



**BETTER FINANCE
FOR ALL**

The European Federation of Financial Services Users
Fédération Européenne des Usagers des Services Financiers



Standpunkt zum Aktionsplan der Europäischen Kommission „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“

19. April 2013

ID-Nummer im Transparenzregister: 24633926420-79



The European Federation of Financial Services Users
76, rue du Lombard, 1000 Brussels - Belgium
Tel. (+32) 02 514 37 77 - Fax. (+32) 02 514 36 66
e-mail: info@betterfinance.eu - <http://www.betterfinance.eu>



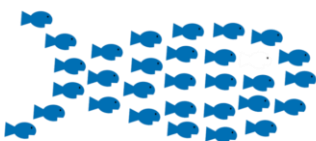
Zusammenfassung

EuroFinUse, der Europäische Verband der Nutzer von Finanzdienstleistungen, begrüßt den Aktionsplan „Corporate Governance“ der Europäischen Kommission. Über 20 Jahre lang und bis zum Übergang in EuroFinUse hat Euroshareholders die Entwicklung von Corporate Governance-Standards in der EU genau beobachtet und an ihrer Ausarbeitung mitgewirkt. Die Gespräche, die die Kommission mit einer Vielzahl von Stakeholdern im Hinblick auf diesen Aktionsplan aufgenommen hat, halten wir für einen wesentlichen Schritt in diesem Prozess: Dafür möchten wir der Kommission unser Lob aussprechen.

Im Bemühen, den Vorschlag zu ergänzen und den Aktionsplan zu verbessern, konzentrieren wir uns auf diejenigen spezifischen Punkte, die unseres Erachtens nicht berücksichtigt wurden:

- das Fehlen einer Antwort zu den Problemen bei der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsstimmrechten;
- die Durchsetzung einer angemessenen Behandlung der Stimmrechtsvertretung von nicht gewinnorientierten Organisationen;
- Identifikation der Aktionäre;
- spezifische Vorschläge, um das langfristige Engagement von privaten Anlegern und längere Haltezeiten von Aktien zu fördern (ohne dadurch kurze Haltezeiten zu benachteiligen, sofern diese notwendig sind).

Schließlich möchten wir insbesondere auf unser [Positionspapier zum Grünbuch zum Europäischen Corporate Governance-Rahmen](#), [unseren Standpunkt zum ESMA-Antrag auf Nachweis von Empty Voting](#) und unsere [Stellungnahme zum ESMA-Diskussionspapier über die Branche der Stimmrechtsberater](#) sowie – zur weiteren Information – unsere Ansichten zu Corporate Governance und Aktionärsrechten hinweisen.



EuroFinUse möchte zu den konkreten Vorschlägen Stellung nehmen, die von der Europäischen Kommission im Aktionsplan identifiziert wurden:

I. TRANSPARENZFRAGEN

- VIELFALT IN DEN Verwaltungsräten

Wir stimmen der Kommission bezüglich der Bedeutung von Vielfalt in den Verwaltungsräten („Boards“) zu. Dabei verstehen wir unter „Vielfalt“ dasselbe wie die Europäische Kommission: **Das Board sollte auf eine Vielzahl unterschiedlicher Kompetenzen seiner Mitglieder, ihren Aufgabenbereichen entsprechend, zurückgreifen können (u. a. Kenntnis der Kapitalmärkte, Aktionärsbeziehungen, Fragen zu rechtlichen und steuerlichen Belangen, zu Abschlussprüfungen).** Gleichzeitig tritt EuroFinUse für einen größeren Frauenanteil in Verwaltungsräten ein, wie wir in [unserer Stellungnahme zur Konsultation der Europäischen Kommission über das vorherrschende Ungleichgewicht zwischen den Geschlechtern in Führungsgremien von Unternehmen in der EU](#) hervorgehoben haben. Wir unterstützen im Allgemeinen sensible Maßnahmen, die einen größeren Anteil von Frauen in Boards zum Ziel haben, da wir der Ansicht sind, dass weiterhin Barrieren existieren, die Unternehmen daran hindern, die Talente von Frauen umfassend zu nutzen (selbstverständlich unter der Voraussetzung, dass die Bewerberinnen die dem Profil entsprechenden Fertigkeiten und Fähigkeiten mitbringen). Wir würden jedoch moderate, unternehmensbasierte Regulierungsansätze bevorzugen, die den Unternehmen Flexibilität gewähren, soweit sie das erwartete Ergebnis erzielen.

