizes, weshalb eine Verschärfung der Regelungen nicht angestrebt werden sollte.<sup>1392</sup> Zudem seien zu detaillierte und obligatorische Anordnungen hinsichtlich des Corporate Governance-Berichtes mit dem comply or explain-Grundsatz nicht vereinbar.<sup>1393</sup> Dies würde den bürokratischen Aufwand des Unternehmens erhöhen,<sup>1394</sup> weshalb sechs Antwortende eine ablehnende Haltung in diesem Zusammenhang einnehmen.

#### 13.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände

Abermals erfolgt eine deutlich hohe Beteiligung der Fondsmanagementunternehmen an einer Fragestellung. 89% (17 von 19 ST) der Stellungnehmenden lieferten hierbei Antworten zur Frage 24.<sup>1395</sup> Ein deutliches Ergebnis liefert hierbei die Auswertung der Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe. 94% (16 ST) stehen den Ausführungen der Europäischen Kommission positiv gegenüber. Lediglich ein Stellungnehmender (6%) lehnt weitere Initiativen in diesem Bereich ab.<sup>1396</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Der comply or explain-Ansatz ist nach Auffassung einiger Stellungnehmender die Basis für die europäischen

<sup>1386</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 299, 303, 333, 351, 352, 356, 372, 387, 402.

<sup>1387</sup>Vgl. ST-Nr. 197.

<sup>1388</sup>Vgl. ST-Nr. 352, 356, 372, 402.

<sup>1389</sup>Vgl. ST-Nr. 387.

<sup>1390</sup>Vgl. ST-Nr. 30, 196, 214, 259, 343.

<sup>1391</sup>Vgl. ST-Nr. 214, 259.

<sup>1392</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 343.

<sup>1393</sup>Vgl. ST-Nr. 214, 324.

<sup>1394</sup>Vgl. ST-Nr. 324.

<sup>1395</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1396</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

Corporate Governance-Kodizes.<sup>1397</sup> Der Ansatz bietet dem Unternehmen genügend Flexibilität, um auf spezifische Situationen angemessen reagieren zu können.<sup>1398</sup> Der Erfolg dieses Grundsatzes basiert auf qualitativ hochwertigen Erläuterungen bei einem Abweichen der Empfehlungen,<sup>1399</sup> weshalb Unternehmen dazu aufgefordert werden sollten, diese ausführlicher zu gestalten.<sup>1400</sup> Zusätzlich ermöglicht eine Anforderung zu einer detaillierten Beschreibung der Alternativlösungen<sup>1401</sup> den Investoren eine angemessene Bewertung der Corporate Governance-Maßnahmen und die Nachvollziehung der Beweggründe des Unternehmens.<sup>1402</sup> Zwölf Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der ablehnenden Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des einzigen Gegners funktioniere eine gute Corporate Governance nur durch einen flexiblen comply or explain-Ansatz und nicht durch starre gesetzliche Regelungen. Zudem bezweifle er die Funktionalität des Ansatzes durch weitere Anforderungen hinsichtlich ausführlicheren Erläuterungen und Beschreibungen von Alternativlösungen. Momentan sei es eher üblich, dass Unternehmen wenig bis gar keine Erläuterungen beim Abweichen von Empfehlungen anführen, weshalb eine Verschärfung der Bestimmungen keinen Mehrwert bringen würde.<sup>1403</sup>

### **13.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Der Anteil der Stellungnehmenden, welche sich an der Frage 24 beteiligte, lag bei 84% (27 von 32 ST).<sup>1404</sup> Dabei weisen die Befürworter mit 70% (19 ST) den höheren Anteil innerhalb der Statistik auf. Die restlichen 30% (acht ST) lehnen weitere Initiativen zur Qualitätssteigerung der Corporate Governance-Berichte ab.<sup>1405</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Abermals begrüßen einige Stellungnehmende den Vorschlag von Seiten der Europäischen Kommission, wonach Unternehmen zu detaillierteren und vollständigeren Erläuterungen bei einem Abweichen der Empfehlungen angefordert werden sollten.<sup>1406</sup> Dies inkludiert eine ausführliche Beschreibung der Alternativlösung.<sup>1407</sup> Der Corporate Governance-Bericht sei ein essentieller Bestandteil des Jahresberichts. Dem Leser

---

<sup>1397</sup>Vgl. ST-Nr. 141, 158.

<sup>1398</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 141, 158.

<sup>1399</sup>Vgl. ST-Nr. 16.

<sup>1400</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 25, 94, 118, 141, 158, 166, 223, 298, 306, 338.

<sup>1401</sup>Vgl. ST-Nr. 25, 118, 166, 223, 298, 306, 338.

<sup>1402</sup>Vgl. ST-Nr. 158, 166.

<sup>1403</sup>Vgl. ST-Nr. 113.

<sup>1404</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1405</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

<sup>1406</sup>Vgl. ST-Nr. 22, 54, 56, 62, 75, 80, 92, 115, 124, 132, 137, 138, 163, 336, 369.

<sup>1407</sup>Vgl. ST-Nr. 22, 54, 62, 80, 92, 115, 132, 137, 138, 336, 369.

muss ein klares Verständnis über die Governance-Vereinbarungen und in weiterer Folge, wie diese mit dem strategischen Erfolg des Unternehmens zusammenhängen, ermöglicht werden.<sup>1408</sup> Aussagekräftige und überlegte Erläuterungen sind in diesem Zusammenhang von großer Bedeutung.<sup>1409</sup> Im Allgemeinen sollte eine Erhöhung der Transparenz innerhalb der Governance Handlungen des Unternehmens angestrebt werden.<sup>1410</sup> 15 Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Der comply or explain-Ansatz wird auch innerhalb der Gegner stark unterstützt, da er ihrer Ansicht nach der angemessenste und flexibelste Weg sei,<sup>1411</sup> das Verhalten und die Kultur des Unternehmens zu beeinflussen.<sup>1412</sup> Die Anforderung hinsichtlich des Grades an Details sollte angemessen sein und Unternehmen nicht unter Druck setzen. Von einer verzweifelten Suche nach überzeugenden Argumenten beim Abweichen der Empfehlungen sollte Abstand genommen werden.<sup>1413</sup> Zwar ist die Qualität der Erläuterungen ein wichtiger Faktor in diesem Rahmenwerk, jedoch würden gesetzliche Verpflichtungen zu einer ausführlicheren Darstellung der Erklärungen keine Verbesserung mit sich bringen.<sup>1414</sup> Dieser Grundsatz sollte weiterhin gegenüber Gesetzen und Regulierungen vorgezogen werden.<sup>1415</sup> Diese Ausführungen gaben fünf Stellungnehmende an.

### 13.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

Mit 89% (16 von 18 ST) verzeichnete die Gruppe Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände eine relativ hohe Anteilnahme an der Konsultation.<sup>1416</sup> Eine leichte Mehrheit ist auf der Seite der Befürworter erkennbar. 56% der Stellungnehmenden (neun ST) würden weitere Initiativen in diesem Bereich begrüßen. Die restlichen 44% (sieben ST) sind hingegen den Gegnern zuzuschreiben.<sup>1417</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Für vier Stellungnehmende hänge die Funktionalität des comply or explain-Rahmenwerkes,<sup>1418</sup> mit ausreichenden Erläuterungen und Beschreibungen der Alternativlösungen innerhalb der Corporate Governance-

---

<sup>1408</sup>Vgl. ST-Nr. 54.

<sup>1409</sup>Vgl. ST-Nr. 54, 163.

<sup>1410</sup>Vgl. ST-Nr. 163.

<sup>1411</sup>Vgl. ST-Nr. 125, 195.

<sup>1412</sup>Vgl. ST-Nr. 131, 354.

<sup>1413</sup>Vgl. ST-Nr. 195.

<sup>1414</sup>Vgl. ST-Nr. 195, 202.

<sup>1415</sup>Vgl. ST-Nr. 354.

<sup>1416</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1417</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

<sup>1418</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

Berichte zusammen, weshalb eine gesetzliche Anforderung in diesem Bereich angestrebt werden sollte.<sup>1419</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände verwiesen.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Da die Umstände der individuellen Unternehmen oft sehr unterschiedlich sind und die Empfehlungen in den Kodizes nicht all diese behandeln, sollte weiterhin gewährleistet sein, dass Unternehmen die Freiheit besitzen von diesen Empfehlungen abzuweichen.<sup>1420</sup> Jedoch wären Anforderungen zu detaillierten Erläuterungen nicht zielführend. Zudem erfolgt oft keine Anwendung einer Alternativlösung, wodurch eine Beschreibung dieser nicht möglich ist.<sup>1421</sup> In diesem Zusammenhang sollte von einer Auflistung starrer Regeln Abstand genommen werden.<sup>1422</sup> Eine Alternative wäre jedoch die Kategorisierung in gute und schlechte Berichterstattungen.<sup>1423</sup> Stichprobenartig könnten die Berichterstattungen überprüft und der jeweiligen Kategorie zugeordnet werden.<sup>1424</sup> Dies könnte Unternehmen dazu motivieren, ihren Erläuterungen mehr Beachtung zu schenken. Vier Antwortende führten diese Ansichten an.

### 13.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Eine relativ hohe Beteiligung weist in diesem Zusammenhang die Gruppe der anderen Unternehmen auf. Ihr Wert lag bei 75% (52 von 69 ST).<sup>1425</sup> Wenig Überraschung lieferte in diesem Zusammenhang die Analyse der Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe. Da Unternehmen als primäre Anwender des comply or explain-Ansatzes gelten, wird eine zusätzliche Regulierung in diesem Bereich mit 75% (39 ST) abgelehnt. 23% (zwölf ST) befürworten jedoch weitere Maßnahmen hinsichtlich der Berichterstattung der Corporate Governance. Lediglich ein Stellungnehmender (2%) steht dem Bereich neutral gegenüber.<sup>1426</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Abermals würden zehn Stellungnehmende eine zusätzliche Anforderung für Unternehmen zu detaillierten

<sup>1419</sup>Vgl. ST-Nr. 64, 91, 155, 342.

<sup>1420</sup>Vgl. ST-Nr. 102, 308, 376.

<sup>1421</sup>Vgl. ST-Nr. 316, 376.

<sup>1422</sup>Vgl. ST-Nr. 376.

<sup>1423</sup>Vgl. ST-Nr. 308, 316, 376.

<sup>1424</sup>Vgl. ST-Nr. 316.

<sup>1425</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1426</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

Erläuterungen in den Corporate Governance-Berichterstattungen begrüßen.<sup>1427</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Abweichungen bzw. Alternativlösungen werden bereits ausreichend erklärt: Überwiegend führten die Gegner an, dass bereits ausführliche Erläuterungen von Abweichungen der Empfehlungen und Beschreibungen von Alternativlösungen in den Berichterstattungen der Unternehmen angeführt werden.<sup>1428</sup> Eine Erhöhung der Regulierung hinsichtlich ausführlicherer Erklärungen scheint in diesem Zusammenhang nicht notwendig zu sein.<sup>1429</sup> Zudem ermöglicht der comply or explain-Ansatz den Unternehmen eine ausreichende Flexibilität, um auf individuelle Begebenheiten angemessen reagieren zu können.<sup>1430</sup> Dies sollte Unternehmen auch weiterhin möglich sein und eine Selbstregulierung in Form eines Codes wird aus diesem Grund als ausreichend erachtet.<sup>1431</sup> Zudem wird das Bewusstsein der Selbstkontrolle mehr gestärkt, ohne schwerfällige Verordnungen einzuführen und dadurch die Kosten zu steigern.<sup>1432</sup> 21 Stellungnehmende führten diese Ansichten an.
- Ablehnung der verpflichtenden Anführung einer Alternativlösung: Einige Stellungnehmende lehnen in diesem Zusammenhang eine verpflichtende Darstellung einer Alternativlösung innerhalb des Corporate Governance-Berichtes ab.<sup>1433</sup> Eine Anführung dieser ist oft nicht möglich<sup>1434</sup>, da nicht jede Erläuterung einer Nichtbefolgung der Empfehlungen einer Lösung bedürfe.<sup>1435</sup> Zudem ist der Mehrwert einer solchen Angabe für einige Antwortende nicht ersichtlich.<sup>1436</sup> Um Standardfloskeln innerhalb der Berichterstattung zu vermeiden, sollte dieser Bereich auf freiwilliger Basis erfolgen und nicht verpflichtend sein.<sup>1437</sup> Elf Stellungnehmende führten diese Ansichten an.
- Erhöhung des Verständnisses für detaillierte Erklärungen: Eine Möglichkeit, detaillierte und obligatorische Regelungen zu umgehen, wäre die Schaffung eines besseren Verständnisses innerhalb der Unter-

---

<sup>1427</sup>Vgl. ST-Nr. 15, 49, 70, 85, 154, 207, 208, 305, 321, 364.

<sup>1428</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 24, 37, 44, 81, 84, 101, 182, 189, 203, 206, 216, 221, 232, 325, 394, 404.

<sup>1429</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 37, 84, 182, 203, 206, 216, 221, 232.

<sup>1430</sup>Vgl. ST-Nr. 222, 232, 301.

<sup>1431</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 81, 84, 182, 203, 206, 216, 221, 368.

<sup>1432</sup>Vgl. ST-Nr. 169.

<sup>1433</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 222, 231, 249, 296, 301, 368, 379, 394.

<sup>1434</sup>Vgl. ST-Nr. 189, 296, 368, 379.

<sup>1435</sup>Vgl. ST-Nr. 222.

<sup>1436</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 231, 325.

<sup>1437</sup>Vgl. ST-Nr. 249, 296.

nehmen hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit von ausführlichen Erläuterungen. Durch die Erhöhung der Transparenz in diesem Bereich wäre es möglich, das Vertrauen der Aktionäre effektiver aufzubauen, ohne die Notwendigkeit legislativer Maßnahmen.<sup>1438</sup> Zwei Antwortende vertraten diese Ansichten.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden wurde die Studie, auf welche sich die Europäische Kommission in ihrem Grünbuch bezieht, erhoben, bevor die Regelungen des Artikels 46a der Richtlinie 78/660/EWG<sup>1439</sup> in den Jahresberichten aller gelisteten Unternehmen innerhalb Europas angewendet wurden. Hierbei handelt es sich um eine Bestimmung für gelistete Unternehmen, die eine Erklärung über ihre Unternehmensführung in ihrem Lagebericht inkludieren müssen.<sup>1440</sup> Sollte das Unternehmen einen Unternehmensführungskodex auf freiwilliger oder gesetzlicher Basis anwenden, muss dieser Tatbestand nach Artikel 46a in der Erklärung angeführt werden.<sup>1441</sup> In Norwegen erfolgt beispielsweise die Umsetzung dieser Bestimmung erst mit dem Geschäftsjahr 2012. Seiner Ansicht nach würde diese Regelung erhebliche Verbesserungen innerhalb der Berichterstattungen der Unternehmen mit sich führen, weshalb deren Ausmaß noch abgewartet werden sollte, bevor neue Maßnahmen gesetzt werden.<sup>1442</sup>

### 13.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

30 der insgesamt 36 Stellungnehmenden lieferten in diesem Zusammenhang Antworten zur Frage 24. Dies entspricht einem Wert von 83%.<sup>1443</sup> Dabei ist die Grundstimmung in dieser Gruppe sehr ausgeglichen. Der Anteil der Befürworter und Gegner beträgt jeweils 47% (14 ST). Zwei Stellungnehmende (6%) führen neutrale Ansichten an.<sup>1444</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Die steigende Unzufriedenheit von Seiten der Europäischen Kommission hinsichtlich der unzureichenden Erläuterungen innerhalb der Corporate Governance-Berichte der Unternehmen, ist auch innerhalb der Befürworter dieser Gruppe erkennbar.<sup>1445</sup> Die Informationen sind oft nicht hilfreich und ausreichend detailliert.<sup>1446</sup> Abweichungen von Empfehlungen werden nicht angemessen erklärt und entsprechen oft nicht der

<sup>1438</sup>Vgl. ST-Nr. 4, 44.

<sup>1439</sup>„aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen“.

<sup>1440</sup>Vgl. Richtlinie 78/660/EWG, Artikel 46a, Abs. 1.

<sup>1441</sup>Vgl. ebd., Z. ai-aiii.

<sup>1442</sup>Vgl. ST-Nr. 58.

<sup>1443</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1444</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

<sup>1445</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 126, 237, 248, 295, 348, 399, 403.

<sup>1446</sup>Vgl. ST-Nr. 90, 248.

