

**Nr. 193**

**Daniela Weber-Rey**

**Corporate Governance in Europa:  
die Initiativen der EU-Kommission**

**2012**

**ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHES WIRTSCHAFTSRECHT**

**Vorträge und Berichte**

**Nr. 193**

herausgegeben von den Mitgliedern des Zentrums



**Daniela Weber-Rey**

Clifford Chance, Frankfurt a.M.

## **Corporate Governance in Europa: die Initiativen der EU-Kommission**

Referate im Rahmen der Vortragsreihe  
„Rechtsfragen der Europäischen Integration“

Bonn, den 21. November 2011

Copyright bei den Autoren

ausschließlich erhältlich beim Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht

[www.zew.uni-bonn.de](http://www.zew.uni-bonn.de)

Druck: Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

## Inhalt

<b>1. Entwicklungen in Europa</b>	<b>1</b>
<b>2. Überblick über die Grünbücher 2010 und 2011</b>	<b>6</b>
2.1 Finanzsektor	6
2.2 Börsennotierte Unternehmen	7
2.3 Relevanz der Finanzkrise	9
2.4 Ausweitung und Proportionalität	9
<b>3. Kernthemen des Grünbuchs 2010</b>	<b>11</b>
3.1 Anwendung der Corporate Governance-Grundsätze	11
3.2 Verwaltungsrat/Aufsichtsrat	11
3.3 Funktionen mit Risikorelevanz	12
3.4 Interessenkonflikte	12
3.5 Aufsichtsbehörden	13
3.6 Aktionäre	13
3.7 Externe Revisoren/Abschlussprüfer	13
3.8 Vergütung	14
<b>4. Kernthemen des Grünbuchs 2011</b>	<b>14</b>
<b>4.1 Verwaltungsrat/Aufsichtsrat</b>	<b>15</b>
4.1.1 Zusammensetzung des Aufsichtsorgans	15
4.1.2 Verbesserung der Arbeit des Aufsichtsorgans	17
4.1.3 Risiko Governance	19
<b>4.2 Aktionäre</b>	<b>21</b>
4.2.1 Engagement	21
4.2.2 Kurzfristiges Denken	22
4.2.3 Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	22

4.2.4	Interessenkonflikte	23
4.2.5	Zusammenarbeit zwischen Aktionären	23
4.2.6	Stimmrechtsberater ( <i>proxy advisor</i> )	24
4.2.7	Identifikation der Aktionäre	25
4.2.8	Schutz der Minderheitsaktionäre	25
4.2.9	Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern	26
<b>4.3</b>	<b>Comply or explain</b>	<b>26</b>
<b>4.4</b>	<b>Stellungnahmen des EU-Parlaments</b>	<b>27</b>
4.4.1	Allgemeine Erwägungen	28
4.4.2	Aufsichtsorgan	28
4.4.3	Aktionäre	29
4.4.4	Comply or Explain	30
<b>5.</b>	<b>Was bringt die EU als Nächstes?</b>	<b>30</b>
<b>5.1</b>	<b>Entwurf CRD IV</b>	<b>30</b>
<b>5.2</b>	<b>Konsultation zum Gesellschaftsrecht und weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene</b>	<b>32</b>
<b>5.3</b>	<b>Ausblick</b>	<b>32</b>

## 1. ENTWICKLUNGEN IN EUROPA

Die Entwicklung rund um das Thema Corporate Governance in Europa war vor der Finanzkrise von einer grundsätzlich anderen Haltung geprägt, als nach dieser. \*

Während die EU-Kommission 1999 für den Financial Services Action Plan der Überzeugung war, wegen der Globalisierung der Finanzmärkte auch europaweit für eine stärkere Harmonisierung sorgen zu müssen, herrschte unter Binnenmarktkommissar Charlie McCreevy für den Corporate Governance Action Plan aus dem Jahr 2003 die Überzeugung vor, dass Corporate Governance zu tief im Gesellschaftsrecht verankert und dieses in den Mitgliedstaaten zu unterschiedlich sei<sup>1</sup>, im Übrigen keine zwingende Notwendigkeit einer weitgehenden Harmonisierung bestehe und man sich daher auf einige wenige Ziele gesellschaftsrechtlicher Harmonisierung beschränken könne. Hinsichtlich der Corporate Governance setzte die EU-Kommission auf den Grundsatz *comply or explain*.

