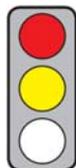


KERNPUNKTE

Ziel des Grünbuchs: Die Kommission möchte die Corporate-Governance-Regeln überarbeiten.

Betroffene: Unternehmen, Aufsichts- und Verwaltungsräte sowie Aktionäre.



Pro: Mehr Transparenz bei der Vergütungsstruktur börsennotierter Unternehmen und bei den Aktivitäten von Vermögensverwaltern und Beratern erleichtert die Ausübung der Aktionärsrechte.

Contra: (1) Die Annahme der Kommission, kurzfristiges oder risikobehaftetes Denken sei generell nachteilig, verkennt die Funktionsbedingungen der marktwirtschaftlichen Ordnung.

(2) Ausländer- und Frauenquoten greifen in die Eigentumsrechte der Aktionäre ein und verstoßen gegen das Subsidiaritätsprinzip.

(3) Der Ausschluss der Mehrheitsaktionäre bei der Genehmigung bedeutender Geschäfte, an denen sie beteiligt sind, ist ein Eingriff in das Grundrecht auf Eigentum (Art. 17 ChGR).

(4) Die behördliche Überwachung der Governance-Erklärungen untergräbt das auf Entscheidungsfreiheit basierende Prinzip des „comply or explain“.

INHALT

Titel

Grünbuch KOM(2011) 164 vom 5. April 2011: Europäischer **Corporate Governance-Rahmen**

Kurzdarstellung

► Allgemeines

- „Corporate Governance“ bezeichnet das System der Führung und Kontrolle eines Unternehmens und die Beziehungen der Leitungsgremien zueinander und zu den Aktionären sowie des Unternehmens zur Öffentlichkeit. Leitungsgremien sind entweder Vorstand und Aufsichtsrat oder der Verwaltungsrat.
- Laut Kommission zielen Fragestellungen über die Corporate-Governance auf die Trennung zwischen Kapitalbesitz und ausgeübter Kontrolle ab.
- Kurzfristiges Denken und übermäßig riskantes Handeln gefährden laut Kommission ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und die Finanzmarktstabilität. Die Kommission will diese Gefährdung durch strengere Corporate-Governance-Regeln eindämmen. Dazu diskutiert sie im Grünbuch unterschiedliche Ansätze und richtet einen [Fragenkatalog](#) an die Öffentlichkeit darüber, ob und wie der Corporate-Governance-Rahmen verbessert werden sollte.
- Auf EU-Ebene gibt es keinen einheitlichen Corporate-Governance-Kodex. Für börsennotierte Unternehmen finden sich einzelne Bestimmungen in verschiedenen Richtlinien und Empfehlungen (s. [Anlage](#)).
- Die Kommission fragt grundsätzlich, ob und wie auf EU-Ebene
 - zwischen großen Unternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) unterschieden werden sollte und
 - Corporate-Governance-Regeln auch für nichtbörsennotierte Unternehmen eingeführt werden sollten.
- Die Kommission geht auf vier Themen ein:
 - Corporate-Governance-Regeln für Aufsichtsräte,
 - Vergütung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern,
 - Beteiligung der Aktionäre an der Corporate Governance und
 - Überwachung und Umsetzung von Corporate-Governance-Kodizes.

► Corporate-Governance-Regeln für Aufsichtsräte

– Aufgaben und Zuständigkeiten

Die Kommission regt an, die Aufgaben und Zuständigkeiten des Aufsichtsratsvorsitzenden genau zu definieren und von denen des Vorsitzenden der Geschäftsführung abzugrenzen.

– Diversitätsstrategien

- Die Unternehmen sollten umfassende „Diversitätsstrategien“ entwickeln, um den Anteil der Frauen und der Ausländer in Aufsichtsräten zu erhöhen. In den Aufsichtsräten der großen börsennotierten Unternehmen sind EU-weit nur 12% Frauen und 29% Ausländer.
- Die Diversitätsstrategien sollten Quoten oder Ziele für Frauen und Ausländer enthalten.
- Die Diversitätsstrategien sollten zudem
 - Ausbildungsmöglichkeiten für Frauen vorsehen, die diese auf Führungspositionen vorbereiten,
 - „Frauen bei der Kontakt- und Beziehungspflege fördern“ und
 - die berufliche Entwicklung von Frauen anleiten.
- Die Kommission lässt offen, ob die Diversitätsstrategien verbindlich sein sollen. Sie will die Aufsichtsräte aber zumindest dazu verpflichten, über die Einführung von Diversitätsstrategien zu diskutieren und ihre Beschlüsse für oder gegen solche Strategien zu veröffentlichen.