Wirklichkeit.<sup>1447</sup> Zudem bedienen sich Unternehmen vermehrt Standardfloskeln in ihren Ausführungen, welche inhaltlich nicht aussagekräftig sind.<sup>1448</sup> Aus diesem Grund sind spezifische Mechanismen notwendig, um dem Problem entgegenzuwirken.<sup>1449</sup> Der Vorschlag der Europäischen Kommission, wonach Unternehmen dazu aufgefordert werden sollten, detaillierte Erläuterungen beim Abweichen von Empfehlungen anzuführen, befürworten zehn Antwortende in diesem Zusammenhang.<sup>1450</sup> Eine Beschreibung der gewählten Alternativlösung sollte hierbei ebenfalls erfolgen.<sup>1451</sup> Dies würde die Effektivität des comply or explain-Ansatzes stärken.<sup>1452</sup> 13 Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Comply or explain-Ansatz sollte weiterhin bestehen: Der angeführte Ansatz funktioniere nach Ansicht der Stellungnehmenden innerhalb der Mitgliedsstaaten sehr effektiv.<sup>1453</sup> Er bildet die Basis für die Corporate Governance-Strukturen innerhalb der Europäischen Union.<sup>1454</sup> Eine Aufrechterhaltung dieses Grundsatzes sollte angestrebt werden, da er Unternehmen eine individuelle Anwendung unabhängig von der Größe und Industrie ermöglicht.<sup>1455</sup> Zudem verschafft der comply or explain-Ansatz den Unternehmen eine ausreichende Flexibilität, um angemessen auf spezifische Begebenheiten reagieren zu können.<sup>1456</sup> Jedoch sollte von einer Verschärfung der Regelungen Abstand genommen werden, da dies zu einer Überbürokratisierung und Starrheit führen würde.<sup>1457</sup> In diesem Zusammenhang ist es wichtig, administrative Hindernisse zu mindern und die notwendige Flexibilität für Unternehmen zu bewahren.<sup>1458</sup> Fünf Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.
- Abweichungen bzw. Alternativlösungen werden bereits ausreichend erklärt: Innerhalb der bestehenden gesetzlich vorgeschriebenen Corporate Governance-Kodizes muss bereits eine Abweichung ausführlich erläutert werden (inklusive Hintergründe, Beweggründe und dergleichen). Unvollständige Erklärungen sind bereits jetzt unzulässig, weshalb weitere Maßnahmen in diesem Bereich für zwei Antwortende nicht als notwendig erachtet werden.<sup>1459</sup>

---

<sup>1447</sup> Vgl. ST-Nr. 126, 295, 348, 399, 403.

<sup>1448</sup> Vgl. ST-Nr. 126, 237, 399.

<sup>1449</sup> Vgl. ST-Nr. 348.

<sup>1450</sup> Vgl. ST-Nr. 47, 68, 77, 90, 126, 219, 237, 248, 399, 403.

<sup>1451</sup> Vgl. ST-Nr. 67, 77, 90, 126, 248, 399.

<sup>1452</sup> Vgl. ST-Nr. 237.

<sup>1453</sup> Vgl. ST-Nr. 57, 149, 327.

<sup>1454</sup> Vgl. ST-Nr. 149.

<sup>1455</sup> Vgl. ST-Nr. 18, 244.

<sup>1456</sup> Vgl. ST-Nr. 244, 327.

<sup>1457</sup> Vgl. ST-Nr. 149, 244, 327.

<sup>1458</sup> Vgl. ST-Nr. 57.

<sup>1459</sup> Vgl. ST-Nr. 11, 150.

Die folgenden Argumente wurden innerhalb der neutralen Stellungnahmen angeführt:

- Analysen notwendig, um geeignete Maßnahmen zu identifizieren: Der Stellungnehmende betont in seinen Ausführungen die Wichtigkeit des comply or explain-Ansatzes für die Corporate Governance. Aufgrund der Missstände hinsichtlich der Anwendung innerhalb der Mitgliedsstaaten sind seiner Ansicht nach Verbesserungen notwendig. Grundsätzlich unterstützt er die Vorschläge der Europäischen Kommission, jedoch sind weitere Analysen notwendig, um geeignete Maßnahmen zur Verbesserung des comply or explain-Ansatzes zu entwickeln.<sup>1460</sup>
- Vollständige Anwendung der europäischen Richtlinien: Auch der zweite Stellungnehmende führt die Vorteile des comply or explain-Ansatzes an und verlangt in diesem Zusammenhang eine Stärkung des Grundsatzes. Jedoch benötigen seiner Ansicht nach die existierenden Maßnahmen und Entwicklungen hinsichtlich des Corporate Governance-Rahmenwerkes mehr Zeit, um eine effektive Implementierung gewährleisten zu können. Eine vollständige Anwendung der europäischen Richtlinien in diesem Bereich sollte angestrebt werden, bevor weitere Maßnahmen gesetzt werden. Aufgrund der zeitlich unterschiedlichen Implementierungen der Maßnahmen innerhalb der Mitgliedsstaaten ist eine aussagekräftige Beurteilung der momentanen Situation noch nicht möglich.<sup>1461</sup>

### 13.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Die Beteiligung der Staatsämter und Regulierungsbehörden lag hier bei 81% (21 von 26 ST).<sup>1462</sup> Wie in der vorangegangenen Gruppe, war auch an dieser Stelle eine ausgeglichene Grundstimmung erkennbar. Befürworter und Gegner verzeichnen jeweils einen Wert von 48% (zehn ST).<sup>1463</sup> Ein Stellungnehmender (4%) steht dem Bereich neutral gegenüber.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Abermals empfinden acht Stellungnehmende eine gesetzliche Anforderung für Unternehmen zu detaillierteren Erläuterungen und einer angemessenen Beschreibung der Alternativlösung für notwendig.<sup>1464</sup> Diese Informationen seien essentiell, um die Qualität der Corporate Governance des Unternehmens richtig beurteilen zu können.<sup>1465</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Steuerberatungs- und Wirt-

---

<sup>1460</sup>Vgl. ST-Nr. 12.

<sup>1461</sup>Vgl. ST-Nr. 302.

<sup>1462</sup>Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1463</sup>Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

<sup>1464</sup>Vgl. ST-Nr. 253, 254, 265, 267, 270, 272, 283, 285.

<sup>1465</sup>Vgl. ST-Nr. 253.

schaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Sonstige Verbände, Komitees und Foren verwiesen.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Der momentane comply or explain-Mechanismus hat sich in einigen Mitgliedsstaaten angemessen etabliert, wodurch die in der Fragestellung geforderten Maßnahmen in der Praxis nach Ansicht einiger Gegner bereits umgesetzt wurden.<sup>1466</sup> Unvollständige Erläuterungen sind aus rechtlicher Sicht momentan nicht möglich.<sup>1467</sup> Zudem erscheint die Beschreibung einer Alternativlösung nicht erforderlich zu sein.<sup>1468</sup> Zusätzliche Regulierungen könnten den bestehenden Modellen schaden,<sup>1469</sup> weshalb weitere Maßnahmen von fünf Antwortenden abgelehnt werden.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Nach Ansicht des Stellungnehmenden sei es wichtig, den comply or explain-Ansatz innerhalb der europäischen Corporate Governance-Kodizes beizubehalten. Jedoch räumt er die Notwendigkeit einer effektiveren Gestaltung dieses Ansatzes ein. Die in der Fragestellung geforderten Bereiche werden in Großbritannien bereits angewendet. Weitere Diskussionen sollten gestartet werden, um geeignete Maßnahmen zur Entwicklung des Ansatzes zu identifizieren. Eine Einbindung aller Märkte sollte in diesem Zusammenhang angestrebt werden.<sup>1470</sup>

### 13.10. Andere

Da die Fragestellung direkt keine der vordefinierten Berufsgruppen anspricht, wird an dieser Stelle auf eine detaillierte Analyse der Ansichten der unterschiedlichen Unterkategorien abermals verzichtet. Eine Zusammenfassung der Gemeinsamkeiten der einzelnen Untergruppen wird an dieser Stelle als ausreichend erachtet. Die Beteiligung an der Frage 24 lag insgesamt bei 71% (57 von 80 ST).<sup>1471</sup> Dabei weisen die Befürworter mit 63% (36 ST) den höchsten Wert der Statistik auf. Die restlichen 37% (21 ST) sind den Gegnern zuzuschreiben.<sup>1472</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Anforderung zu detaillierten Erläuterungen: 22 Stellungnehmende begrüßen in diesem Zusammenhang die Vorschläge der Europäischen Kommission hinsichtlich dem Verbesserungspotenzial der Corporate

---

<sup>1466</sup> Vgl. ST-Nr. 51, 256, 271, 276, 284.

<sup>1467</sup> Vgl. ST-Nr. 51, 276.

<sup>1468</sup> Vgl. ST-Nr. 256, 276.

<sup>1469</sup> Vgl. ST-Nr. 256.

<sup>1470</sup> Vgl. ST-Nr. 269.

<sup>1471</sup> Vgl. Abs. 13.11.1., S. 221, Abb. 26.

<sup>1472</sup> Vgl. Abs. 13.11.2., S. 222, Abb. 27.

Governance-Berichte.<sup>1473</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Sonstige Verbände, Komitees und Foren.

- Spezifizierung von angemessenen Erläuterungen: In diesem Zusammenhang wäre es hilfreich zu spezifizieren, was eine angemessene Erläuterung beinhalten sollte und welche Sanktionen bei einem Mangel folgen würden.<sup>1474</sup> Die Aufstellung eines Kriterienkataloges mit detaillierten Anforderungen hinsichtlich der Erläuterungen wäre für einen der Antwortenden vorstellbar.<sup>1475</sup> Eine weitere Möglichkeit wäre die Aufzählung von Beispielen hinsichtlich guter Erläuterungen. Diese Maßnahmen würden Unternehmen bei ihrer Berichterstattung der Corporate Governance wesentlich unterstützen.<sup>1476</sup> Vier Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Fünf Stellungnehmende unterstützen in diesem Zusammenhang keine Veränderung des comply or explain-Ansatzes.<sup>1477</sup> Diese „weichen Gesetze“ haben sich innerhalb einiger Mitgliedsstaaten sehr gut bewährt, weshalb eine Erhöhung der Regulierung zu einer Veränderung des Ansatzes führen würde.<sup>1478</sup> Eine inhaltliche Vorschreibung der Erläuterungen sollte nicht angestrebt werden.<sup>1479</sup> Zudem sollte das Unternehmen entscheiden, inwieweit es Alternativlösungen anführt oder nicht.<sup>1480</sup> Der comply or explain-Mechanismus bietet hierbei ein angemessenes Rahmenwerk für die Corporate Governance-Kodizes. Im Gegensatz zu gesetzlichen Regelungen erscheint dieser weitaus milder und effektiver zu sein.<sup>1481</sup> Die Bewahrung der Flexibilität sollte hierbei angestrebt werden.<sup>1482</sup>

---

<sup>1473</sup>Vgl. ST-Nr. 3, 32, 38, 61, 74, 89, 111, 119, 145, 157, 171, 199, 218, 220, 300, 314, 315, 341, 355, 371, 374, 384.

<sup>1474</sup>Vgl. ST-Nr. 239, 344.

<sup>1475</sup>Vgl. ST-Nr. 300.

<sup>1476</sup>Vgl. ST-Nr. 139.

<sup>1477</sup>Vgl. ST-Nr. 133, 238, 250, 312, 383.

<sup>1478</sup>Vgl. ST-Nr. 312, 383.

<sup>1479</sup>Vgl. ST-Nr. 133, 383.

<sup>1480</sup>Vgl. ST-Nr. 133.

<sup>1481</sup>Vgl. ST-Nr. 238.

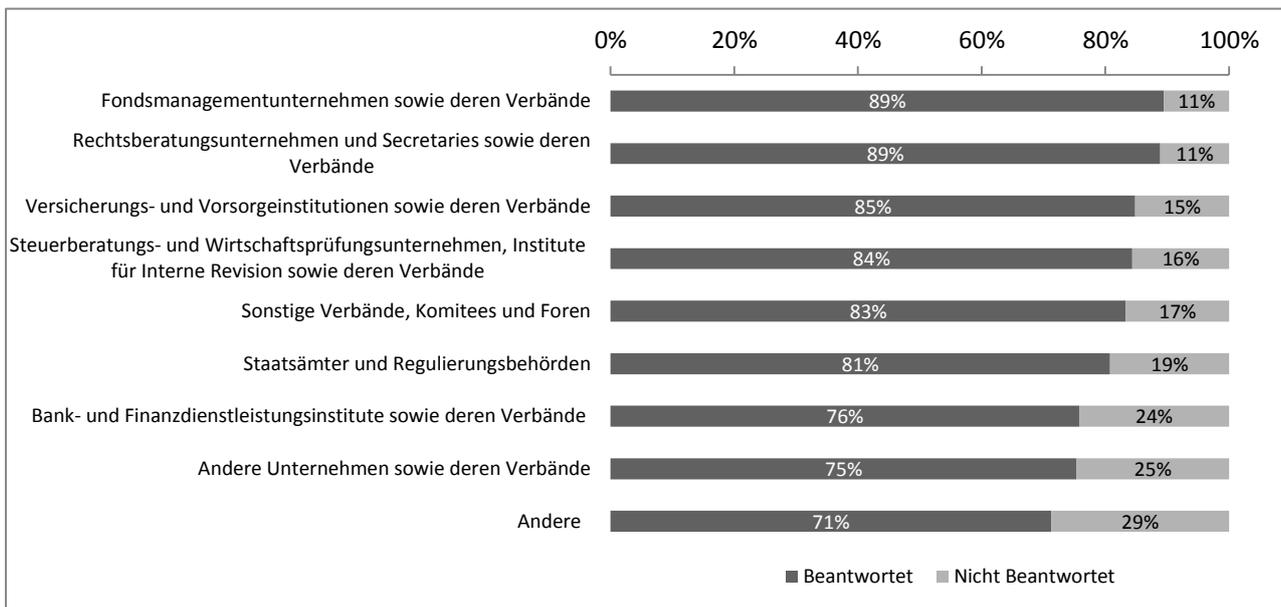
<sup>1482</sup>Vgl. ST-Nr. 312.

## 13.11. Zusammenfassung

### 13.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 24

Im Vergleich zu den vorangegangenen Fragestellungen war an dieser Stelle eine hohe Beteiligung an der Fragestellung erkennbar. Alle Gruppen verzeichneten Werte über 70%. Mit 89% lag die höchste Beteiligung innerhalb der Gruppen Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände. Den niedrigsten Anteil wies hingegen die Gruppe Andere auf. Ihre Anteilnahme lag bei 71%. Grafisch werden die Endergebnisse der Auswertung der Frage 24 nochmals dargestellt.

Abbildung 26: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 24



Quelle: Eigene Darstellung

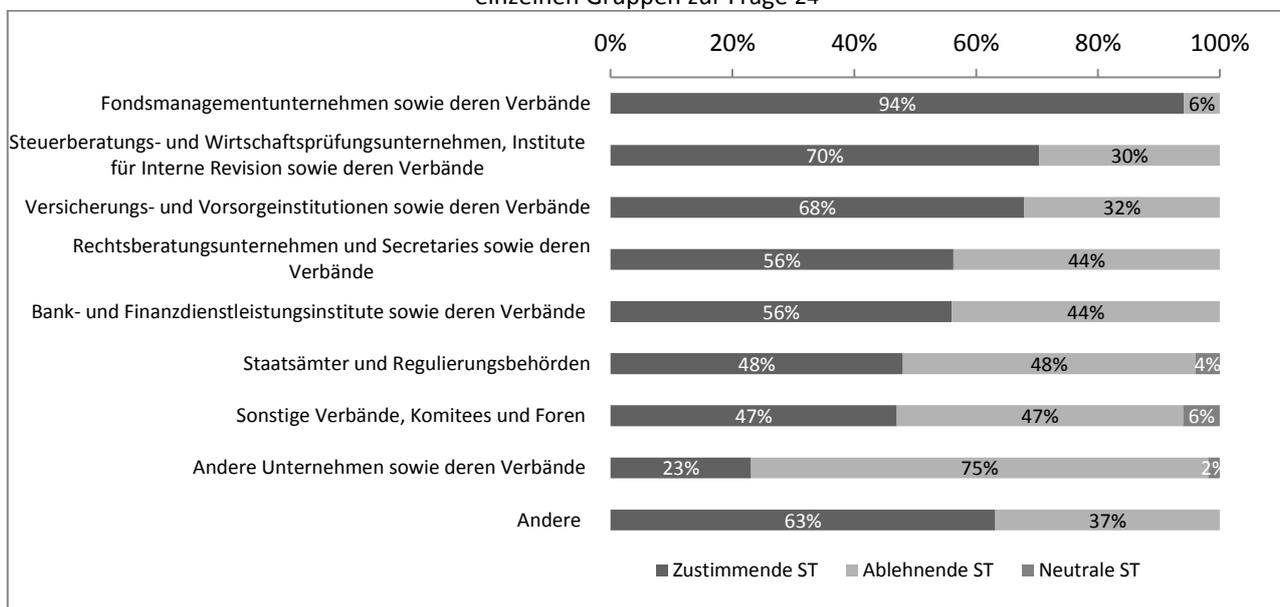
### 13.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 24

Den höchsten Anteil an Befürwortern hinsichtlich Maßnahmen zur Verbesserung der Erläuterungen innerhalb der Corporate Governance-Berichterstattungen verzeichnete laut Statistik die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände. Ihr Anteil an Befürworter lag bei über 90%. Aufgrund der mangelnden Qualität der Erläuterungen innerhalb der Corporate Governance-Berichterstattungen ist es nach Ansicht der Befürworter notwendig, Unternehmen bei einem Abweichen der Empfehlungen, zu detaillierteren Ausführungen in ihren Berichten aufzufordern. Bei Vorhandensein einer Alternativlösung, sollte diese ebenfalls ausführlich beschrieben werden. Das Ziel liege in der Ermutigung der Unternehmen zu aussagekräftigeren Erläuterungen, wodurch Aktionäre effektiver Entscheidungen treffen können und der comply or explain-Ansatz effizienter funktioniert. Diese Argumentation fand sich in allen Gruppen wieder.