- BOARDSTRUKTUR

EuroFinUse ist sich bewusst, dass in der EU verschiedene Governance-Modelle bestehen¹. Eine diesbezügliche EU-weite Harmonisierung scheint uns nicht angebracht zu sein, da sich die verschiedenen Governance-Modelle nach den wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen der jeweiligen EU-Mitgliedstaaten richten.

Die Beteiligung von Nominierungsausschüssen an der Wahl des Boards (und weniger Beschränkungen bei der Wahl seiner Mitglieder) könnte dazu beitragen, dass das oben genannte

¹ Das monistische System mit einem Board (z. B. Großbritannien); das dualistische System mit einem Vorstand und einem Aufsichtsrat (z. B. Deutschland); und ein gemischtes Modell, das Elemente beider Systeme kombiniert, bei denen zum Beispiel ein Aufsichtsrat die Mitglieder des Vorstands wählt (z. B. Dänemark).



Ziel einer größeren Vielfalt in den Boards erreicht werden kann. Dies könnte zumindest im einstufigen Corporate Governance-System angewandt werden.

Der Nominierungsausschuss sollte die Eignung jedes Kandidaten prüfen und sich der Frage widmen, wie der Gesamtvorschlag zu einem qualifizierten und diversifizierten Board führen kann.

- DEFINITION: „UNABHÄNGIGES MITGLIED DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG“

Ein wesentlicher Kritikpunkt ist das Fehlen einer rechtlichen Definition² und von objektiven Kriterien für die Definition der „Unabhängigkeit“ von Mitgliedern des Verwaltungsrats. Empfehlenswert wäre, sich über die allgemeine Bedeutung von „Unabhängigkeit“ von Mitgliedern des Verwaltungsrats zu einigen, da sich die verschiedenen Corporate Governance-Traditionen derzeit je nach Mitgliedstaat unterscheiden können. Eine diesbezügliche Definition findet in den USA bereits Anwendung (NASDAQ-Regel 4200 a (15)). Auf EU-Ebene gibt es dagegen nur die unverbindliche Empfehlung 2005/162/EG der Europäischen Kommission. Bisher haben wir bestimmte Probleme bei der Anwendung der Bedeutung der Unabhängigkeit von Mitgliedern des Verwaltungsrats in der EU identifiziert. In Frankreich zum Beispiel urteilt der Verwaltungsrat darüber, ob ein Kandidat unabhängig ist oder nicht; daher ist es möglich, dass der Vorstandsvorsitzende von Unternehmen A von Unternehmen B als unabhängig eingestuft wird und gleichzeitig der Vorstandsvorsitzende von Unternehmen B vom Board von Unternehmen A als unabhängig betrachtet wird. Eine EU-weite Lösung wäre unserer Ansicht nach überaus begrüßenswert, da die erforderlichen Fähigkeiten und Fertigkeiten, über die ein unabhängiges Verwaltungsratsmitglied verfügen sollte, EU-weit identisch sind und sich nicht auf die verschiedenen Governance-Systeme der EU-Mitgliedstaaten beziehen.

Zudem treten wir für die Einführung einer Höchstzahl von Mandaten für Mitglieder des Verwaltungsrats ein.

- IDENTIFIKATION DER AKTIONÄRE

Ein weiterer wesentlicher Punkt im Aktionsplan betrifft die Identifikation der Aktionäre. Dies ist eine entscheidende Frage im derzeitigen Post-MiFID-Szenario, das durch eine starke Fragmentierung der Kapitalmärkte und eine stetige Zunahme indirekter Kapitalbeteiligungen geprägt ist. Deshalb sollte ein Aktienregister nicht nur für die Unternehmensführung

² Mit Ausnahme von Ländern wie Großbritannien (Higgs-Bericht über nicht geschäftsführende Direktoren) und zu einem gewissen Grad Schweden (Vorschriften der OXM Nordic Exchange Stockholm und NGM).



börsennotierter Gesellschaften, sondern auch für Aktionären, Aktionärsvereinigungen und ihre repräsentativen Organisationen das verfügbar sein. Privaten Anlegern gegenüber wäre es äußerst unfair, vom Zugang zum Aktienregister ausgeschlossen zu werden, während nur die Unternehmensführung darauf zugreifen darf. Diese Situation könnte mit der von Wohnungseigentümern in einem Wohnblock verglichen werden, die nicht wissen, wer die anderen Miteigentümer im Wohngebäude sind.