– Mandatshäufung

Die Anzahl der Aufsichtsratsmandate sollte unter Berücksichtigung der sonstigen beruflichen Tätigkeit der Betroffenen und der Unternehmensstruktur begrenzt werden.

– Beurteilung der Aufsichtsräte

- Die Kommission befürwortet eine Beurteilung des Aufsichtsrats durch einen externen „Vermittler“.
- Die Beurteilung sollte insbesondere eingehen auf
 - die Zusammensetzung und Organisation des Aufsichtsrates,
 - die Kompetenz und Leistung der einzelnen Mitglieder und der Ausschüsse,
 - die Qualität und Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen sowie
 - die Zusammenarbeit mit der Unternehmensführung.

– Risikomanagement

Der Aufsichtsrat sollte die Risikopolitik eines Unternehmens durch Vorgabe eines Rahmens „von oben herab“ (S. 12) definieren sowie dessen Einhaltung überwachen und verantworten.

► Vergütung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern

- Die Mitgliedstaaten haben die in der Empfehlung zur Vergütung der Unternehmensleitung [K(2009) 3177; s. [CEP-Analyse](#)] genannten Probleme „nicht angemessen gelöst“ (S. 11). Die Kommission verlangt, wie schon in der Empfehlung, insbesondere folgende Pflichten für börsennotierte Unternehmen:
 - Offenlegung der Vergütungspolitik und der Vergütung der Vorstände und Aufsichtsräte,
 - Einrichtung eines unabhängigen Vergütungsausschusses,
 - Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik und
 - Vergütungsvereinbarungen, die zu „Leistung“ und „langfristiger Wertschaffung“ anregen.

► Beteiligung der Aktionäre an der Corporate Governance

– Engagement der Aktionäre

- Viele Aktionäre befürworten hohe unternehmerische Risiken, weil sie von Gewinnen stets profitieren, von Verlusten aber nur betroffen sind, wenn das Eigenkapital „nichts mehr wert ist“ (S. 12).
- Die Aktionäre sollten sich – im Dialog mit dem Aufsichtsrat und über ihre Stimmrechte – für langfristige Renditeziele einsetzen.
- Die Kommission fragt, welche Vorschriften kurzfristiges Denken begünstigen und wie diese Vorschriften überarbeitet werden könnten.
- Die Kommission kritisiert eine mangelnde Transparenz des Engagements der institutionellen Anleger. Sie will einen „Transparenzrahmen“ (S. 13) schaffen, der die institutionellen Anleger zwingt, ihre Stimmrechtspolitik und deren Einhaltung zu veröffentlichen.

– Rolle der Vermögensverwalter

- Die Kommission versteht unter „Vermögensverwaltern“ Personen und Unternehmen, die die Vermögen der institutionellen Anleger anlegen und verwalten.
- Die Kommission kritisiert, dass Vermögensverwalter die Ausübung der Stimmrechte für die von ihnen verwalteten Aktien insbesondere dann nicht veröffentlichen, wenn sie mit dem fraglichen Unternehmen Geschäftsverbindungen unterhalten.
- Die branchenübliche Vergütungs- und Anreizstruktur der Vermögensverwalter führt laut Kommission zu Streben nach kurzfristigen Gewinnen, „schlechter Preisbildung“ und starken Kursschwankungen.
- Für die Kommission steht das kurzfristige Denken der Vermögensverwalter im Widerspruch zu den Interessen langfristig orientierter institutioneller Anleger. Sie diskutiert, ob und wie ein Interessenausgleich vorgenommen werden könnte, beispielsweise durch gemeinsam erstellte Anlagegrundsätze.
- Die Kommission befürwortet zudem mehr Transparenz hinsichtlich der Strategien, der Kosten und der Rendite des Engagements der Vermögensverwalter. Sie erhofft sich davon eine bessere Kontrolle der Vermögensverwalter durch die langfristig orientierten institutionellen Anleger.