## Frage 24

Mit 75% verzeichnete die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände den höchsten Wert an Gegnern. Die Anteile der restlichen Gegner lagen hingegen unter 50%. Am häufigsten führten die Stellungnehmenden an, dass bereits detaillierte Erläuterungen innerhalb der Berichterstattungen erfolgen. Da sich in diesem Zusammenhang der comply or explain-Ansatz in einigen Mitgliedstaaten bereits effektiv bewährt hat und zudem Unternehmen eine ausreichende Flexibilität ermöglicht, um individuelle Begebenheiten angemessen zu berücksichtigen, sollte von einer Verschärfung der Regelungen Abstand genommen werden. Abgesehen davon sind nach Ansicht der Gegner starre Regelungen mit dem comply or explain-Ansatz nicht vereinbar und würden nur seine Funktionalität mindern. Die Ergebnisse der Auswertung der Frage 24 werden nochmals grafisch dargestellt.

Abbildung 27: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 24



Quelle: Eigene Darstellung

### 13.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 24

Abermals ist ersichtlich, dass Großbritannien die Statistik anführt. Dessen Werte lagen in allen Kategorien bei über 23%. Innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen liegen die europäischen Vereinigungen mit 12% an zweiter Stelle. Bei den ablehnenden Stellungnahmen verzeichnete Schweden mit 18% den zweithöchsten Wert der Statistik. Die Auswertung der neutralen Stellungnahmen lieferte in diesem Zusammenhang kein eindeutiges Ergebnis. Großbritannien, Schweden, Norwegen und Belgien verzeichneten jeweils einen Anteil von 25%. Eine leicht zustimmende Haltung gegenüber weiteren Maßnahmen zur Verbesserung der Erläuterungen in den Corporate Governance-Berichterstattungen ist innerhalb der Länder erkennbar. 149 zustimmenden Stellungnahmen standen 120 ablehnende Stellungnahmen gegenüber. Jedoch bildete Deutschland in diesem Zusammenhang eine Ausnahme. Ihre

## Frage 24

überwiegend ablehnende Haltung (22 ST) begründeten sie damit, dass eine Verschärfung der Regelungen in diesem Bereich mit dem comply or explain-Ansatz nicht vereinbar wäre. Dieser Ansatz habe sich bereits in der Gesetzgebung Deutschlands bewährt und ermöglicht den Unternehmen eine ausreichende Flexibilität. „Weiche Gesetze“ sollten auch weiterhin bestehen und nicht durch eine starre Regulierung ersetzt werden.

Tabelle 15: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 24

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>34 (23%)</b>	<b>31 (26%)</b>	<b>1 (25%)</b>
Europäische Vereinigungen	18 (12%)	14 (12%)	X
Schweden	10 (7%)	9 (7%)	<b>1 (25%)</b>
Frankreich	10 (7%)	2 (2%)	X
Deutschland	4 (2%)	22 (18%)	X
Norwegen	1 (1%)	2 (2%)	<b>1 (25%)</b>
Belgien	5 (3%)	1 (1%)	<b>1 (25%)</b>
Rest	67 (45%)	39 (32%)	X
<b>Summe:</b>	<b>149 (100%)</b>	<b>120 (100%)</b>	<b>4 (100%)</b>

Quelle: Eigene Darstellung



## **14. Bessere Überwachung der Corporate Governance-Berichte (Frage 25)**

### **14.1. Erörterungen des Grünbuchs und daraus abgeleitete Frage**

Abschließend befasst sich die Europäische Kommission mit der effektiven Überwachung der Corporate Governance-Erklärungen. Diese seien ihrer Ansicht nach in den einzelnen Mitgliedsstaaten sehr unterschiedlich ausgeprägt. Börsen und andere Überwachungsbehörden haben unterschiedliche Praktiken entwickelt, um die Angabe der Erklärungen im Jahresbericht zu überprüfen. Jedoch verfügen nur wenige Mitgliedstaaten über spezifische Aufsichtsbehörden, welche die Gültigkeit der Corporate Governance-Berichterstattungen überprüfen. Aus diesem Grund erachtet die Europäische Kommission es als sinnvoll, wenn Überwachungsbehörden mit der Kontrolle der Informationsqualität ausgestattet werden. Ziel solcher Behörden sollte jedoch nicht die Einflussnahme in die veröffentlichten Informationen sein.<sup>1483</sup> Vielmehr sollten Unternehmen zu einer Erhöhung der Transparenz bezüglich ihrer Informationen ermutigt werden.<sup>1484</sup> Im Zuge dieser Überlegungen wurde von Seiten der Europäischen Kommission folgende Frage formuliert:

Frage 25: „Sollten Ihrer Auffassung nach die Aufsichtsbehörden befugt sein, die Informationsqualität der Erläuterungen in den Corporate Governance-Erklärungen zu überprüfen und die Unternehmen zu einer eventuellen Vervollständigung dieser Erläuterungen aufzufordern? Wenn ja, wie sollte ihre Rolle im Einzelnen aussehen?“<sup>1485</sup>

### **14.2. Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände**

Die letzte Fragestellung beantworteten 79% (26 von 33 ST) der Stellungnehmenden.<sup>1486</sup> 62% (16 ST) der Stellungnehmenden lehnt jedoch weitere Maßnahmen für eine effektivere Überwachung der Corporate Governance-Berichterstattungen der Unternehmen ab. Die restlichen 38% (zehn ST) stehen weiteren Initiativen positiv gegenüber.<sup>1487</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Überwiegend führen die Stellungnehmenden an, dass Aufsichtsbehörden eine Informationsüberprüfung der Corporate Governance-Berichte der Unternehmen durchführen sollten. Wenn notwendig, sollen diese

<sup>1483</sup>Vgl. Europäische Kommission (2011j), S. 22.

<sup>1484</sup>Vgl. ebd., S. 23.

<sup>1485</sup>Vgl. ebd., S. 26.

<sup>1486</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1487</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

die Vervollständigung der Erläuterungen beantragen dürfen.<sup>1488</sup> Kompetente und unabhängige Aufsichtsbehörden, die frei von Konflikten sind, sollten implementiert werden, um effektiv die Corporate Governance der Unternehmen zu überwachen. Die momentanen Marktakteure erfüllen diese Aufgabe nicht ausreichend.<sup>1489</sup> Eine Schaffung von hohen Standards in diesem Bereich sollte angestrebt werden.<sup>1490</sup> Zudem würde eine Zuweisung der Kontrolle der Berichterstattungen an Aufsichtsbehörden eine Stärkung des comply or explain-Mechanismus bedeuten. Jedoch sollte nach Meinung eines Antwortenden das Recht der Aktionäre zur Zustimmung bzw. Ablehnung von Erläuterungen nicht durch solche Maßnahmen untergraben werden.<sup>1491</sup> In diesem Zusammenhang wäre es schwierig zu bestimmen, welche Erklärungen überzeugend und akzeptabel sind.<sup>1492</sup> Es sollte hierbei darauf geachtet werden, dass Aufsichtsbehörden nicht den Inhalt der Veröffentlichungen vorschreiben.<sup>1493</sup> Acht Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung durch Aktionäre: Eine Überprüfung der Corporate Governance-Berichte sollte nach Ansicht von fünf Antwortenden eher durch Aktionäre als durch regulierende Behörden erfolgen.<sup>1494</sup> Es gebe keine Anhaltspunkte dafür, dass Aufsichtsbehörden für die Überprüfung der Berichte besser ausgestattet seien als andere Akteure.<sup>1495</sup> In Anbetracht von individuellen Geschäftsmodellen, Ressourcen und zukünftigen Entwicklungen sollte eine Beurteilung der Erläuterungen durch die Aktionäre erfolgen.<sup>1496</sup> Zudem richten sich die Berichte ohnehin an diese Akteure, wodurch eine Bewertung durch diese angemessener wäre.<sup>1497</sup> Zusätzlich sollte es ihnen möglich sein, Aufsichtsbehörden auf mangelnde Erläuterungen hinzuweisen.<sup>1498</sup> Maßnahmen sind notwendig, um die Überwachung durch die Aktionäre zu stärken.<sup>1499</sup> Eine Möglichkeit wäre die Entwicklung von best practice-Standards.<sup>1500</sup>
- Bereits jährliche Überprüfung: Der Schwedische Corporate Governance-Board überprüft bereits jährlich die Corporate Governance-Berichte der Unternehmen. Unzureichende Erläuterungen werden in weiterer Folge durch Disziplinarausschüsse behandelt. Nach Ansicht von vier Antwortenden sollte dieses Modell anderen Staaten als Vorbild dienen.<sup>1501</sup>

---

<sup>1488</sup> Vgl. ST-Nr. 19, 42, 164, 191, 192, 345, 366, 367.

<sup>1489</sup> Vgl. ST-Nr. 192.

<sup>1490</sup> Vgl. ST-Nr. 164.

<sup>1491</sup> Vgl. ST-Nr. 42.

<sup>1492</sup> Vgl. ST-Nr. 345.

<sup>1493</sup> Vgl. ST-Nr. 366.

<sup>1494</sup> Vgl. ST-Nr. 93, 180, 286, 297, 340.

<sup>1495</sup> Vgl. ST-Nr. 180.

<sup>1496</sup> Vgl. ST-Nr. 286.

<sup>1497</sup> Vgl. ST-Nr. 297.

<sup>1498</sup> Vgl. ST-Nr. 180, 286, 297.

<sup>1499</sup> Vgl. ST-Nr. 93, 180.

<sup>1500</sup> Vgl. ST-Nr. 180.

<sup>1501</sup> Vgl. ST-Nr. 17, 103, 104, 121.

### 14.3. Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände

Auch hier lag die Beteiligung an der Frage 25 bei 79% (26 von 33 ST).<sup>1502</sup> Jedoch fällt der Anteil der Befürworter im Vergleich zur vorangegangenen Gruppe mit 19% (fünf ST) wesentlich geringer aus. Eine Mehrheit ist abermals auf der Seite der Gegner zu verzeichnen. Ihr Anteil liegt bei 77% (20 ST). Ein Stellungnehmender (4%) steht weiteren Initiativen in diesem Bereich neutral gegenüber.<sup>1503</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Vier Stellungnehmende würden eine Qualitätsüberprüfung der Erläuterungen innerhalb der Corporate Governance-Berichte durch Aufsichtsbehörden begrüßen.<sup>1504</sup> Zudem sollte es ihnen möglich sein, wenn notwendig eine Vervollständigung der Berichte zu fordern.<sup>1505</sup> Das Ziel liege in der klaren und fehlerfreien Berichterstattung.<sup>1506</sup> Eine Beurteilung hinsichtlich der Entscheidungen des Unternehmens von den Empfehlungen der Kodizes abzuweichen, sollte jedoch durch diese Behörden nicht erfolgen.<sup>1507</sup> Es liege vielmehr im Ermessen der Stakeholder, ein angemessenes Urteil darüber zu fällen.<sup>1508</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Maßnahmen wurden bereits auf nationaler Ebene gesetzt: Nach Ansicht einiger Stellungnehmender wurden bereits ausreichend Maßnahmen auf nationaler Ebene gesetzt, um eine effektive Überwachung der Corporate Governance-Berichterstattung zu gewährleisten. Geeignete Schutzmechanismen (z.B. Bestellung von externen Prüfern, interne Kontrollorgane) wurden implementiert, um einer mangelhaften Berichterstattung entgegenzuwirken.<sup>1509</sup> Weitere Maßnahmen werden nicht als notwendig erachtet.<sup>1510</sup> Zudem wäre eine Überprüfung durch Aufsichtsbehörden mit dem Selbstregulierungscharakter der Corporate Governance-Kodizes nicht vereinbar.<sup>1511</sup> Der comply or explain-Ansatz liefert die notwendige Flexibilität, um auf die individuellen Bedürfnisse des Unternehmens einzugehen.<sup>1512</sup> Die Kombination aus weichen und harten Gesetzen hat sich in einigen Mitgliedsstaaten bewährt, weshalb sie in Zukunft auch weiter bestehen sollte.<sup>1513</sup> Von einer Kontrolle durch öffentliche Behörden sollte deshalb Abstand genommen werden.<sup>1514</sup> Neun Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

<sup>1502</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1503</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

<sup>1504</sup>Vgl. ST-Nr. 351, 352, 356, 359.

<sup>1505</sup>Vgl. ST-Nr. 352, 356, 359.

<sup>1506</sup>Vgl. ST-Nr. 351.

<sup>1507</sup>Vgl. ST-Nr. 351, 352, 356.

<sup>1508</sup>Vgl. ST-Nr. 352, 356.

<sup>1509</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 214, 324, 372, 397, 398, 402.

<sup>1510</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 214, 324, 397, 398.

<sup>1511</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 334, 343, 398.

<sup>1512</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 214.

<sup>1513</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 214, 343.

<sup>1514</sup>Vgl. ST-Nr. 196, 372, 402.

- Überprüfung durch Aktionäre: Abermals vertreten neun Stellungnehmende die Meinung, wonach die Aktionäre über die Angemessenheit der Erläuterungen in den Berichterstattungen der Unternehmen entscheiden sollten.<sup>1515</sup> Aufsichtsbehörden seien nicht in die Corporate Governance-Handlungen des Unternehmens involviert, weshalb eine Beurteilung durch diese Organe nicht als zielführend erachtet wird.<sup>1516</sup> Im Gegenzug hätten Aktionäre einen besseren Einblick in die Geschehnisse des Unternehmens, wodurch es ihnen effektiver möglich ist, relevante Informationen für ihre Entscheidungen zu beurteilen.<sup>1517</sup> Sie sind in einer stärkeren Position, die erhaltenen Informationen zu hinterfragen und bei Bedarf den Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat zur Rechenschaft zu ziehen.<sup>1518</sup>

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Zwar stimmt der Stellungnehmende den Ansichten der Europäischen Kommission hinsichtlich der mangelnden Qualität der Erläuterungen zu, jedoch bedürfe der Vorschlag bezüglich der Implementierung von Aufsichtsbehörden zur effektiveren Überwachung der Corporate Governance-Berichte weitere Überlegungen. Welche Sanktionen bei einer Nichtbefolgung der Anforderungen drohen sollten und wie diese mit dem comply or explain-Ansatz vereinbar sind, sollte vorher geklärt werden.<sup>1519</sup>

#### **14.4. Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände**

Eine relativ hohe Beteiligung lieferte abermals die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen. Ihr Anteil lag bei 89% (17 von 19 ST).<sup>1520</sup> Die Grundstimmung zum Thema ist in dieser Gruppe eher ablehnend einzustufen. Die Gegner verzeichnen einen Wert von 59% (zehn ST). Die restlichen sieben Stellungnehmenden (41%) stehen weiteren Initiativen von Seiten der Europäischen Kommission positiv gegenüber.<sup>1521</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Abermals sollten Aufsichtsbehörden nach Ansicht von fünf Stellungnehmenden dazu befähigt werden, die Qualität und die Vollständigkeit der Erläuterungen zu überprüfen.<sup>1522</sup> Hierbei sollte darauf geachtet werden, dass die veröffentlichten Informationen ausreichend informativ, umfangreich und ausgewogen sind.<sup>1523</sup> Wenn notwendig, sollte es ihnen möglich sein, die Unternehmen zu einer Vervollständigung aufzu-

---

<sup>1515</sup>Vgl. ST-Nr. 28, 197, 299, 324, 334, 397, 398.