Wir stimmen darin überein, dass eine namentliche Identifikation nicht notwendig sein sollte, solange der Aktionär mit seinem Aktienbestand unterhalb einer wesentlichen Schwelle bleibt (z. B. zwischen 0,5 % und 1 %)³. Unterhalb dieser Schwelle gehaltene Aktien sollten aus datenschutzrechtlichen Gründen jedoch nicht namentlich, sondern lediglich prozentual und anonym identifiziert werden.

- COMPLY OR EXPLAIN

Wir schließen uns den Analysen der Europäischen Kommission in Bezug auf den Grundsatz ‚comply or explain‘ für Corporate Governance-Kodizes an. Ferner stimmen wir zu, dass Unternehmen wesentlich genauer erklären müssen, warum sie den Empfehlungen für diese Kodizes keine Folge leisten. Aus unserer Sicht besteht enormer Spielraum bei der Verbesserung dieser Erklärungen. Wir schlagen die Einrichtung einer speziellen Website vor, auf der Informationen über die Entsprechenserklärungen bedeutender börsennotierter Unternehmen in der EU mit ihren jeweiligen nationalen Corporate Governance-Indizes bereitgestellt werden, da diese Angaben für grenzüberschreitende Anlageaktivitäten von entscheidender Bedeutung sind.

II. EINBEZIEHUNG VON AKTIONÄREN

- GRENZÜBERSCHREITENDE STIMMRECHTSAUSÜBUNG

Ferner möchten wir darauf hinweisen, dass die besonderen Beweise und Empfehlungen von EuroFinUse in der Studie [„Barriers to Shareholders Engagement - Report on CrossBorder Voting“](#) (Hindernisse bei der Einbeziehung von Aktionären – Bericht über die grenzüberschreitende Stimmrechtsvertretung) im Aktionsplan der Europäischen Kommission leider keine Berücksichtigung fanden (ähnliche Empfehlungen hatten wir bereits in unserem [Positionspapier über das Grünbuch zum Europäischen Corporate Governance-Rahmen gegeben](#)). Nach unserer Einschätzung schränken die Abstimmungsverfahren betreffend Aktien, die in anderen EU-Mitgliedstaaten ausgegeben werden, nicht nur die Ausübung der Aktionärsrechte ein, sondern verhindern unter bestimmten Umständen die Nutzung derartiger Rechte völlig. Dies ist nicht nur eine Frage der Corporate Governance oder der Aktionärsrechte, sondern stellt auch

³ Sofern in der Satzung des Emittenten nicht die Identifikation jedes einzelnen Aktionärs vorgeschrieben ist, was bei einigen großen börsennotierten Unternehmen in Frankreich der Fall ist.



für den EU-Binnenmarkt eine ernsthafte Bedrohung dar. Wir sind daher enttäuscht, dass derart grundlegende Fragen im Aktionsplan vernachlässigt wurden, hoffen aber, dass im künftigen Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Wertpapierrechterichtlinie die in unserer Studie angeführten Beweise genutzt werden.

Dieses Problem könnte unseres Erachtens zumindest zum Teil in Angriff genommen werden, wenn die einzigartigen Merkmale der Stimmrechtsvertretung von nicht gewinnorientierten Organisationen anerkannt würden: Aktionärsvereinigungen nutzen solche Mechanismen, um Kleinaktionären kostenlos Abstimmungsempfehlungen zu geben. Stimmrechtsvertreter sollten daher – wie im EU-Aktionsplan vorgeschlagen – von den größten Anforderungen, wie zum Beispiel der obligatorischen Offenlegung der Stimmempfehlungen für jede einzelne Hauptversammlung, befreit werden. Zu diesem Zweck möchten wir auf die Stellungnahme der Securities and Markets Stakeholder Group der ESMA zum Diskussionspapier über Stimmrechtsberater⁴ hinweisen: In Punkt 4 und 10 der Stellungnahme wird eine Unterscheidung zwischen gewinnorientierten und nicht gewinnorientierten Agenturen für Stimmrechtsvertretungen gefordert und eine Reduzierung der von nicht gewinnorientierten Agenturen für Stimmrechtsvertretungen zu tragenden Befolgungskosten nahegelegt.