– Berater für die Stimmrechtsvertretung und für Corporate Governance („Proxy advisors“)

- Die Kommission hat Verständnis dafür, dass sich institutionelle Anleger mit hoch diversifiziertem Portfolio bei der Stimmrechtsvertretung beraten und vertreten und dass sich Unternehmen bei der Beachtung der Corporate Governance unterstützen lassen. Diese Dienstleistungen erbringen externe Beratungsgesellschaften („Proxy advisors“).
- Die Kommission warnt vor Interessenkonflikten, wenn der für einen Anleger tätige Berater
 - Abstimmungsempfehlungen zu Anträgen abgeben soll, die von einem anderen seiner Kunden eingereicht wurden, oder
 - gleichzeitig als Corporate-Governance-Berater für das Unternehmen tätig ist, dessen Aktien gehalten werden.
- Die Kommission fordert mehr Transparenz, insbesondere durch die Offenlegung von Interessenkonflikten und der Konfliktbewältigungsstrategie. Sie fragt, ob die gleichzeitige Beratung von Unternehmen und Aktionären dieser Unternehmen untersagt werden sollte.
- Die Kommission kritisiert mangelnden Wettbewerb unter den „Proxy advisors“, allerdings ohne eine Lösung anzubieten.

– Identifizierung der Aktionäre

Die Kommission diskutiert, ob ein System eingeführt werden soll, mit dem Emittenten ihre Aktionäre automatisch identifizieren können. Sie erhofft sich davon eine bessere Kommunikation zwischen Unternehmen und Aktionären.

– Schutz von Minderheitsaktionären

- Die Kommission will Minderheitsaktionäre besser schützen und nennt folgende Möglichkeiten:
 - Minderheitsaktionären könnten „einige Sitze“ im Aufsichtsrat vorbehalten werden,
 - Bewertung der Geschäftsbeziehungen des beaufsichtigten Unternehmens zu Personen oder Unternehmen, die in einem „Näheverhältnis“ zu Aufsichtsratsmitgliedern stehen, durch einen unabhängigen Sachverständigen und
 - Genehmigungspflicht besonders „bedeutender Geschäfte“ (S. 20) durch die Hauptversammlung, unter Umständen auch unter Ausschluss der an diesen Geschäften beteiligten Mehrheitsaktionäre.

– Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern

Die Kommission unterstellt ein Interesse der Arbeitnehmer an der langfristigen Entwicklung des Unternehmens und fragt nach Möglichkeiten zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern.

► Überwachung und Umsetzung von Corporate-Governance-Kodizes

- Die Kommission bekräftigt den Grundsatz des „comply or explain“: Der Corporate-Governance-Kodex ist einzuhalten, oder es ist eine Governance-Erklärung abzugeben, warum er nicht eingehalten wurde.
- Die Kommission hält über 60% der Governance-Erklärungen für nicht ausreichend. Sie will deshalb
 - festlegen, dass die Governance-Erklärungen unter Art. 2 Abs. 1 lit. k der Transparenz-Richtlinie (2004/109/EG) fallen, damit sie der Kontrolle durch die Überwachungsbehörden unterliegen;
 - die Unternehmen verpflichten zu erläutern, warum vom Corporate-Governance-Kodex abgewichen und welche Lösung stattdessen gewählt wurde.

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Kommission geht auf Fragen der Subsidiarität nicht ein.

Politischer Kontext

Das Grünbuch knüpft an die Binnenmarktakte [KOM(2010) 608; s. [CEP-Analyse](#)] an, in der die Kommission forderte, dass die Unternehmen gegenüber ihren Anteilseignern und Beschäftigten sowie der Gesellschaft insgesamt mehr Verantwortung übernehmen müssten. Die Frauenquote wird schon länger von der EU-Kommission gefordert. Zuletzt wurde sie in der Strategie für die Gleichbehandlung von Frauen und Männern 2010–2015 [KOM(2010) 491; s. [CEP-Analyse](#)] angekündigt.