<sup>1516</sup>Vgl. ST-Nr. 33, 397.

<sup>1517</sup>Vgl. ST-Nr. 398.

<sup>1518</sup>Vgl. ST-Nr. 33.

<sup>1519</sup>Vgl. ST-Nr. 257.

<sup>1520</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1521</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

<sup>1522</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 25, 94, 113, 223.

<sup>1523</sup>Vgl. ST-Nr. 94.

fordern.<sup>1524</sup> Zudem sollte es Aktionären bzw. Investoren möglich sein, Aufsichtsbehörden auf unzureichende Erläuterungen und mangelnde Praktiken der Unternehmen hinzuweisen.<sup>1525</sup> Im Allgemeinen sollte ein nicht allzu schwerfälliges Überwachungssystem geschaffen und standardisierte Berichterstattungen vermieden werden.<sup>1526</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt: Fünf Gegner vertreten hingegen die Meinung, dass es im Ermessen der Marktakteure bzw. Aktionäre liegen sollte, über die Qualität der Erläuterungen der Unternehmen zu entscheiden.<sup>1527</sup> Ein Teil ihrer Aufgabe liegt darin, über die Angemessenheit und den sachlichen Gehalt der Berichterstattungen zu urteilen,<sup>1528</sup> weshalb eine Intervention von Seiten einer Aufsichtsbehörde abgelehnt wird. Zudem würde nach Ansicht von zwei weiteren Gegnern eine Involvierung von öffentlichen Behörden einen Befolgungszwang bei Unternehmen erzeugen und die Veröffentlichung von standardisierten Informationen fördern.<sup>1529</sup>

#### **14.5. Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände**

Die Beteiligung an der letzten Fragestellung lag hier bei 84% (27 von 32 ST).<sup>1530</sup> Den niedrigeren Wert innerhalb der Statistik verzeichnen die Befürworter. Ihr Anteil liegt bei 44% (zwölf ST). Die restlichen Antwortenden (56% oder 15 ST) lehnen weitere Maßnahmen in diesem Bereich ab.<sup>1531</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Da nach Ansicht einiger Stellungnehmender ein ausreichend effektiver comply or explain-Mechanismus notwendig sei, sollte es eine externe Überprüfung der Anwendung der Corporate Governance-Kodizes und der Qualität der Erläuterungen geben.<sup>1532</sup> In diesem Zusammenhang wäre es für fünf Antwortende vorstellbar, diese Rolle auf Aufsichtsbehörden zu übertragen.<sup>1533</sup> Ihre Aufgabe würde darin liegen, Emittenten und ihre Veröffentlichungen zu kontrollieren.<sup>1534</sup>

---

<sup>1524</sup>Vgl. ST-Nr. 25, 94, 223.

<sup>1525</sup>Vgl. ST-Nr. 16, 94.

<sup>1526</sup>Vgl. ST-Nr. 223.

<sup>1527</sup>Vgl. ST-Nr. 8, 156, 298, 303, 395.

<sup>1528</sup>Vgl. ST-Nr. 298, 395.

<sup>1529</sup>Vgl. ST-Nr. 141, 229.

<sup>1530</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1531</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

<sup>1532</sup>Vgl. ST-Nr. 115.

<sup>1533</sup>Vgl. ST-Nr. 22, 56, 80, 115, 354.

<sup>1534</sup>Vgl. ST-Nr. 22.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung durch Aktionäre bzw. Investoren: Eine Intervention von Seiten der Aufsichtsbehörden hätte keinen positiven Effekt auf Aktionäre bzw. Investoren. Eine Untergrabung ihrer Autorität wäre die Folge, sollten sie beabsichtigen, gegen Missstände vorzugehen.<sup>1535</sup> Es sollte weiterhin in der Verantwortung der Aktionäre bzw. Investoren liegen, Unternehmen zu überwachen und zur Rechenschaft zu ziehen, falls Erläuterungen in den Corporate Governance-Berichten ihrer Ansicht nach unzureichend erscheinen.<sup>1536</sup> Die Anforderung nach vollständigen und detaillierten Erläuterungen liegt im Ermessen dieser Akteure.<sup>1537</sup> Regulierende Maßnahmen wären in diesem Zusammenhang kontraproduktiv, da sie zur Angabe von Standardfloskeln innerhalb der Berichterstattungen führen würde<sup>1538</sup>. Aus diesen Gründen sollte die Selbstregulierung durch den Markt weiter gestärkt werden.<sup>1539</sup> Sechs Stellungnehmende führten diese Ansichten an.
- Stärkung der Rolle des Unternehmensprüfers: Eine Alternative wäre in diesem Zusammenhang die Stärkung der Rolle des Unternehmensprüfers. Da der angesprochene Bereich die interne Governance des Unternehmens behandelt, könnte seine Position innerhalb der Organisation nach Auffassung von drei Antwortenden mehr gefördert werden. Eine Erhöhung seines Aufgabengebietes durch Überprüfungen der Erläuterungen wäre hierbei vorstellbar.<sup>1540</sup>

#### 14.6. Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

15 der 18 Stellungnehmenden (83%) lieferten im Zuge der Konsultation Antworten zur Frage 25.<sup>1541</sup> Dabei verfolgen drei Viertel der Stellungnehmenden (zehn ST) eine ablehnende Haltung gegenüber weiteren Initiativen. Das restliche Drittel (fünf ST) steht dem Bereich positiv gegenüber.<sup>1542</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Drei Stellungnehmende begrüßen in diesem Zusammenhang den Vorschlag von Seiten der Europäischen Kommission, wonach Aufsichtsbehörden die Erläuterungen der Unternehmen in den Corporate Governance-Berichten überprüfen sollten. Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute so-

---

<sup>1535</sup>Vgl. ST-Nr. 125.

<sup>1536</sup>Vgl. ST-Nr. 54, 92, 125, 162.

<sup>1537</sup>Vgl. ST-Nr. 92, 125, 162.

<sup>1538</sup>Vgl. ST-Nr. 131.

<sup>1539</sup>Vgl. ST-Nr. 73.

<sup>1540</sup>Vgl. ST-Nr. 75, 138, 195.

<sup>1541</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1542</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

wie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände verwiesen.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung durch Aktionäre bzw. Investoren: Aufgabe der Aufsichtsbehörde sollte nicht die Entscheidung über die Qualität der Erläuterungen sein.<sup>1543</sup> Ihnen fehlt das wirtschaftliche Interesse an den Anteilen, welches eine Entscheidung über die Angemessenheit der Corporate Governance-Berichterstattung erschwert. Zudem besitzen sie kein vollständiges Verständnis aller Aktionäre des Unternehmens.<sup>1544</sup> Aus diesen Gründen sollte es nach Ansicht von vier Stellungnehmenden im Ermessen der Aktionäre bzw. Investoren liegen, über die Erläuterungen des Unternehmens zu urteilen und weitere Handlungen zu tätigen.<sup>1545</sup>
- Beurteilung der Qualität durch den Markt: Sollte eine Einbindung von Aufsichtsbehörden bei der Qualitätsüberprüfung der Erläuterungen erfolgen, hätte dies standardisierte Berichterstattungen zur Folge.<sup>1546</sup> Eine genaue Beurteilung der Informationsqualität könnte hierbei nicht durchgeführt werden. Dadurch wäre lediglich die Kontrolle, ob Erklärungen verfasst wurden, möglich.<sup>1547</sup> Der Markt sollte nach Ansicht von drei Stellungnehmenden über die Angemessenheit der Erläuterungen entscheiden und Sanktionen durchführen.<sup>1548</sup>

## 14.7. Andere Unternehmen sowie deren Verbände

Wie in der vorangegangenen Fragestellung lag auch hier die Beteiligung bei 75% (52 von 69 ST).<sup>1549</sup> Überwiegend lehnen die Stellungnehmenden zusätzliche Maßnahmen von Seiten der Europäischen Kommission ab. Der Anteil der Gegner liegt hier bei 85% (44 ST). Sieben Stellungnehmende (13%) befürworten jedoch weitere Initiativen. Ein Stellungnehmender (2%) ist neutral einzustufen.<sup>1550</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht einiger Stellungnehmender sollten Aufsichtsbehörden die Aufgabe erhalten, die Corporate Governance-Berichterstattungen der Unternehmen auf Vollständigkeit zu überprüfen. Um den comply or explain-Ansatz in diesem Zusammenhang effektiver zu stärken, sollte eine Verbesserung hinsichtlich der

---

<sup>1543</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64, 360.

<sup>1544</sup>Vgl. ST-Nr. 360.

<sup>1545</sup>Vgl. ST-Nr. 63, 64, 316, 360.

<sup>1546</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130, 308.

<sup>1547</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130.

<sup>1548</sup>Vgl. ST-Nr. 128, 130, 308.

<sup>1549</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1550</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

Überwachung der Corporate Governance-Berichterstattung angestrebt werden.<sup>1551</sup> Eine Zuschreibung der Überwachung an Aufsichtsbehörden wäre hierbei vorstellbar.<sup>1552</sup> Jedoch sollte ihre Rolle auf die Überprüfung der Veröffentlichung und Vollständigkeit der Berichterstattungen begrenzt sein.<sup>1553</sup> Zudem sollten sie vergleichbare und eindeutige Berichterstattungen gewährleisten,<sup>1554</sup> jedoch muss in diesem Zusammenhang darauf geachtet werden, das Unternehmen nicht durch weitere Regulierungsbehörden an ihren Geschäftsaktivitäten gehindert werden.<sup>1555</sup> Drei Stellungnehmende führten diese Ansichten an.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung durch Aktionäre bzw. Investoren: 14 Stellungnehmende führen in diesem Zusammenhang an, dass es im Ermessen der Aktionäre bzw. Investoren liege, die Angemessenheit der Erläuterungen zu beurteilen und, wenn notwendig, Schritte einzuleiten.<sup>1556</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.
- Die Unternehmensstakeholder und der Markt sollen über die Qualität entscheiden: Nach Ansicht von acht Antwortenden erfolge bereits eine ausreichende Überwachung der Corporate Governance durch nationale Börsen. Aufgrund des Grundsatzes der Selbstregulierung sollte in weiterer Folge eine Beurteilung der Entscheidungen des Unternehmens durch die Akteure am Kapitalmarkt erfolgen.<sup>1557</sup> Da in diesem Zusammenhang die Stakeholder der Organisationen und der Kapitalmarkt über die Angemessenheit der Berichterstattungen und über die Notwendigkeit weiterer Schritte entscheiden, lehnen die Stellungnehmenden eine zusätzliche Kontrolle durch Aufsichtsbehörden ab.<sup>1558</sup> Zudem würde dies dem comply or explain-Ansatz widersprechen.<sup>1559</sup>
- Außenstehenden Parteien fehlt das wirtschaftliche Interesse: Außenstehenden Parteien bzw. Aufsichtsbehörden fehlen die relevanten Informationen des Unternehmens, um eine angemessene Beurteilung der Erläuterungen durchführen zu können.<sup>1560</sup> Zudem besitzen sie kein ausreichend wirtschaftliches In-

---

<sup>1551</sup>Vgl. ST-Nr. 183.

<sup>1552</sup>Vgl. ST-Nr. 15.

<sup>1553</sup>Vgl. ST-Nr. 49, 183.

<sup>1554</sup>Vgl. ST-Nr. 183.

<sup>1555</sup>Vgl. ST-Nr. 15.

<sup>1556</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 44, 169, 193, 215, 222, 232, 296, 305, 307, 347, 364, 390, 404.

<sup>1557</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 101, 182, 203, 206, 216, 221.

<sup>1558</sup>Vgl. ST-Nr. 24, 84, 101, 182, 203, 206, 216, 221, 301, 319, 325, 330.

<sup>1559</sup>Vgl. ST-Nr. 330.

<sup>1560</sup>Vgl. ST-Nr. 37.

teresse an den Anteilen der Organisation, um diese Aufgabe effektiv zu erfüllen.<sup>1561</sup> Das Erlangen eines vollständigen Verständnisses der individuellen Einstellungen der Aktionäre ist ihnen nicht möglich, wodurch eine zufriedenstellende Vervollständigung der Erläuterung nicht realisierbar ist.<sup>1562</sup> Die Folge ist die Benachteiligung der individuellen Interessen der Aktionäre.<sup>1563</sup> Zudem sind sie, im Gegensatz zu den Aktionären, mit den Aktivitäten des Emittenten nicht vertraut, wodurch die Basis für eine ausreichende Bewertung der Erläuterungen nicht gegeben ist.<sup>1564</sup> Argumente, wonach Aufsichtsbehörden besser in der Lage wären, die Informationsqualität der Erläuterungen zu überprüfen, wurden von Seiten der Europäischen Kommission ebenfalls nicht angeführt.<sup>1565</sup> Die dadurch entstehenden unangemessenen hohen Kosten, führen ebenfalls die Stellungnehmenden an.<sup>1566</sup> Acht Antwortende vertraten diese Ansichten.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Um eine gut funktionierende Corporate Governance zu gewährleisten, sind nach Ansicht des Stellungnehmenden effektive und unabhängige Überwachungsmechanismen notwendig. Jedoch ist vorab eine Analyse der unterschiedlichen nationalen Regelungen in diesem Bereich notwendig, um Mängel zu identifizieren. Aus den erfolgreichsten Praktiken sollte seiner Ansicht nach auf europäischer Ebene eine benchmark entwickelt werden.<sup>1567</sup>

#### 14.8. Sonstige Verbände, Komitees und Foren

28 der 36 Stellungnehmenden (78%) beteiligten sich im Zuge der Konsultation an der letzten Fragestellung.<sup>1568</sup> Dabei ist die Grundstimmung innerhalb dieser Gruppe sehr ausgeglichen. Mit 54% (15 ST) verzeichnen die Gegner eine leichte Mehrheit. Der Anteil der Befürworter liegt bei 43% (zwölf ST). Lediglich ein Stellungnehmender (3%) führt neutrale Ansichten an.<sup>1569</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung der Informationsqualität durch Aufsichtsbehörden: Abermals wird von sieben Befürwortern eine Überprüfung der Corporate Governance-Berichte durch Aufsichtsbehörden verlangt.<sup>1570</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeein-

<sup>1561</sup>Vgl. ST-Nr. 37, 215, 222.

<sup>1562</sup>Vgl. ST-Nr. 85, 215, 222.

<sup>1563</sup>Vgl. ST-Nr. 58.

<sup>1564</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 169.

<sup>1565</sup>Vgl. ST-Nr. 394.

<sup>1566</sup>Vgl. ST-Nr. 44, 58, 85, 169.

<sup>1567</sup>Vgl. ST-Nr. 207.

<sup>1568</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1569</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

<sup>1570</sup>Vgl. ST-Nr. 6, 47, 77, 82, 126, 290, 399.

stitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände.

- Stärkerer Einsatz von Aufsichtsbehörden: Zwar sollte nach Ansicht von zwei Antwortenden die Informationsqualität der Corporate Governance-Berichte zuerst durch Wirtschaftsprüfer untersucht werden, jedoch sollten Aufsichtsbehörden mehr eingesetzt werden, um das comply or explain-Rahmenwerk im Allgemeinen zu stärken. Es sollte ihnen möglich sein, notwendige Sanktionen durchzuführen.<sup>1571</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung durch Aktionäre bzw. Investoren: Sieben Antwortende vertreten abermals die Meinung, wonach es im Ermessen der Aktionäre bzw. Investoren liege, die Erläuterungen der Corporate Governance-Berichte zu überprüfen und bei Mängel Unternehmen zur Rechenschaft zu ziehen.<sup>1572</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände.
- Maßnahmen wurden bereits auf nationaler Ebene gesetzt: Auf nationaler Ebene wurden bereits angemessene Mechanismen zur Überprüfung der Qualität der Erläuterungen gesetzt, weshalb die Notwendigkeit weiterer Maßnahmen nicht gegeben ist.<sup>1573</sup> Eine Überprüfung erfolgt bereits auf mehreren Ebenen (Aufsichtsrat, Hauptversammlung, Abschlussprüfer).<sup>1574</sup> Die Einführung von unabhängigen Überwachungsausschüssen und nationalen Aufsichtsbehörden wurde in diesem Zusammenhang ebenfalls angeführt.<sup>1575</sup> Zusätzliche Behörden würden den bürokratischen Aufwand für Unternehmen nur erhöhen und die wirtschaftliche Freiheit einschränken.<sup>1576</sup> Vier Stellungnehmende gaben diese Ansichten an.