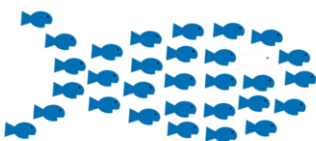
- „SAY ON PAY“

EuroFinUse bestätigt, dass die Vergütung einiger Vorstände und Führungskräfte in einer Auswahl börsennotierter Großunternehmen in der EU unangemessen hoch ist. Diese übertriebene Praxis lässt sich anhand zahlreicher Beispiele belegen, wie der „Aktionärsfrühling“ erst vor Kurzem aufgezeigt hat.

Wir sind vor allem vom allgemeinen Vergütungsgrundsatz „no reward for failure“ (keine Belohnung für Versagen) überzeugt. Sobald dieser Grundsatz Beachtung findet, sollte die Vergütung von Vorständen und Spitzenführungskräften nach unserer Ansicht in bestimmter Hinsicht flexibel sein, sofern einige Bedingungen erfüllt werden:

- ✓ bindendes Votum der Hauptversammlung über die gemeinsame Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Spitzenführungskräften;
- ✓ bindendes Votum der Hauptversammlung über die Vergütungsstruktur für Vorstandsmitglieder und Spitzenführungskräfte;
- ✓ Votum (gegebenenfalls bindend) der Hauptversammlung über die individuelle Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Spitzenführungskräften;

⁴ <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-smsg-25.pdf>



- ✓ Festlegung von Vergütungsgrenzen für Vorstandsmitglieder und Spitzenführungskräfte;
- ✓ Deckelung von „Goldenen Fallschirmen“, „Goldenen Handschlägen“ und anderen vergleichbaren Vergütungsformen für Vorstandsmitglieder und Spitzenführungskräfte.

Nach unserem Verständnis ist die Offenlegung in jedem Fall der erste notwendige Schritt, bevor die oben genannten Punkte umgesetzt werden können.

Ferner sind wir der Ansicht, dass es sogar für den Fall, dass das Votum der Hauptversammlung nicht bindend ist, für Aktionäre durchaus angebracht sein kann, insbesondere über die Vergütungspolitik und die Gesamtvergütung der Unternehmensführung und gegebenenfalls auch über individuelle Vergütungen und Boni für jedes Mitglied der Unternehmensführung abzustimmen.

- LANGFRISTIGES ENGAGEMENT INSTITUTIONELLER ANLEGER

EuroFinUse stimmt den Analysen der Europäischen Kommission in Bezug auf die Notwendigkeit einer stärkeren Einbeziehung von institutionellen Anlegern zu. Private Anleger sind unseres Erachtens in der Regel als langfristige Anleger zu betrachten. Gründe hierfür sind die hohen Gebühren für den Handel mit Aktien (u. a. Kosten für die Suche, Brokerprovisionen) und die häufig langfristigen Anlageziele privater Anleger, wie Altersvorsorge, Bildung der Kinder und Wohnungsbau. Es gibt daher genügend Anreize für fundierte Entscheidungen, die letzten Endes zu längerfristigen Aktienanlagen führen. Institutionellen Anlegern fehlen jedoch möglicherweise Anreize für Investitionen in Unternehmen, da sie unter Umständen auf kurzfristige Vorteile bedacht sind und kurzfristige Anlagestrategien verfolgen. Viele Großaktionäre, die langfristige Anlagen tätigen, wie zum Beispiel Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Investmentfonds, verhalten sich nicht wie engagierte Aktionäre und sind kaum aktiv. Dieses Thema ist für uns entscheidend, da insbesondere ihr Gewicht in der Eigentümerstruktur im Allgemeinen groß ist, sie aber ihre Fähigkeit, die Entwicklung des Unternehmens zu beeinflussen, nicht nutzen.