Politische Einflussmöglichkeiten

Zuständige Generaldirektion: GD Binnenmarkt und Dienstleistungen

Konsultationsverfahren: Jeder Bürger darf Stellung nehmen. Das [Verfahren](#) endet am 22. Juli 2011.

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Ordnungspolitische Beurteilung

EU-weite Corporate-Governance-Regeln sind zweischneidig. Sie verbessern zwar die grenzüberschreitende Mobilität des Kapitals. Denn die Unkenntnis über divergierende Regeln in anderen Mitgliedstaaten kann dazu führen, dass Aktionäre ihr Engagement auf den ihnen bekannten Heimatmarkt beschränken. Allerdings werden sie den unterschiedlichen historischen, rechtlichen und sozio-ökonomischen Besonderheiten nicht annähernd so gerecht wie die in jahrelanger praktischer Erfahrung entwickelten nationalen Corporate-Governance-Kodizes.

Die Kommission sieht den Hauptgrund für Corporate-Governance-Regelungen in der Trennung von Geschäftsführung, deren Kontrolle und Unternehmenseigentum. Gerade bei inhabergeführten, kleinen und mittleren sowie nichtbörsennotierten Unternehmen ist diese Trennung jedoch nicht die Regel. Damit besteht kein Grund für eine Ausweitung der Regelungen auf diese Unternehmen.

Die Kommission beschreibt kurzfristiges oder risikobehaftetes Denken generell als nachteilig. Das ist zu pauschal. **In marktwirtschaftlichen Ordnungen sind die Fähigkeit zu kurzfristig wirksamen Entscheidungen und eine positive Einstellung zum Risiko von zentraler Bedeutung**, um sich an Marktveränderungen anzupassen und knappe Ressourcen in Bereiche zu lenken, die ein hohes Zukunftspotential besitzen. Dies bedingt zwangsläufig Unsicherheit.

„Diversitätsstrategien“ zur Erhöhung des Frauen- und Ausländeranteils stellen, zumindest wenn sie verbindlich sind, **einen Eingriff in die Eigentumsrechte der Aktionäre dar**. Diese allein haben zu bestimmen, welchen Personen sie die Überwachung ihres Unternehmens anvertrauen. Eine Quotenregelung für weibliche und ausländische Aufsichtsratsmitglieder wäre ordnungspolitisch verfehlt, da jede Position mit dem am besten geeigneten, verfügbaren Bewerber zu besetzen ist. Eine Quotenregelung läuft dem zuwider, da sie die Auswahl an qualifizierten Bewerbern künstlich einschränkt.

Die behördliche Überwachung der Governance-Erklärungen untergräbt das auf Entscheidungsfreiheit beruhende Prinzip des „comply or explain“ von Corporate-Governance-Kodizes. Denn die Überwachung wird zu behördlicher Kritik führen, wenn eine Regelung nicht angewendet wird. Die Unternehmen geraten dadurch in einen unverhältnismäßigen Rechtfertigungsdruck, der faktisch auf eine Pflicht zur vollständigen Anwendung des Corporate-Governance-Kodex hinausläuft und dadurch gewollte Abweichungen unterbindet.

Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Höhere Transparenzanforderungen an die Vergütungsstruktur börsennotierter Unternehmen und an die Aktivitäten von Vermögensverwaltern und Beratern **erleichtern es den Anlegern, ihre Aktionärsrechte wahrzunehmen.**

Je transparenter die Vergütungspolitik, desto besser können die Aktionäre als Anteilseigner sie bewerten und ausschließen, dass von Vergütungsmodellen Anreize zur Übernahme ungewollter Risiken ausgehen. **Gesetzlich erzwungen werden sollte diese Transparenz aber nicht.** Unternehmen werben nämlich um das Kapital der Aktionäre und stehen darin mit anderen Unternehmen und anderen Formen der Kapitalanlage im Wettbewerb. Dieser Wettbewerb stellt sicher, dass börsennotierte Unternehmen Forderungen der Aktionäre nach umfassenden Informationen zur Vergütungspolitik auf lange Sicht nicht ignorieren können.