Das folgende Argument wurde innerhalb der neutralen Stellungnahme angeführt: Der Stellungnehmende betont in diesem Zusammenhang die Wichtigkeit des comply or explain-Ansatzes für die Corporate Governance. Aufgrund der Missstände hinsichtlich der Anwendung innerhalb der Mitgliedsstaaten sind seiner Ansicht nach Verbesserungen notwendig. Grundsätzlich unterstützt der Antwortende die Vorschläge der

---

<sup>1571</sup>Vgl. ST-Nr. 126, 248.

<sup>1572</sup>Vgl. ST-Nr. 1, 150, 186, 226, 244, 295, 302, 327.

<sup>1573</sup>Vgl. ST-Nr. 144.

<sup>1574</sup>Vgl. ST-Nr. 11.

<sup>1575</sup>Vgl. ST-Nr. 67, 244.

<sup>1576</sup>Vgl. ST-Nr. 11, 244.

Europäischen Kommission, jedoch sind weitere Analysen notwendig, um geeignete Maßnahmen zur Verbesserung des comply or explain-Ansatzes zu entwickeln.<sup>1577</sup>

## 14.9. Staatsämter und Regulierungsbehörden

Mit 81% (21 von 26 ST) verzeichnete die Gruppe der Staatsämter und Regierungsbehörden abermals eine hohe Beteiligung an einer Fragestellung.<sup>1578</sup> Überwiegend nehmen die Stellungnehmenden eine negative Haltung gegenüber einer Implementierung zusätzlicher Aufsichtsbehörden ein. Die Gegner verzeichnen einen Wert von 67% (14 ST). Die restlichen Stellungnehmenden (33% oder sieben ST) befürworteten jedoch weiteren Maßnahmen für eine effektivere Überwachung der Corporate Governance-Berichterstattung.<sup>1579</sup>

Das folgende Argument wurde am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt: Nach Ansicht von vier Stellungnehmenden sollten Aufsichtsbehörden die Erläuterungen in den Corporate Governance-Berichten der Unternehmen kontrollieren und bei Bedarf eine Vollständigkeit anfordern.<sup>1580</sup> Dies trägt zur Steigerung der Effektivität des comply or explain-Ansatzes bei.<sup>1581</sup> In weiterer Folge sollten sie die Ergebnisse der Überprüfung veröffentlichen.<sup>1582</sup> Dies ermöglicht die Veranschaulichung von guten und schlechten Praktiken innerhalb der Berichterstattung für andere Akteure am Markt.<sup>1583</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Maßnahmen wurden bereits auf nationaler Ebene gesetzt: Auch hier vertreten vier Gegner die Meinung, wonach genügend Maßnahmen auf nationaler Ebene gesetzt wurden, um effektiv die Corporate Governance-Berichterstattung zu überwachen. Aufsichtsräte, Abschlussprüfer und freiwillige externe Evaluierungen empfinden die Gegner als ausreichend, um eine angemessene Kontrolle der Erläuterungen zu gewährleisten.<sup>1584</sup> Zudem sei eine Intervention von Seiten einer Aufsichtsbehörde gegen den Selbstregulierungsgedanken des comply or explain-Ansatzes, weshalb der Vorschlag abgelehnt wird.<sup>1585</sup>
- Bewertung der Corporate Governance durch den Markt: Um einen effektiven comply or explain-Mechanismus zu gewährleisten, sollte die Beurteilung über die Angemessenheit der Corporate Governance-Erläuterungen durch den Markt erfolgen.<sup>1586</sup> Dieser entscheidet in weiterer Folge über notwendi-

---

<sup>1577</sup>Vgl. ST-Nr. 12.

<sup>1578</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1579</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

<sup>1580</sup>Vgl. ST-Nr. 265, 266, 270, 272.

<sup>1581</sup>Vgl. ST-Nr. 272.

<sup>1582</sup>Vgl. ST-Nr. 265, 270, 272.

<sup>1583</sup>Vgl. ST-Nr. 265, 272.

<sup>1584</sup>Vgl. ST-Nr. 51, 262, 276, 285.

<sup>1585</sup>Vgl. ST-Nr. 51, 262, 276.

<sup>1586</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 260, 261, 283.

ge Maßnahmen, falls Mängel in der Berichterstattung auftreten.<sup>1587</sup> Die Einführung staatlicher Aufsichten wäre mit dem Grundgedanken des Ansatzes nicht vereinbar und würde den freiwilligen Charakter der Corporate Governance-Kodizes zerstören.<sup>1588</sup> Zudem erfolgt eine Erhöhung des bürokratischen Aufwandes, die sich nachteilig auf das Unternehmen auswirken würde.<sup>1589</sup>

## 14.10. Andere

Da die letzte Frage des Grünbuchs abermals keine spezifische Unterkategorie der zusammengefassten Gruppe der Anderen anspricht, erfolgt in diesem Zusammenhang eine allgemeine Analyse aller Antworten ohne detaillierte Aufschlüsselung der Untergruppen. Insgesamt ist eine Beteiligung von 69% (55 von 80 ST) zu verzeichnen.<sup>1590</sup> Dabei bilden die Gegner mit 53% (29 ST) eine leichte Mehrheit innerhalb der Statistik. Die restlichen 47% (26 ST) stehen weiteren Initiativen positiv gegenüber.<sup>1591</sup>

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der zustimmenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung der Informationsqualität durch Aufsichtsbehörden: Abermals wird überwiegend dem Vorschlag der Europäischen Kommission bezüglich der Autorisierung von Aufsichtsbehörden zur Überprüfung der Corporate Governance-Berichte zugestimmt.<sup>1592</sup> Dies sei ein positiver Schritt, da die momentanen Überwachungsverfahren nicht ausreichend effizient erscheinen.<sup>1593</sup> Um eine Angemessenheit der Informationen innerhalb der Erläuterungen zu gewährleisten, sollten Aufsichtsbehörden ebenfalls dazu ermächtigt werden, wenn notwendig eine Vervollständigung anzufordern.<sup>1594</sup> Solch eine Maßnahme würde die Glaubwürdigkeit des comply or explain-Ansatzes stärken und den Druck auf Emittenten hinsichtlich Offenlegung aller relevanten Informationen erhöhen.<sup>1595</sup> Zudem wäre eine Veröffentlichung der besten Praktiken in diesem Zusammenhang vorstellbar.<sup>1596</sup>
- Demokratische Reform ist notwendig: Um Aufsichtsbehörden zur Überprüfung der Erläuterungen in Anspruch nehmen zu können, ist eine demokratische Willensbildung der Kodex-Empfehlungen Voraussetzung. Jedoch ist dies momentan nicht der Fall, da Arbeitskreise die Bestimmungen der Kodizes erarbeiten. Um den Vorschlag der Europäischen Kommission umsetzen zu können, ist nach Ansicht von zwei Antwortenden eine demokratische Reformierung in diesem Bereich notwendig.<sup>1597</sup>

---

<sup>1587</sup>Vgl. ST-Nr. 261.

<sup>1588</sup>Vgl. ST-Nr. 261, 283.

<sup>1589</sup>Vgl. ST-Nr. 256, 261.

<sup>1590</sup>Vgl. Abs. 14.11.1., S. 238, Abb. 28.

<sup>1591</sup>Vgl. Abs. 14.11.2., S. 239, Abb. 29.

<sup>1592</sup>Vgl. ST-Nr. 3, 38, 61, 74, 111, 194, 171, 218, 239, 314, 315, 341, 373.

<sup>1593</sup>Vgl. ST-Nr. 3, 159.

<sup>1594</sup>Vgl. ST-Nr. 218, 239, 314.

<sup>1595</sup>Vgl. ST-Nr. 61, 315.

<sup>1596</sup>Vgl. ST-Nr. 38, 341.

<sup>1597</sup>Vgl. ST-Nr. 300, 386.

Die folgenden Argumente wurden am häufigsten innerhalb der ablehnenden Stellungnahmen angeführt:

- Überprüfung durch Aktionäre bzw. Investoren: Sechs Gegner führen abermals an, dass es Aufgabe der Aktionäre bzw. Investoren sei, die Corporate Governance-Berichte der Unternehmen zu überprüfen.<sup>1598</sup> Da jedoch die Stellungnehmenden an dieser Stelle ähnliche Argumente wie in den vorangegangenen Gruppen angeführten, erfolgt ein Verweis auf die Ausführungen der Gruppen Versicherungs- und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände, Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände, Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsinstitute, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Rechtsberatungsinstitute und Secretaries sowie deren Verbände wird an dieser Stelle als ausreichend erachtet.
- Grundlegende Änderung des comply or explain-Ansatzes: Gesetzliche Anforderungen zur Überprüfung der Erläuterungen durch Aufsichtsbehörden hätten negative Auswirkungen auf den comply or explain-Mechanismus.<sup>1599</sup> „Weiche Gesetze“ spiegeln die besten Marktpraktiken wider und ermöglichen, angemessene Überwachungs- und Offenlegungsmechanismen zu entwickeln.<sup>1600</sup> Die daraus entstehende Selbstregulierung durch den Markt hat sich in einigen Mitgliedsstaaten bewährt und sollte weiterhin bestehen.<sup>1601</sup> Sechs Antwortende gaben diese Ansichten an.

## 14.11. Zusammenfassung

### 14.11.1. Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme an der Frage 25

Wie in der vorangegangenen Fragestellung ist auch hier eine hohe Beteiligung an der Konsultation erkennbar. Den höchsten Anteil verzeichnete hierbei die Gruppe der Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände. Der Beteiligungsanteil lag innerhalb dieser Gruppe bei 89%. Im Gegenzug wies die Gruppe Andere mit 69% den niedrigsten Wert der Statistik auf. Eine Zusammenfassung der gewonnenen Daten ist anhand der folgenden Grafik ersichtlich.

---

<sup>1598</sup>Vgl. ST-Nr. 39, 119, 170, 200, 217, 374.

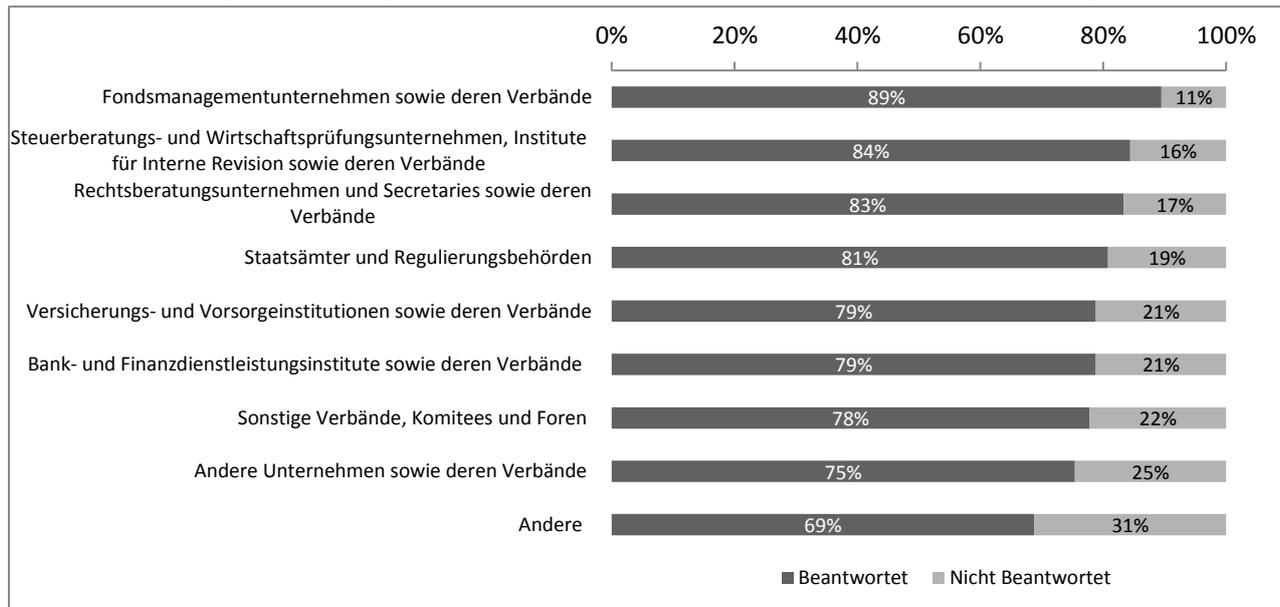
<sup>1599</sup>Vgl. ST-Nr. 2, 312, 383.

<sup>1600</sup>Vgl. ST-Nr. 36, 39, 117.

<sup>1601</sup>Vgl. ST-Nr. 39, 117, 383.

## Frage 25

Abbildung 28: Verteilung hinsichtlich der Anteilnahme der einzelnen Gruppen an der Frage 25



Quelle: Eigene Darstellung

### 14.11.2. Verteilung hinsichtlich der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen zur Frage 25

Interessant ist hierbei, dass der Anteil der Befürworter bei allen Gruppen die 50%-Marke nicht überstieg. Die höchsten Werte verzeichneten hierbei die Gruppen Andere, Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände und Sonstige Verbände, Komitees und Foren und, wessen Werte zwischen 47% und 43%.

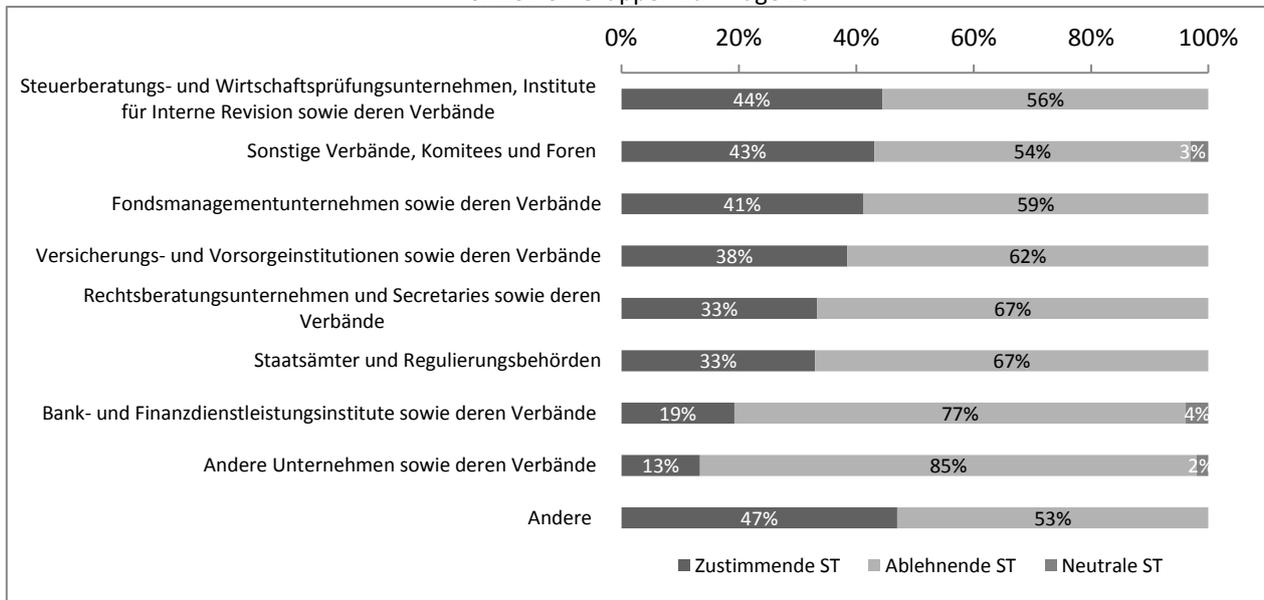
Da die momentanen Überwachungsverfahren für die Corporate Governance-Berichterstattungen nicht ausreichend effizient erscheinen, sollten, nach Ansicht der Befürworter, unabhängige und kompetente Aufsichtsbehörden implementiert werden, um die Informationsqualität dieser Berichte zu überprüfen. Ihre Aufgabe soll darin liegen, die Vollständigkeit und den informativen Gehalt der Erläuterungen der Unternehmen zu überprüfen. Dies ermöglicht eine effektivere Überwachung der Corporate Governance der einzelnen Unternehmen und steigert die Qualität innerhalb der Berichterstattungen. Diese Argumentationen wurden innerhalb der Gruppen am häufigsten angeführt.