Andererseits haben wir den Eindruck, dass zumindest ein Teil der institutionellen Anleger ihre treuhänderischen Pflichten gegenüber den Begünstigten oder Kunden nicht ordnungsgemäß wahrnehmen. Daher sind alle Transparenz schaffenden Maßnahmen geeignet, die eine sachliche Leistungsbeurteilung ihres Managements ermöglichen. Die vollständige Offenlegung ihrer Abstimmungspolitik könnte entscheidend zu einer besseren Erfüllung der treuhänderischen Pflichten beitragen. Die Ausübung der Stimmrechte auf Hauptversammlungen ist zudem eine Grundvoraussetzung, um diesen treuhänderischen Pflichten nachzukommen. Durch die allgemeine Offenlegung könnte dies verbessert werden. Wir würden es begrüßen, wenn institutionelle Anleger verpflichtet wären, ihre Stimmrechte in Bezug auf alle Aktien in ihren



Portfolios auszuüben und wenigstens ihre Kunden oder die Begünstigten über die Ausübung derartiger Stimmrechte informieren müssten.

- KONKRETE POLITISCHE VORSCHLÄGE ZUR EINBEZIEHUNG VON AKTIONÄREN

Zu unserer Überraschung umfasst der Aktionsplan keine konkreten Vorschläge, um die durchschnittliche Haltezeit von Anteilen zu verlängern. Wenn wir uns mit der „Einbeziehung von Aktionären“ befassen, ist klar, dass nur Aktionäre, die für einen bestimmten Zeitraum im Unternehmen bleiben, einen gewissen Anreiz verspüren, die Unternehmensführung zu beobachten und allgemein ein ernsthaftes Interesse an der langfristigen Leistungsfähigkeit des Unternehmens haben. EuroFinUse vertritt daher die Ansicht, dass spezifische Maßnahmen, die darauf abzielen, die durchschnittliche Haltezeit von Aktien zu verlängern, dem System insgesamt förderlich wären.

Unsere Mitglieder diskutierten einige Vorschläge, langfristigen Aktionären⁵ ein doppeltes Stimmrecht oder eine höhere Dividende⁶ zu gewähren. Initiativen dieser Art sollten mit den Diskussionen abgestimmt werden, die derzeit von der Europäischen Kommission über langfristige Anlagen geführt werden⁷.

Manche unserer Mitglieder stellen sich jedoch aus mehreren Gründen die Frage, ob diese Maßnahmen geeignet sind: Erstens würde ein doppeltes Stimmrecht gegen einen wesentlichen Grundsatz der Corporate-Governance verstoßen: „eine Aktie, eine Stimme“⁸. Zweitens könnten höhere Dividendenzahlungen für engagierte Aktionäre indirekt kurzfristige Anlagen benachteiligen, die nach unserem Verständnis notwendig sind, um die Liquidität von emittierenden Gesellschaften sicherzustellen. Durch beide Maßnahmen könnte zudem der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre gefährdet sein, der unseres Erachtens immer zu beachten ist.

⁵ Mehrere bedeutende französische Emittenten belohnen Aktionäre, die ihre Aktien mindestens zwei Jahre halten, mit einer höheren Dividende.

⁶ In unserer Stellungnahme zur [Konsultation der Kommission über OGAW und langfristige Investitionen haben wir auf diese Möglichkeit hingewiesen](#)

⁷ Initiativen dieser Art scheinen sich leider viel stärker auf institutionelle Anleger zu konzentrieren und die mögliche Rolle, die private Aktionäre und andere private Anleger bei langfristigen Investitionen spielen können, zu vernachlässigen.

⁸ Dagegen erhalten in Frankreich Aktionäre unter bestimmten Voraussetzungen ein doppeltes Stimmrecht.



Es sollten daher andere Maßnahmen untersucht werden. Ein Beispiel wäre, engagierten Aktionären bei der Wahl von Nominierungsausschüssen, die Mitglieder für die Zusammensetzung des Boards vorschlagen, eine wichtige Funktion einzuräumen.

Aktionäre sollten auf Wunsch die Möglichkeit zur aktiven Mitwirkung an der Vorbereitung von Hauptversammlungen erhalten, um diese auf die Bedürfnisse und Interessen der Aktionäre auszurichten. In einigen Ländern wird diese Praxis bereits mittels Aktionärsausschüssen angewandt. Dies ist eine der Maßnahmen, die es umzusetzen gilt, da die Eigentumsstruktur von Unternehmen zu Unternehmen ganz unterschiedlich sein und sich daher auf die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre auswirken kann.

Schließlich sollte es Aktionären auch möglich sein, auf Hauptversammlungen Beschlüsse zur Abstimmung vorzulegen, sofern sie von mindestens 100 Aktionären eingereicht werden.

.