Lediglich in Bezug auf die Themen Vorstandsvergütung und Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern hat sich die EU-Kommission wenigstens zu Empfehlungen entschieden, also sanften Harmonisierungsdruck ausgeübt. Die Umsetzung der Empfehlungen, die in diesem Fall an die Mitgliedstaaten und nicht an die Unternehmen adressiert sind, wurde im Jahr 2010<sup>2</sup> untersucht und als ungenügend empfunden.

---

\* Die Ausführungen dieses Beitrags, ebenso wie des ihm zugrunde liegenden Vortrags, stellen ausschließlich die persönliche Ansicht des Verfassers dar und nicht die Auffassung der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex.

Meinen Kolleginnen Paula Tavares und Julia Wahls danke ich für die stete Unterstützung bei der Aufbereitung der Entwicklungen zur Corporate Governance auf EU-Ebene und auch der Vorbereitung des diesem Beitrag zugrundeliegenden Vortrags.

<sup>1</sup> Siehe hierzu bereits *Weber-Rey*, ECFR 2007, 370, 416; *Weber-Rey*, BOARD 2/2011, S. 70-73.

<sup>2</sup> Vgl. Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen - Bericht über die Umsetzung der Empfehlung 2009/385/EG der Kommission zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (Empfehlung zur Direktorenvergütung 2009) durch die EU-Mitgliedstaaten KOM(2010) 285 endg. (abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0285:FIN:DE:PDF>).

Im Jahr 2008 schlug die Finanzkrise mit aller Härte zu und traf in aller erster Linie den Finanzsektor. Eine Vielzahl von Analysen in Folge des Lehman-Zusammenbruchs im Herbst 2008 kam zu dem Ergebnis, dass Mängel in der Corporate Governance, insbesondere das Fehlen wirksamer Kontrollmechanismen, zwar nicht Auslöser, jedoch Treiber, also mitverantwortlich für die Finanzkrise waren<sup>3</sup>.

Es begann die Suche nach den Schuldigen. Obwohl Auslöser der Krise Fehlverhalten amerikanischer Investmentbanken war, getrieben von einer sehr lockeren Geldmarktpolitik der Federal Reserve Bank unter Alan Greenspan<sup>4</sup>, hat die EU-Kommission von Anfang an den Finanzsektor insgesamt als den Schuldigen ausgemacht, insbesondere Banken und Versicherungen – und dies, obwohl die letzteren keinen Anteil an der Auslösung der Krise oder ihrer Verbreitung hatten. Auch die Versicherung AIG, die vom amerikanischen Staat gerettet werden musste, ist ausschließlich wegen ihrer unkontrollierten Abstecker in dem Investmentbanking nahestehende Bereiche in Schwierigkeiten geraten, nicht aber wegen ihres gesunden Kerngeschäfts um die Versicherungen. Es wurde der Begriff der 'Finanzinstitute' geprägt, der Banken und Versicherungen umfasste und Gegenstand eigenständiger Corporate Governance bezogener Regulierung wurde. Sehr spät erst haben die Versicherungen erkannt, welche Implikationen diese neue Definition für sie haben würde. Sie haben sich erst gewehrt, als eine Umkehr nur noch

---

<sup>3</sup> Vgl. u.a. *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU – De Larosière Report* vom 25.2.2009, (abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf)); *Ricol-Report – Report on the Financial Crisis Mission*, September 2008 (abrufbar unter: [http://www.norea.nl/Sites/Files/000023746\\_080900\\_Ricol\\_Final\\_Report.pdf](http://www.norea.nl/Sites/Files/000023746_080900_Ricol_Final_Report.pdf)); *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience (Draghi-Report)* vom 7.4.2008 (abrufbar unter: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf)).