Anhand der Statistik ist ersichtlich, dass in allen Gruppen die Gegner überwiegen. Die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände verzeichnete in diesem Zusammenhang mit 85% den höchsten Anteil an Gegnern zum vorliegenden Bereich. Die häufigste Argumentation innerhalb der einzelnen Gruppen lag darin, dass es im Ermessen der Aktionäre bzw. Investoren liegen sollte, die Corporate Governance-Berichterstattung der Unternehmen zu überprüfen. Die Berichte würden sich ohnehin an diese Akteure

## Frage 25

richten, weshalb eine Bewertung der Erläuterungen durch Aktionäre angemessener erscheint. Zudem hätten Aktionäre einen besseren Einblick in die Geschehnisse des Unternehmens als externe Aufsichtsbehörden, wodurch es ihnen ausreichend möglich ist, über die Angemessenheit der Berichterstattungen zu urteilen. Nachfolgend werden die Ergebnisse der Auswertung der Frage 25 nochmals grafisch dargestellt.

Abbildung 29: Verteilung hinsichtlich der zustimmenden, ablehnenden und neutralen Stellungnahmen innerhalb der einzelnen Gruppen zur Frage 25



Quelle: Eigene Darstellung

### 14.11.3. Verteilung hinsichtlich der nationalen Zugehörigkeit der Stellungnahmen zur Frage 25

Wie in den vorangegangenen Kapiteln führt auch an dieser Stelle Großbritannien die Statistik der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen mit Werten von über 22% an. Lediglich Schweden verzeichnete im Bereich der neutralen Stellungnahmen mit 33% den höchsten Wert der Tabelle. Anhand der Statistik ist eine überwiegende Ablehnung bezüglich der Überprüfung der Corporate Governance-Berichterstattungen durch Aufsichtsbehörden, innerhalb der an der Konsultation beteiligten Länder erkennbar. Der Anteil der ablehnenden Stellungnahmen (173 ST) lag an dieser Stelle beinahe doppelt so hoch wie jener der zustimmenden (91 ST).

## Frage 25

Tabelle 16: Verteilung der Länder anhand der höchsten Anzahl an erhaltenen Stellungnahmen zur Frage 25

<b>Land</b>	<b>Zustimmende ST</b>	<b>Ablehnende ST</b>	<b>Neutrale ST</b>
Großbritannien	<b>19 (22%)</b>	<b>44 (25%)</b>	X
Europäische Vereinigung	15 (16%)	17 (10%)	X
Deutschland	2 (2%)	25 (15%)	X
Schweden	2 (2%)	16 (9%)	<b>1 (33%)</b>
Rest	53 (58%)	71 (41%)	2 (67%)
<b>Summe:</b>	91 (100%)	<b>173 (100%)</b>	3 (100%)

Quelle: Eigene Darstellung

## **15. Fazit**

Nach erfolgter Auswertung der 346 Stellungnahmen zum Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ ist eine eindeutige zustimmende oder ablehnende Tendenz der Antwortenden an dieser Stelle nicht erkennbar. Das Endergebnis scheint eher ausgewogen zu sein. Bereiche wie die Erhöhung der Transparenz innerhalb der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter (Frage 21) und die Einführung von Mechanismen zur Erleichterten Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten nahmen die Stellungnehmenden überwiegend positiv auf. Andere Schwerpunkte, wie die Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern (Frage 23) und die Einführung von Aufsichtsbehörden zur besseren Überprüfung der Informationsqualität der Erläuterungen bei den Corporate Governance-Berichterstattungen (Frage 25), wurden hingegen kategorisch abgelehnt. In diesem Zusammenhang sei jedoch darauf hingewiesen, dass bei fast allen vorliegenden Fragestellungen Großbritannien die Statistik der zustimmenden und ablehnenden Stellungnahmen anführte. Die höchste Anteilnahme verzeichnete Großbritannien bei den Fragen 20 (56 ST), 24 (65 ST) und 25 (63 ST). In Summe lag die Anteilnahme Großbritanniens an der Konsultation bei 25%. Nachfolgend sollen abermals die wichtigsten Erkenntnisse aus der Auswertung der einzelnen Fragestellungen dargestellt werden:

Die Frage 13, in der die Europäische Kommission nach Maßnahmen für die Vermeidung eines unangemessenen kurzfristigen Denkens bei Anlegern am Kapitalmarkt suchte, wurde überwiegend innerhalb der Gruppen befürwortet. Die zustimmenden Anteile innerhalb der Gruppen lagen zwischen 50%-83%. Lediglich die Gruppe der Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände stand dem Bereich ablehnend gegenüber. Innerhalb der befürwortenden Gruppen wurden in diesem Zusammenhang vor allem die Solvency 2/MiFID-Verordnungen und die Quartalsberichterstattung als Motor für kurzfristiges Verhalten bei Marktakteuren in den Stellungnahmen angeführt, weshalb über eine Neustrukturierung dieser Bestimmungen nachgedacht werden sollte.

Die Frage 14, in der die Europäische Kommission Maßnahmen im Hinblick auf die Aktivitäten der Vermögensverwalter verlangte, wurde innerhalb der Gruppen unterschiedlich aufgenommen. Eine klarere Tendenz ist an dieser Stelle nicht erkennbar. Die Befürworter und Gegner liegen mit Werten zwischen 40%-60% sehr nah beieinander. Lediglich die Gruppe der Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände verzeichnete in diesem Zusammenhang mit 90% einen sehr hohen ablehnenden Anteil. Auf der Seite der befürwortenden Gruppen wurde vor allem eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Anreiz- und Vergütungsstrukturen der Vermögensverwalter verlangt. Die ablehnenden Gruppen argumentierten hingegen ihre Haltung damit, dass die angesprochenen Bereiche Teil der vertraglichen Vereinbarung seien, weshalb es im Ermessen des Investors liegen sollte, die notwendige Transparenz ihrer

in Anspruch genommenen Vermögensverwalter zu verlangen.

Die Frage 15, in der die Europäische Kommission Maßnahmen für eine wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter durch ihre institutionellen Investoren verlangte, wurde innerhalb der Gruppen eher ablehnend aufgenommen. Die Anteile der Gegner lagen an dieser Stelle bei 50%-70%. Lediglich zwei Gruppen (Sonstige Verbände, Komitees und Foren und Andere) standen dem Bereich zustimmend gegenüber. Überwiegend wurde innerhalb der zustimmenden Gruppen die Ansicht vertreten, wonach institutionelle Investoren ausreichend qualifiziert seien, um Vermögensverwalter effektiv zu überwachen, weshalb regulierende Maßnahmen nicht notwendig erscheinen.

Die Frage 16, in der die Europäische Kommission eine Unabhängigkeit der Leitungsorgane der Vermögensverwalter vorschlug, wurde ebenfalls überwiegend innerhalb der Gruppen abgelehnt. Die Anteile der Gegner lagen hier bei 41%-81%. Abermals verzeichneten Sonstige Verbände, Komitees und Foren und Andere als einzige Gruppen einen höheren befürwortenden Anteil innerhalb der Statistik. Nach Ansicht der ablehnenden Gruppen wurden bereits Maßnahmen auf nationaler und internationaler Ebene gesetzt, um den angesprochenen Bereich zu regulieren. Die UCITSD-, AIFMD- und MiFID-Bestimmungen werden in diesem Zusammenhang von den Gegnern als ausreichend erachtet.

Eine hohe Befürwortung war hingegen für Maßnahmen zu einer effektiveren Zusammenarbeit der Aktionäre, die von Seiten der Europäischen Kommission in der Frage 17 thematisiert wurde, ersichtlich. Die Anteile der Befürworter innerhalb der Gruppen lagen bei 58%-92%. Lediglich die Gruppen Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände und Andere Unternehmen sowie deren Verbände standen dem Bereich ablehnend gegenüber. Vor allem im Hinblick auf die acting in concert-Bestimmungen seien weitere Maßnahmen notwendig, um Unsicherheiten bei Aktionären zu vermeiden und dadurch eine Zusammenarbeit dieser zu fördern.

Die Frage 18, in der die Europäische Kommission Maßnahmen für eine Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter verlangte, wurde in allen Gruppen überwiegend befürwortet. Die zustimmenden Anteile lagen innerhalb der Gruppen bei 44%-100%. In diesem Zusammenhang sollte eine effektivere Offenlegung der angewandten Methoden und Verfahren zur Erstellung von Abstimmungsempfehlungen der Stimmrechtsvertreter angestrebt werden, um dadurch einen besseren Einblick in den Aktivitäten dieser Marktakteure zu erhalten.

Die Frage 19, in der die Europäische Kommission weitere Maßnahmen zur Einschränkung des Anbietens von Consulting-Dienstleistungen für Stimmrechtsvertreter vorschlug, ergab kein eindeutiges Ergebnis. Der Anteil der Befürworter sowie jener der Gegner lag innerhalb der Gruppen sehr nah beieinander, weshalb eine klare Tendenz an dieser Stelle nicht erkennbar war.

In der Frage 20 schlug die Europäische Kommission die Einführung von technischen und/oder rechtlichen Mechanismen, um Emittenten die Identifizierung ihrer Aktionäre zu erleichtern. Dieser Bereich wurde innerhalb der Gruppen überwiegend befürwortet. Die zustimmenden Anteile lagen zwischen 53%-88%. Als einzige Gruppe standen die Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände diesem Vorhaben ablehnend gegenüber. In diesem Zusammenhang führten die zustimmenden Gruppen vor allem die Problematik der langen Investitionskette am Kapitalmarkt an, welche eine Identifizierung der tatsächlichen Aktionäre erschwert. Maßnahmen sollten deshalb ergriffen werden, um in diesem Bereich mehr Transparenz zu schaffen. Ein interessantes Ergebnis lieferte an dieser Stelle die Auswertung der Beteiligung an der Fragestellung. Erstmals lag die Anteilnahme an einer Frage in diesem Bereich innerhalb aller Gruppen bei über 50%.

Dem Vorschlag, wonach die Rechte der Minderheitsaktionäre im Unternehmen erhöht werden sollten, um dadurch die Einflussnahme von Mehrheitsaktionären einzudämmen, standen die Gruppen überwiegend ablehnend gegenüber. Dieser Bereich wurde von Seiten der Europäischen Kommission in der Frage 21 behandelt. Die ablehnenden Anteile lagen in diesem Zusammenhang innerhalb der Gruppen bei 53-83%. Lediglich die Gruppen Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände und Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände verzeichneten einen höheren zustimmenden Anteil. Nach Ansicht der Gegner sei dieser Bereich bereits ausreichend im Unternehmens- und Aktienrecht geregelt. Zusätzliche Rechte hätten hierbei nur einen negativen Effekt auf Mehrheitsaktionäre.

Auch die zweite Fragestellung, welche Minderheitsaktionäre im Mittelpunkt hatte, wurde überwiegend innerhalb der Gruppen abgelehnt. Die ablehnenden Anteile innerhalb der Gruppe lagen bei 54%-77%. Mit der Frage 22 beabsichtigte die Europäische Kommission zusätzliche Schutzmaßnahmen für Minderheitsaktionäre gegenüber Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen zu implementieren. Auch an dieser Stelle argumentierten die ablehnenden Gruppen ihre Haltung damit, das nationale Unternehmensgesetze, die Corporate Governance-Kodizes und die IFRS-Bestimmungen bereits effektive Regelwerke liefern, wodurch weitere Maßnahmen nicht notwendig erscheinen. Zum zweiten Mal lag die Anteilnahme an einer Frage an dieser Stelle innerhalb aller Gruppen bei über 50%.

Eine hohe Ablehnung verzeichnete in diesem Zusammenhang die Frage 23, in der die Europäische Kommission Maßnahmen zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern vorsah. Die Gegner innerhalb der Gruppen verzeichneten Werte zwischen 50-85%. Lediglich die Unterkategorie der Arbeitnehmer stand weiteren Maßnahmen in diesem Bereich positiv gegenüber. Nach Ansicht der ablehnenden Gruppen sollte die Entscheidung über eine Kapitalbeteiligung den Unternehmen überlassen werden und nicht durch neue Verordnungen aufgedrängt werden. Eine einheitliche Lösung auf europäischer Ebene wäre an dieser Stelle nicht zielführend, da dadurch nationale Begebenheiten nicht ausreichend Beachtung geschenkt werden.

Die Frage 24, in der die Europäische Kommission detaillierte Erläuterungen in den Corporate Governance-Berichterstattungen der Unternehmen bei einem Abweichen der Empfehlungen verlangte, wurde überwiegend positiv innerhalb der Gruppen aufgenommen. Die zustimmenden Anteile innerhalb der Gruppen lagen zwischen 47%-94%. Die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände stand als einzige weiteren Maßnahmen in diesem Bereich ablehnend gegenüber. Um einen effektiveren comply or explain-Ansatz in diesem Zusammenhang zu gewährleisten, sollten nach Ansicht der befürwortenden Gruppen Unternehmen zu aussagekräftigeren Erläuterungen ermutigt werden. Die Auswertung der Anteilnahme an den Fragestellungen verzeichnete an dieser Stelle die höchste Beteiligung. In allen Gruppen lag die Anteilnahme an der Frage 24 zwischen 71%-89%.

Die Frage 25, in der die Europäische Kommission die Einführung von Aufsichtsbehörden zur besseren Überprüfung der Informationsqualität der Corporate Governance-Berichterstattungen vorschlug, wurde innerhalb aller Gruppen überwiegend abgelehnt. Die Anteile der Gegner lagen an dieser Stelle bei 53%-85%. Da sich diese Berichte ohnehin an Aktionäre richten, seien diese nach Ansicht der Gegner besser in der Lage die Informationsqualität der Erläuterungen zu überprüfen als externe Aufsichtsbehörden.

Seit der Veröffentlichung des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ erfolgten konkrete Maßnahmen von Seiten der Europäische Kommission noch nicht. Anfang des Jahres 2012 eröffneten sie eine weitere Konsultation. Jedoch lag der Schwerpunkt in der Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechtes. Ziel dieser Initiative soll die Schaffung eines gemeinschaftlichen Rahmenwerkes für Anteilseigner, Gläubiger und anderen Akteuren auf europäischer Ebene sein. Eine Harmonisierung in diesem Bereich würde nach Ansicht der Europäischen Kommission eine Erleichterung des grenzüberschreitenden Handels mit sich führen. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass der Bereich der Corporate Governance eng mit dem Gesellschaftsrecht verknüpft ist, weshalb es nahe liegt, dass die Europäische Kommission nun an dieser

Stelle über die Entwicklung eines gemeinschaftlichen Ansatzes nachdenkt.<sup>1602</sup> Mit konkreten Gesetzesentwürfen von Seiten der Europäischen Kommission zu den vorliegenden Bereichen könne man jedoch erst, nach Aussage von Paulina Dejmekt (Kabinettsmitglied von EU-Kommissar Michel Barnier), mit Ende des laufenden Jahres bzw. im nächsten Jahr rechnen.<sup>1603</sup>

---

<sup>1602</sup>Vgl. Europäische Kommission (2012l).

<sup>1603</sup>Vgl. KPMG (2012).