Mehr Transparenz hinsichtlich der Strategien, der Kosten und der Rendite des Engagements der Vermögensverwalter erleichtert es institutionellen Anlegern, den für sie passenden Vermögensverwalter auszuwählen. Zudem sinken durch die Verringerung des Informationsdefizits bei den institutionellen Anlegern die Transaktionskosten.

In der Tat können die Interessen der Vermögensverwalter und der langfristig orientierten institutionellen Anleger aufgrund der branchenüblichen Anreizstrukturen voneinander abweichen. Dieses Problem lässt sich durch transparentere Anreizstrukturen beseitigen. Gemeinsam erstellte Anlagegrundsätze vorzuschreiben, geht jedoch zu weit: Es würde die heutige Vielfalt der Anlagemöglichkeiten deutlich einschränken und damit potentielle Renditechancen zunichte machen.

Höhere Transparenzanforderungen an „Proxy advisors“, insbesondere die Pflicht zur Offenlegung möglicher Interessenkonflikte, erleichtern eine wirksame Kontrolle ihrer Stimmrechtsausübung.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Für die Forderung der Kommission, dass die Mitgliedstaaten die Vergütungsempfehlungen der EU umsetzen, fehlt eine rechtliche Grundlage. Denn die europäischen Verträge bieten keine Kompetenz zur Regelung von Entgeltfragen der Unternehmensleitung. Hier muss sich die EU auf unverbindliche Empfehlungen beschränken.

Für die meisten diskutierten Regelungen hat die EU indes eine Kompetenz. So können Regelungen zu Aktionärsrechten auf Art. 50 (Niederlassungsfreiheit) und Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) und eine Frauenquote auf Art. 157 Abs. 3 AEUV (Gleichbehandlung von Frauen und Männer) gestützt werden.

Subsidiarität

EU-Regelungen zu Ausländer- und Frauenquoten in Aufsichtsräten weisen keinen grenzüberschreitenden Bezug auf und **sind** deshalb **nicht mit dem Subsidiaritätsprinzip vereinbar.**

Verhältnismäßigkeit

Zur Zeit nicht absehbar.

Vereinbarkeit mit EU-Recht

Ein Ausschluss der Mehrheitsaktionäre bei der Genehmigung bedeutender Geschäfte wäre ein Eingriff in das von Art. 17 der Charta der Grundrechte (ChGR) geschützte Eigentumsrecht.

Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Der Ausschluss der Mehrheitsaktionäre bei der Genehmigung bedeutender Geschäfte greift zwar in das Grundrecht auf Eigentum (Art. 14 GG) ein. Dies ist jedoch wegen des von Art. 17 ChGR garantierte Eigentumsrecht unbeachtlich. Denn das Bundesverfassungsgericht verzichtet auf die Ausübung seiner Zuständigkeit, „solange der Europäische Gerichtshof (EuGH) einen Grundrechtsschutz gewährleistet, der dem des Grundgesetzes im Wesentlichen entspricht“ („Solange II“, 2 BvR 197/83; „Lissabon“, 2 BvE 2/08, 337).

Zusammenfassung der Bewertung

Mehr Transparenz bei der Vergütungsstruktur börsennotierter Unternehmen und bei den Aktivitäten von Vermögensverwaltern und Beratern erleichtert die Ausübung der Aktionärsrechte. Im übrigen sind die Erwägungen der Kommission abzulehnen: Transparenzanforderungen sollten nicht gesetzlich erzwungen werden. Die Annahme der Kommission, kurzfristiges oder risikobehaftetes Denken sei generell nachteilig, verkennt die Funktionsbedingungen der marktwirtschaftlichen Ordnung. Ausländer- und Frauenquoten greifen in die Eigentumsrechte der Aktionäre ein und verstoßen gegen das Subsidiaritätsprinzip. Der Ausschluss der Mehrheitsaktionäre bei der Genehmigung bedeutender Geschäftsbeziehungen greift in das Grundrecht auf Eigentum (Art. 17 ChGR) ein. Die behördliche Überwachung der Governance-Erklärungen untergräbt das auf Entscheidungsfreiheit basierende Prinzip des „comply or explain“.