<sup>4</sup> Vgl. z.B. den Beitrag von *Conrad Mattern* für *Die Zeit* vom 4.5.2009 (abrufbar unter: <http://www.zeit.de/online/2008/48/boers-o-meter-rettungspakete/komplettansicht?print=true>), wonach sich "allgemein (...) die Meinung durchgesetzt [hat], dass die aktuelle Krise vom ehemaligen US-Notenbankchef Alan Greenspan stark befördert wurde. Er senkte die Zinsen von 2001 bis 2003 in einem zuvor noch nie gesehenen Ausmaß. Die in den Jahren zuvor stark gewachsenen, weil teilweise fusionierten Banken, nutzten das für eine lasche Kreditvergabe. Anschließend verbrieften sie die heiklen Darlehen. Die entsprechenden Vorschriften ermöglichten es ihnen, die Verbriefungen nur bedingt in ihren Bilanzen auszuweisen".

zum Teil möglich war. Schön längst finden Regulierungen, die ihren Ursprung auf europäischer Ebene haben, Einzug in nationales Recht. Ein Referentenentwurf der Bundesregierung für ein Zehntes Gesetz zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes liegt inzwischen vor und bereitet den Weg für die Umsetzung der auf den Versicherungssektor zugeschnittenen Solvency II-Richtlinie<sup>5</sup> in nationales Recht. Jedoch weist der Referentenentwurf insbesondere hinsichtlich der Anforderungen an das Governance-System teils gravierende Mängel auf. So werden beispielsweise Qualifikationsanforderungen an Aufsichtsräte im Gesetz selbst nicht mehr ausdrücklich geregelt, lediglich in der Gesetzesbegründung werden Aufsichtsräte als Personen mit Schlüsselaufgaben angesprochen. Ob dies den Vorgaben der Solvency II-Richtlinie entspricht, ist äußerst zweifelhaft<sup>6</sup>. Auch das erst in 2009 eingeführte Qualifikationskriterium der Sachkunde für Aufsichtsratsmitglieder entfällt nach dem Referentenentwurf. Nunmehr wird allgemein auf den Begriff der fachlichen Eignung abgestellt, der jedoch keinesfalls mit dem Begriff der Sachkunde gleichzusetzen ist, denn anders als 'fachliche Eignung' setzt 'Sachkunde' nicht notwendigerweise Leitungserfahrung voraus<sup>7</sup>. Weitere Bereiche des Finanzsektors sind erst später unter dem Kommissariat von Michel Barnier in Folge des veränderten wirtschaftlichen Umfelds in das Visier europarechtlicher Regelung geraten, werden aber heute alle erfasst, insbesondere auch hinsichtlich ihrer Corporate Governance.

In den Finanzinstituten wurden als Hauptschuldige für den Ausbruch der Finanzkrise die Vorstände ausgemacht. Sie waren nach Ansicht des Financial Stability Boards, der EU-Kommission und vieler anderer

---

<sup>5</sup> Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25.11.2009 (abrufbar unter: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st03/st03643-re06.de09.pdf>).

<sup>6</sup> Vgl. *Grote und Schaaf*, VersR 2012, 17 - 28.

<sup>7</sup> Vgl. *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV)*, Stellungnahme zum Referentenentwurf des Zehnten Gesetzes zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes, S. 25 ff. (abrufbar unter: <http://www.gdv.de/2011/09/gdv-stellungnahme-zum-referentenentwurf-des-zehnten-gesetzes-zur-aenderung-des-versicherungsaufsichtsgesetzes-vag/>); *Grote und Schaaf*, a.a.O. (Fn. 6), S. 22.

Standardsetzer falschen Anreizstrukturen unterworfen und hatten übermäßige Vergütungen erhalten. Erst im späteren Verlauf der Regulierungsbemühungen in Folge der Finanzkrise ist der Kreis, der von dem Thema Vergütung und Anreizstrukturen erfassten Personen, auf *Trader*, also Händler, und dann auf Träger von Schlüsselfunktionen und Risikoträger erweitert worden.