# Literaturverzeichnis

Easy & simple Formations UK Limited (2012): Company Secretary-Firmensekretär, Österreich 2012, abrufbar unter <http://www.easy-limited.at/secretary-firmensekretaer> (Zugriff am 05.03.2012)

Europäisches Dokumentationszentrum der Universität Mannheim (o.J.): Grünbücher-Weissbücher, abrufbar unter <http://www.uni-mannheim.de/edz/doku/gruwe.pdf> (Zugriff am 01.03.2012)

Europäische Kommission (2002a): (IP/02/1600) Kommission begrüßt Bericht der Expertengruppe über Gesellschaftsrecht und Unternehmensführung, Brüssel 2002, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/1600&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (Zugriff am 02.02.2012)

Europäische Kommission (2003b): (KOM (2003) 284 endgültig (21.05.2003)) Mitteilung der Kommission an den Rat und das europäische Parlament-Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union-Aktionsplan, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:DE:PDF> (Zugriff am 02.02.2012)

Europäische Kommission (2003c): (IP/03/716) Gesellschaftsrecht und Corporate Governance: Kommission legt Aktionsplan vor, Brüssel 2003, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/716&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (Zugriff am 02.02.2012)

Europäische Kommission (2003d): (IP/03/1581) Gesellschaftsrecht und Corporate Governance EU-Kommission gibt Konsultationsergebnis bekannt, Brüssel 2003, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/1581&format=HTML&aged=1&language=DE&guiLanguage=en> (Zugriff am 02.02.2012)

Europäische Kommission (2004e): (IP/04/2141) Corporate Governance: Kommission richtet Europäisches Forum zur Förderung der Konvergenz in Europa ein, Brüssel 2004, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1241&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (Zugriff am 02.02.2012)

Europäische Kommission (2004f): (2004/706/EG) Beschluss der Kommission vom 15. Oktober 2004 zur Einsetzung eines Corporate Governance-Forums, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Jg. 2004, Nr. L 321, 53-54, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:321:0053:0054:DE:PDF> (Zugriff am 02.02.2012)

Europäische Kommission (2010g): (KOM (2010) 284 endgültig (02.06.2010)) Grünbuch - Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, Brüssel 2010, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2010\\_284\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_de.pdf) (Zugriff am 03.02.2012)

Europäische Kommission (2010h): (KOM (2010) 561 endgültig (13.10.2010)) Grünbuch – Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise, Brüssel 2010, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0561:FIN:DE:PDF> (Zugriff am 03.02.2012)

Europäische Kommission (2011i): (IP/11/404) Corporate Governance Rahmen für europäische Unternehmen: Was muss verbessert werden, Brüssel 2011, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/404&format=HTML&aged=0&language=de&guiLanguage=de> (Zugriff am 04.02.2012)

Europäische Kommission (2011j): (KOM (2011) 164 endgültig (05.04.2011)) Grünbuch - Europäischer Corporate Governance-Rahmen“, Brüssel 2011, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:DE:PDF> (Zugriff am 05.02.2012)

Europäische Kommission (2011k): Feedback Statement-Summary of responses to the commission green paper on-The EU corporate governance framework, Brüssel 2011, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf) (Zugriff am 05.01.2012)

Europäische Kommission (2012l): (IP/12/149) Konsultation zur Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts, Brüssel 2012, abrufbar unter [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-149\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-149_de.htm) (Zugriff am 03.11.2012)

Europäische Union (2012): Europäischer Rat, Brüssel 2012, abrufbar unter [http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-council/index\\_de.htm](http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-council/index_de.htm) (Zugriff am 01.03.2012)

European Commission-The EU Single Market (2012): Contribution to the public consultation: „The EU corporate governance framework“, Brüssel 2012, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm) (Zugriff am 05.01.2012)

Förderland (2012): Zehn Begriffe zum Thema Limited Ltd., Deutschland 2012, abrufbar unter <http://www.foerderland.de/1496.0.html#c11408> (Zugriff am 05.03.2012)

Hochrangige Expertengruppe auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts (2002): Konsultationspapier über Moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa, Brüssel 2002, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/consult\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_de.pdf) (Zugriff am 05.01.2012)

Hopt, J. Klaus (2011): Ein drittes Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen?, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Jg. 2011, Heft 16, S. 609-610

Hoti, Besnik (o.J.): Stellungnahmen zum ersten Teil des Grünbuchs der Europäischen Kommission zum europäischen Corporate Governance-Rahmen, Masterarbeit (in Bearbeitung), Universität Wien 2012,

Jung, Stefanie (2011): Das Grünbuch der Kommission zu einem europäischen Corporate Governance-Rahmen und die Weiterentwicklung des Europäischen Gesellschaftsrechts, in: BetriebsBerater, Jg. 2011, Heft 33, S. 1987-1990

Kay, John (2012): The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making – Final Report, London 2012, abrufbar unter <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf> (Zugriff am 03.11.2012)

KPMG (2012): KPMG-Veranstaltung: EU-Initiativen der Corporate Governance – Was kommt auf Vorstände und Aufsichtsräte zu?, Österreich 2012, abrufbar unter [http://www.kpmg.at/uploads/media/PA\\_Corporate\\_Governance\\_Veranstaltung\\_02.pdf](http://www.kpmg.at/uploads/media/PA_Corporate_Governance_Veranstaltung_02.pdf) (Zugriff am 03. 11.2012)

Lattemann, Christoph (2010): Corporate Governance im globalisierten Informationszeitalter, München 2010

Mallin, Chris/Mullineux, Andy/Wihlborg, Clas (2005): The Financial Sector and Corporate Governance: The UK Case, in: Corporate Governance: An International Review, Jg. 2005, Heft 13, Nr. 4, S. 532-541

Organisation for Economic Co-Operation and Development (2004): OECD Principles of Corporate Governance, Frankreich 2004, abrufbar unter <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (Zugriff am 05.01.2012)

o.V. (2011): Konsultation: Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen, in: Der Aufsichtsrat, Jg. 2011, Heft 4, S. 60

Picot, Gerhard/Classen, Dirk (2008): Die Verbesserung der Corporate Governance und die Modernisierung des Gesellschaftsrechts in der Europäischen Union, in: M&A Review, Jg. 2008, Heft 1, S. 22-27

Plendl, Martin (2010): Information für Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss-Sonderausgabe zum EU Grünbuch Abschlussprüfung, in: Corporate Governance Forum, Jg. 2010, Heft 5, S. 1-4

RiskMetrics Group / Businesseurope / ecoDa / Landwell & Associés (2009): Study on monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, Brüssel 2009, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf) (Zugriff am 07.01.2012)

Scheffler, Eberhard (2005): Corporate Governance – Auswirkungen auf den Wirtschaftsprüfer, in: Die Wirtschaftsprüfung, Jg. 2005, Heft 9, S. 477-486

Schmidt, Timo (2011): Corporate Governance, Controlling und Unternehmenserfolg – Konzeptuelle Gestaltung und empirische Analyse, Frankfurt am Main 2011

Spiegel Online Wirtschaft (2010): Lehman Brothers kaschierte Pleitegefahr mit Bilanztricks, Deutschland 2010, abrufbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/finanz-crash-lehman-brothers-kaschierte-pleitegefahr-mit-bilanztricks-a-683136.html> (Zugriff am 04.10.2011)

Weber, Manfred (2010): Corporate Governance-Systeme auf dem Prüfstand: Das Grünbuch der EU-Kommission, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2010, Heft 14, S. 722-724

Wollmert, Peter/Oser, Peter/Orth, Christian (2011): Reformüberlegungen zum Corporate Governance Framework in Europa, in: Der Betrieb, Jg. 2011, Heft 25, S. 1432-1440

Woolley, Paul (2010): Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy, in: The Future of finance and the theory that underpins it, Jg. 2010, Heft 23, S. 121-143

von Werder, Axel (2009): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., hrsg. von Hommelhoff, Peter/Hopt, J. Klaus/v. Werder, Axel, Stuttgart 2009, S. 4-6

## Anhang 1: Auflistung der Stellungnahmen<sup>1604</sup>

<b>ST-Nr.</b>	<b>Verfasser/in der Stellungnahme</b>	<b>Land</b>	<b>Gruppe</b>
1	100 Group	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
2	abird	BG	Andere
3	Aditya Sharma	LU	Andere
4	The Advisory Board of Finnish Listed Companies	FI	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
6	Aemec – „Spanish Association of Minority Shareholders of Listed Companies“	ES	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
8	AFG – „French Asset Management Association“	FR	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
10	Akeiue – „Arbeitskreis -Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“	DE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
11	Aktienforum	AT	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
12	Aktiespararna – „Swedish Shareholders' Association-SARF“	SE	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
14	Alecta – „Pension insurance company“	SE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
15	Amcham – „American Chamber of Commerce in Romania“	IV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
16	AMIC – „Asset Management and Investors Council“	IV	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
17	AP3-„Third Swedish National Fund“	SE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
18	APCIMS – „Association of private client investmentmanagers and stockbrockers“	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
19	ARAG – „Allgemeine Rechtsschutzversicherungs AG“	DE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
20	Arcelor Mittal	LU	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
21	The Aspen Institute Business & Society Program	US	Andere
22	Assirevi – „Associazione Italiana Revisori Contabili“	IT	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
23	AFM – „Association of Financial Mutuals“	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
24	Association of listed companies	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände

<sup>1604</sup>Stellungnahmen abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm)

25	Assogestioni – „Associazione del risparmio gestito“	IT	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
26	„Die Familienunternehmer-ASU“ und „Die Jungen Unternehmer-BJU“	DE	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
27	Axel Jäger	DE	Andere
28	Barclays PLC	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
29	Chris Barnard	DE	Andere
30	BBA – „British Bankers' Association“	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
31	Belgian Institute of registered auditors	BE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
32	Prof. Blanaid Clarke	IE	Andere
33	BNP PARIBAS	FR	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
34	Boards Consultants International	DE	Andere
35	Board Room Review	UK	Andere
36	Goethe Universität Frankfurt am Main	DE	Andere
37	BT Group PLC	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
38	Bucharest Stock Exchange and BVB Corporate Governance Institut	RO	Andere
39	Budapest Stock Exchange	HU	Andere
41	BVCA – „British Private Equity and Venture Capital Association“	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
42	California Public Employees Retirement System	US	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
43	Capital Precision-„King World Wide Investor Relations“	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
44	Capita Registrars	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
46	CCAB-I – „Consultative Committee of Accountancy Bodies Ireland“	IE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
47	CECGA – „Central European Corporate Governance Association“	SK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
49	CEZ	CZ	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
51	CG – „Beauftragte für Kapitalmarktentwicklung und Corporate Governance der österreichischen Bundesministerin für Finanzen“	AT	Staatsämter und Regulierungsbehörden

52	Chamber of auditors CZ	CZ	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
54	CIMA – „Chartered Institute of Manage- ment Accountants“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
55	CIPFA – „ The Chartered Institute of Public Finance and Accountancy“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
56	CNDCEC – „Consiglio Nazionale die Dot- tori Commercialisti e degli Esperti Conta- bili“	IT	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
57	Copa Cogeca	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
58	Confederation Norwegian Enterprise	NO	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
59	Council of Institutional Investors	US	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
61	Charles Cronin, CFA und Dr John Mellor, MBA	UK	Andere
62	Crowe Horwath – „Global Risk Consulting Limited“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
63	CSA – „Chartered Secretaries Australia“	AU	Rechtsberatungsunternehmen und Secretari- es sowie deren Verbände
64	CSIA – „Corporate Secretaries Internatio- nal Association“	IV	Rechtsberatungsunternehmen und Secretari- es sowie deren Verbände
66	DAF – „Dansk Aktionærforening-Danish Shareholders Association“	DK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
67	Danish-CG – „Danish Corporate Gover- nance Committee“	DK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
68	Danish mortgage Banks Federation	DK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
69	Danske revisorer – „Institute of Danish Public Accountants“	DK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
70	Deminor	BE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
71	Denise Silva Ferreira Juvenal	BR	Andere
72	DIA – „Danish Insurance Association“	DK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
73	Diir – „Deutsches Institut für interne Revision e.V.“	DE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände

74	Dircredito	IT	Andere
75	Deloitte	FR	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
76	EABIS – „European Academy of Business in Society „	IV	Andere
77	ECCJ – „European Coalition for Corporate Justice“	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
78	European Company Law Experts	EV	Rechtsberatungsunternehmen und Secretari- es sowie deren Verbände
79	EFES – „European Federation of Employee Share Ownership“	EV	Andere
80	EGIAN – „The European Group of Inter- national Accounting Networks and Associations“	EV	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
81	EK – „Confederation of Finnish Industries EK“	FI	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
82	Emisores Espanoles	ES	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
83	Electrolux	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
84	Eniro AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
85	Equinti	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
86	Ericsson	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
89	EuroInvestors – „European Federation of Investors“	EV	Andere
90	Euroshareholder	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
91	EWLA – „European Women Lawyers Association“	EV	Rechtsberatungsunternehmen und Secretari- es sowie deren Verbände
92	Ernst and Young Global Limited	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
93	Fair Pensions	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
94	F&C Investments	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
96	FERMA – „Federation of European Risk Management Association“	EV	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
97	FESE – „Federation of European Securities Exchanges“	EV	Andere
98	Fidelity International	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
99	Finance & Gouvernance	FR	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
101	Finnland Chamber of Commerce	FI	Andere Unternehmen sowie deren Verbände

102	Finnish Bar Association	FI	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
103	FJAERDE AP-„Fourth Swedish National Pension Fund AP4“	SE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
104	Första Ap Fonden	SE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
106	Fundacion Once – „Organización Nacional de ciegos Españoles“	ES	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
107	Ganado & Associates Advocates	MT	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
108	Gavin Winton	UK	Andere
109	German bar association – „Deutsche Anwaltsverein“	DE	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
110	GGF – „Good Governance Forum and Tomorrow’s Company“	UK	Andere
111	Gingell Peter	k.A.	Andere
112	Glass Lewis & CO	US	Andere
113	GO – „Governance for Owners „	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
114	GRACENTRE – „The Centre for Governance Risk & Assurance“	UK	Andere
115	Grant Thornton International Ltd	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
117	HALLAM – „Finish Association for Professional Board Members“	FI	Andere
118	Henderson Global Investor	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
119	Hermes equity ownership services	UK	Andere
120	H&M	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
121	IAEF – „Association of Swedish institutional owners for regulatory matters on the stock market“	SE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
122	Ian Tonks	UK	Andere
124	ICAEW – „The Institute of Chartered Accountants in England and Wales“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
125	ICAS – „Institute of Chartered Accountants of Scotland“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
126	ICGN – „International Corporate Governance Network“	IV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren

128	ICSA – „Institute of Chartered Secretaries and Administrators“	UK	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
129	ICSA-Irish Region	UK	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
130	ICSA-Registrar group	UK	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
131	IDW – „Institut der Wirtschaftsprüfer“	DE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
132	IFAC – „International Federation of Accountants“	IV	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
133	IFG – „Institute for Company Law“	DE	Andere
134	IFS- ProShare	UK	Andere
135	Ingemund Hägg	SE	Andere
136	IIA – „Institute of internal Auditors“	US	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
137	Institute of internal Auditors of Cyprus	CY	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
138	Institute of internal Auditors of Lithuania	LT	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
139	ILA – „Luxembourg Institute of Directors“	LU	Andere
140	ILMARIN – „Mutual Pension Insurance Company“	FI	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
141	IMA – „Investment Management Association“	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
142	INARA – „Initiative Aufsichtsräte Austria“	AT	Andere
143	AB-Industrivärden	SE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
144	INREV – „European Association for Investors in Non-Listed Real Estate“	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
145	Institute of directors in Ireland	IE	Andere
147	IUA – „International Underwriting Association“	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
148	Investor-AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
149	IRSG – „International Regulatory Strategy Group“	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
150	IR Society – „Investor Relations Society“	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
152	ISE – „Irish Stock Exchange“	IE	Andere

153	ISLA – „International Securities lending Association“	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
154	ISS	US	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
155	Jeantetassocies	FR	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
156	J.P. Morgan Asset Management	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
157	JSE – „Johannesburg Stock exchange“	ZA	Andere
158	Jupiter Asset Management Limited	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
159	Krzysztof Grabowski	PL	Andere
160	KHT – „Finnish Institute of authorised of public accountants“	FI	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
161	KING – „Institute of Directors Southern Africa“	ZA	Andere
162	Korn/Ferry Whitehead Mann	US	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
163	KPMG	NL	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsun- ternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
164	LAPFF – „Local Authority Pension Fund Forum“	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
166	LGIM – „Legal & General Investment Management“	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
167	Laura Liswood	IV	Andere
169	LPEQ – „Listed Private Equity“	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
170	LSEG – „London Stock Exchange Group“	UK	Andere
171	Professors Jukka Mähönen und Beate Sjøfjell	FI	Andere
172	Manyfest – „The proxy voting agency“	UK	Andere
173	Dr. Maria Cristina Ungureanu	IT	Andere
174	Martin White	k.A.	Andere
175	Matheson Ormsby prentice	IE	Rechtsberatungsunternehmen und Secretari- es sowie deren Verbände
176	Merck KGaA	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
178	MiddleNext	FR	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
180	NAPF – „National Association of Pension Funds“	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
181	NBIM – „Norges Bank Investment Management“	NO	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
182	Ncc-AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände

183	Nestor Advisors	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
184	SNPI – „Netherlands Participation Institute“	NL	Andere
185	Nordea (Nordic Ideas) Bank AB	SE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
186	Norwegian Corporate Governance Board	NO	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
187	NYSE Euronext	IV	Andere
188	Oliver Marnet	UK	Andere
189	OMV Aktiengesellschaft	AT	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
190	OpenCorporates	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
191	PIAC – „Pension Investment Association of Canada“	CA	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
192	PIRC – „Pensions & Investment Research Consultants Ltd)	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
193	PKPP – „Polish confederation of private employers leviatan“	PO	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
194	Dr Jesper Lau Hansen	DK	Andere
195	PWC – „PricewaterhouseCoopers International Limited“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
196	Österreichischer Raiffeisenverband	AT	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
197	Railpen Investment	GB	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
198	Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex	DE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
199	Rick Minor	LU	Andere
200	Roger Collinge	UK	Andere
202	RSM International	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
203	Saab AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
206	SCA – „Svenska Cellulosa Aktiebolaget“	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
207	Schellter Strategy Consulting-bvba	BE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
208	SEV – „Hellenic Federation of Enterprises“	EL	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
210	SG-AC – „Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.“	DE	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
211	Skandia Life Insurance Company Ltd	SE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
212	SKF-AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
213	SL PLC – „Standard Life PLC	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände

214	SMA – „Securities Market Association“	FI	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
215	Smith & Nephew PLC	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
216	SN – „Confederation of Swedish Enterprise“	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
217	Sodali Aligning Interests	UK	Andere
218	SOMO – „Stichting Onderzoek Multinationale Ondernemingen“	NL	Andere
219	Comisión Nacional del Mercado de Valores Advisory Committee	ES	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
220	Spencer Stuart European Board Practice	FR	Andere
221	SSAB-AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
222	SSE – „Scottish and Southern Energy PLC“	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
223	Standard Life Investments Limited	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
224	Prof. Dr. habil. Stefan Prigge	DE	Andere
225	Stora Enso	FI	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
226	Swedish Corporate Governance Board	SE	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
227	TASC – „Think Tank for Action on Social Change“	IE	Andere
228	TAT – „Informal group of hungarian company law experts“	HU	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
229	TCAM – „Co-operative Asset Management“	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
231	Telekom Austria group	AT	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
232	Tesco PLC	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
233	TIAA – „Teachers Insurance Annuity Association of America and College Retirement Equities Fund“	US	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
234	Towers Watson	US	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
235	UBS Global Asset Management Ltd	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
236	UGAL	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
237	UKSA – „UK Shareholders Association“	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
238	ULA – „Deutsche Führungskräfteverband“	DE	Andere
239	Uni Europa	EV	Andere
240	USS – „Universities Superannuation Scheme Limited“	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
244	Veuo – „Dutch Association of Issuers“	NL	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
245	Vlerick Leuven Gent Management School- Executive Remuneration Research Centre	BE	Andere
246	Volvo AB	SE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände

247	VSUD – „Vereinigung schweizerischer Unternehmen in Deutschland“	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
248	VZMD – „PanSlovenian Shareholders' Association Institute“	SL	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
249	Wirtschaftskammer Österreich	AT	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
250	Dr Wolfgang Richter	DE	Andere
251	WPK – „Wirtschaftsprüferkammer“	DE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
252	York	CA	Andere
253	amf – „Netherlands Authority for the Financial Markets“	NL	Staatsämter und Regulierungsbehörden
254	AMF – „Autorité des Marchés Financiers“	FR	Staatsämter und Regulierungsbehörden
256	Bundesregierung Deutschland	DE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
257	Central bank of Ireland	IE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
258	CMVM – „Portuguese Securities Market Commission“	PT	Staatsämter und Regulierungsbehörden
259	CNB – „Czech National Bank“	CZ	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
260	Danish Ministry of Economic and Business affairs	DK	Staatsämter und Regulierungsbehörden
261	Deutscher Bundesrat	DE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
262	Deutscher Bundestag	DE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
263	Department of Jobs, Enterprise & Innovation Ireland	IE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
265	ESMA – „European Securities and Market Authority“	EV	Staatsämter und Regulierungsbehörden
266	Finish Financial Markets Department	FI	Staatsämter und Regulierungsbehörden
267	FIN-FSA – „Finish Financial Supervisory Authority“	FI	Staatsämter und Regulierungsbehörden
269	FRC – „Financial Reporting Council“	UK	Staatsämter und Regulierungsbehörden
270	Government of Malta-Ministry of Finance, the Economy and Investment	MT	Staatsämter und Regulierungsbehörden
271	Royal Norwegian Ministry of Justice and the Police	NO	Staatsämter und Regulierungsbehörden
272	Republic of Latvia	LV	Staatsämter und Regulierungsbehörden
275	Ministry of Finance Netherlands	NL	Staatsämter und Regulierungsbehörden
276	Ministry of Justice Austria	AT	Staatsämter und Regulierungsbehörden
277	Ministry of Justice Czech Republik	CZ	Staatsämter und Regulierungsbehörden
278	Ministry of Justice Estonia	EE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
279	Bundeskanzleramt Österreich	AT	Staatsämter und Regulierungsbehörden

283	Spanish Delegation in EU Group of Company Law	ES	Staatsämter und Regulierungsbehörden
284	Ministry of Justice Sweden	SE	Staatsämter und Regulierungsbehörden
285	UK Government	UK	Staatsämter und Regulierungsbehörden
286	UK Takeover Panel	UK	Staatsämter und Regulierungsbehörden
287	ABI – „Association of British Insurers“	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
288	ACCA – „The Association of Chartered Certified Accountants“	UK	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
290	AFME – „Association for Financial Markets in Europe“	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
291	AIM – „Association Internationale de Mutualite“	IV	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
292	Allianz SE	DE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
293	American Chamber of Commerce to the European Union	IV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
294	AMICE – „Association of mutual insurers and Insurance cooperative in Europe“	EV	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
295	Association belge de sociétés cotees asbl	BE	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
296	ASSONIME – „Associazione fra le società italiane per azioni“	IT	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
297	Aviva	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
298	Axa Investment Managers	FR	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
299	Baillie Gifford & Co	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
300	BAK – „Bundesarbeiterkammer“	AT	Andere
301	BDI-BDA – „Bundesverband der Deutschen Industrie und Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände“	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
302	Belgian Corporate Governance Committee	BE	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
303	Black rock	US	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
305	Businesseurope	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
306	BVI – „Bundesverband Investment und Asset Management e.V.“	DE	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
307	CBI – „Confederation of British Industry“	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
308	CCBE – „Council of Bars and Law Societies of Europe“	EV	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände

311	CEA – „Comité Européen des Assurances“	EV	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
312	CEC European Manager – „Confédération Européenne des Cadres“	EV	Andere
314	CFA – „Chartered Financial Analyst Institute“	IV	Andere
315	European Citizens' Seminars	EV	Andere
316	CLLS – „City of London Law Society“	UK	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
318	Computershare group	k.A.	Andere
319	Confederation of Danish Industry	DK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
321	Cooperatives Europe	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
324	DAI – „Deutsches Aktieninstitut“	DE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
325	Daimler AG	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
327	Danish Shipowner Association	DK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
328	Deutscher Genossenschaft- und Raiffeisenverband	DE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
329	Die Führungskräfte	DE	Andere
330	DIHK – „Deutscher Industrie und Handelskammertag“	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
331	DSW – „Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz“	DE	Andere
332	EABC – „European-American Business Council“	IV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
333	EACB – „European Association of Co-operative Banks“	EV	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
334	EBF – „European Banking Federation“	EV	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
335	ECGS – „European Corporate Governance Service“	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
336	ECIIA – „The European Confederation of Institutes of Internal Auditing“	IV	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
337	ecoDA – „European Confederation of Directors' Associations“	EV	Andere
338	EFAMA – „European Fund and Asset Management Association“	EV	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
339	GEEF – „European Family Businesses“	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
340	EFRB – „European Federation for Retirement Provision“	EV	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
341	EIRIS – „Ethical Investment Research and Information Service Foundation“	UK	Andere

342	Ekologický právní servis-Environmental Law Service	CZ	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
343	ESBG – „European Savings Banks Group“	EV	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
344	ETUC – „European Trade Union Confederation“	EV	Andere
345	Eumedion – „Corporate Governance Forum“	NL	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
346	Eurochambers – „The Association of European Chambers of Commerce and Industry“	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
347	Europeanissuers	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
348	EUROSIF – „European Sustainable Investment Forum“	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
349	EVCA – „European Private Equity & Venture Capital Association“	EV	Andere
350	European Women’s Lobby	EV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
351	FBF – „French Banking Federation“	FR	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
352	Febelfin – „The Belgian Financial Sector Federation“	BE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
353	Federation of Finnish Enterprises	FI	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
354	FEE – „Federation of European Accountants“	EV	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
355	FFCI – „Fédération Française des Clubs d’Investissement“	FR	Andere
356	FFI – „Federation of Finnish Financial Services“	FI	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
359	FSUG – „Financial Services User Group“	BE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
360	GC100 – „Association of General Counsel and Company Secretaries of the FTSE 100“	UK	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
361	GDV – „Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.“	DE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
362	Guberna	BE	Andere
363	Hans Böckler-Stiftung	DE	Andere
364	Haygroup	US	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
365	ICFR – „International Centre for Financial Regulation“	IV	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
366	IFIA – „Irish Funds Industry Association“	IE	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände

367	ILAG – „Investment & Life Assurance Group“	UK	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
368	Industriellenvereinigung	AT	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
369	FAR – „The Institute for the Accountancy Profession in Sweden“	SE	Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Institute für Interne Revision sowie deren Verbände
370	IRM – „Institute of Risk Management“	UK	Andere
371	Istituto per il Governo Societario-Corporate Governance Institute	IT	Andere
372	Italian Banking Association	IT	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
373	JRBH Board Consulting	UK	Andere
374	Lake Isle M&A Incorporated and Innisfree M&A Incorporated	IV	Andere
376	Law Society of England and Wales	UK	Rechtsberatungsunternehmen und Secretaries sowie deren Verbände
379	MEDEF – „Mouvement des Entreprises de France“	FR	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
380	Mittelstandsverbund	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
381	Mol PLC	HU	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
383	NASDAQ OMX Group	US	Andere
384	NFU – „Nordic Financial Unions“	SE	Andere
385	NSFM – „Network for Sustainable Financial Markets „	IV	Andere
386	Österreichischer Gewerkschaftsbund	AT	Andere
387	PBA – „Polish Bank Association“	PO	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
390	QCA – „Quoted Companies Alliance“	UK	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
391	SBA – „State Board of Administration of Florida“	US	Versicherungen und Vorsorgeinstitutionen sowie deren Verbände
392	Scotland Europa	UK	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
394	Siemens	DE	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
395	SIFA – „Swedish Investment Fund Association“	SE	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
396	SSGA – „State Street Global Advisors“	UK	Fondsmanagementunternehmen sowie deren Verbände
397	Standard Chartered	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
398	Swedish Bankers Association	SE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
399	Transparency International	IV	Sonstige Verbände, Komitees und Foren

400	UEAPME – „Union Europeene de l' Artisanat et des Petites et Moyennes Enterprises“	EV	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
401	UKSIF – „The sustainable investment and finance association“	UK	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
402	Unicredit group	IT	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände
403	VEB NCVB	NL	Sonstige Verbände, Komitees und Foren
404	VNONCW	NL	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
405	Wirtschaftskammer Österreich	AT	Andere Unternehmen sowie deren Verbände
406	Zentralen Kreditausschuss	DE	Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie deren Verbände



## Anhang 2: Abstract

Am 5.4.2011 veröffentlichte die Europäische Kommission ein Grünbuch mit dem Titel „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“. Der Hintergrund liegt in der wachsenden Bedeutung der sozialen Verantwortung der europäischen Unternehmen gegenüber ihrer Belegschaft und der außenstehenden Gesellschaft, weshalb es notwendig erscheint, die Führungs- und Kontrollmechanismen der Unternehmen näher zu untersuchen. Zu diesem Zweck sollte eine öffentliche Konsultation zu vordefinierten Fragen eingeleitet werden, um dadurch die Wirksamkeit des derzeitigen Corporate Governance-Rahmens für europäische Unternehmen zu bewerten und die Einführung eines einheitlichen Rahmenwerks auf europäischer Ebene zu diskutieren. Der vorliegende Themenbereich des aktuellen Grünbuchs wird jedoch von Seiten der Europäischen Kommission nicht zum ersten Mal aufgegriffen. Zwei vorangegangene Grünbücher im Jahr 2010 fokussierten sich bereits auf den Bereich der Corporate Governance. Jedoch richteten sich diese Diskussionspapiere an spezifische Marktakteure des Wirtschaftslebens, weshalb eine Untersuchung der Corporate Governance im Allgemeinen für alle Anwender von Seiten der Europäischen Kommission als notwendig erachtet wurde. In diesem Zusammenhang wurde ein Katalog mit 25 Fragen erstellt, welche die Schwerpunkte auf den Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat, Aktionäre und den comply or explain-Ansatz legte.

Die vorliegende Masterarbeit behandelt die Rolle des Aktionärs in einem Unternehmen und die Effektivität des comply or explain-Ansatzes, weshalb sich die Analyse bzw. Auswertung der Stellungnahmen auf die Fragen 13-25 beschränkt. Die Anzahl der zu analysierenden Stellungnahmen betrug 346. Um hierbei eine effektivere Untersuchung zu ermöglichen, wurden die Stellungnehmenden in neun homogene Gruppen unterteilt. Dies ermöglicht die Betrachtung der einzelnen Problemstellungen aus den Blickwinkeln der unterschiedlichen Marktakteure und trägt zu einer besseren Vergleichbarkeit der Ansichten bei.

Die höchste Anteilnahme an der Konsultation verzeichnete mit 84 ST Großbritannien. Die europäischen Vereinigungen und Deutschland komplettieren mit 38 ST bzw. 36 ST noch das obere Feld. Die Gruppe Andere Unternehmen sowie deren Verbände führte in diesem Zusammenhang

mit 69 ST die Statistik über die Anzahl der Stellungnahmen nach Kategorien an. Die Fragen 24 und 25, welche den Schwerpunkt auf den comply or explain-Ansatz legen, wurden im Zuge der Konsultation durch die Stellungnehmenden am häufigsten beantwortet. Jedoch ist an dieser Stelle anzumerken, dass eine generell zustimmende oder ablehnende Tendenz zum vorliegenden Grünbuch nach Auswertung der Stellungnahmen nicht erkennbar ist. Die Grundstimmung scheint eher ausgeglichen zu sein. Bereiche wie die Erhöhung der Transparenz innerhalb der Aktivitäten der Stimmrechtsvertreter (Frage 21) und die Einführung von Mechanismen zur Erleichterten Identifizierung der Aktionäre durch ihre Emittenten nahmen die Stellungnehmenden überwiegend positiv auf. Andere Schwerpunkte, wie die Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern (Frage 23) und die Einführung von Aufsichtsbehörden zur besseren Überprüfung der Informationsqualität der Erläuterungen bei den Corporate Governance-Berichterstattungen (Frage 25), wurden hingegen kategorisch abgelehnt. Es ist abzuwarten, in wieweit das vorliegende Grünbuch und die vorgeschlagenen Initiativen zu weiteren Maßnahmen von Seiten der Europäischen Kommission führen. Eine weitere Konsultation über die Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts, welches direkt mit der Corporate Governance im Allgemeinen zusammenhängt, wurde bereits Anfang des Jahres gestartet. Jedoch sind entsprechende Gesetzesentwürfe von Seiten der Europäischen Kommission erst mit Ende des Jahres 2012 bzw. Anfang des Jahres 2013 zu erwarten.

## Anhang 3: Curriculum Vitae

### LEBENS LAUF

#### Persönliche Daten:

Name: Jim Brito  
Geburtsort: Wien  
Geburtsdatum: 30.11.82  
Staatsangehörigkeit: Österreich

#### Ausbildung:

2010-2012                      Masterstudium der Betriebswirtschaft, Universität Wien  
Spezialisierungen:            Betriebswirtschaftslehre der Finanzdienstleistungen  
Externe Unternehmensrechnung  
Masterarbeit:                Das Grünbuch ‚Europäischer Corporate Governance-Rahmen‘: Auswertung der Stellungnahmen zum zweiten Teil

2006-2010                    Bakkalaureatsstudium der Betriebswirtschaft, Universität Wien  
Spezialisierungen:            Finanzmanagement  
Marketingmanagement  
Organisation- und Personalmanagement  
Produktionsmanagement  
Rechnungslegung  
Bakkalaureatsarbeiten:      Wirkt sich Ihr Netzwerkverhalten auf Ihre Karrierechancen aus?  
Fallstudie Unternehmensanalyse – Energie & Versorgungsunternehmen Christ Water Technology AG

2004-2006                    Bundeshandelsakademie-Abschluss für Berufstätige, Wien 12

2001-2002                    Bundeshandelsschule-Abschluss für Berufstätige, Wien 12

1997-2001                    Bundeshandelsakademie, Wien 12

1993-1997                    Bundesrealgymnasium, Wien 12

1989-1993                    Volksschule, Wien 12