Die ersten Regelungssätze<sup>8</sup> zu den Themen Vergütungsprinzipien und Vergütungssysteme nach Ausbruch der Finanzkrise folgten im Jahr 2009 mit den FSF Vergütungsprinzipien und den FSB Prinzipien für solide Vergütungssysteme (Implementation Standards) sowie den zwei Empfehlungen der EU-Kommission zum Thema Vergütung<sup>9</sup>.

Interessant an den beiden Empfehlungen der EU-Kommission aus 2009 ist, dass sie deutlich machen, wie sehr sich die EU-Kommission von Anbeginn an der Herausforderung bewusst war, in Folge der Finanzkrise gewonnene neue Erkenntnisse zum Thema Corporate Governance betreffend den Finanzsektor – und an dieser Stelle insbesondere zum Thema Vergütung – nicht automatisch auf alle Bereiche der Industrie, insbesondere der börsennotierten Gesellschaften zu übertragen. Es wurden zwei Empfehlungen<sup>10</sup> entwickelt, die zwar in vielen Bereichen identisch waren, für den Finanzsektor aber doch deutlich weiter gingen. Die Finanzkrise hat den Blick auf die Corporate Governance im Finanzsektor gelenkt. Corporate Governance hat mit Gesellschaftsrecht zu tun, ist folglich eigentlich industrieunabhängig. Es ist daher schwer, Erkenntnisse und Regelungsbedürfnisse, die im Zusammenhang mit dem Finanzsektor entwickelt bzw. offengelegt wurden, nun für börsennotierte Unternehmen außerhalb des Finanzsektors unberücksichtigt zu lassen. Dennoch müssen wir uns immer wieder in Erinnerung rufen, dass unternehmerisches Handeln Gestaltungsspielräume braucht, auch das

---

<sup>8</sup> Zur Definition und Abgrenzung von Regelungssätzen vgl. *Weber-Rey*, ZGR 2010, 543-590.

<sup>9</sup> Empfehlung 2009/385/EG (betrifft börsennotierte Gesellschaften) und Empfehlung 2009/384/EG (betrifft den Finanzdienstleistungssektor).

<sup>10</sup> Siehe Fußnote 9.

Eingehen von Risiken fordert, und daher nur in dem Maße eingeschränkt werden sollte, wie die Gemeinwohlinteressen aus einer Einschränkung eher Nutzen ziehen als von unternehmerischer Gestaltungsfreiheit und ihrem volkswirtschaftlichen Segen. Die ganze weitere Gesetzgebung bis zu Regelungssätzen (vermeintlich) unverbindlicher Natur ist bis heute mit der Herausforderung verknüpft, immer wieder den Finanzsektor von sonstigen Bereichen der Volkswirtschaft, der sogenannten Realwirtschaft, getrennt zu betrachten und der Versuchung zu widerstehen, zu tief in unternehmerische Freiheiten einzugreifen – insbesondere in der Realwirtschaft, aber auch im Finanzsektor.

Als weitere Schuldige für die Finanzkrise wurden die Aufsichtsräte identifiziert. Hier ging es von Anfang an um Fragen der richtigen Zusammensetzung und der Qualifikation seiner Mitglieder. Das Grünbuch der EU-Kommission zur Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik<sup>11</sup> aus dem Jahr 2010 ist Zeugnis hiervon und Grundstein aller weiteren Betrachtungen, auch weit über den Finanzsektor hinaus.

Die im selben Jahr mit dem Grünbuch zur Abschlussprüfung<sup>12</sup> eingeleitete Konsultation soll hier nicht Gegenstand der Betrachtung sein, befasst sich aber auch mit Themen der Corporate Governance.

Im Grünbuch 2010 kündigte die EU-Kommission bereits das Grünbuch zum Europäischen Corporate Governance Rahmen<sup>13</sup> an, das sich dann in erster Linie an börsennotierte Unternehmen wenden sollte und am 5. April 2011 erschien.

Am selben Tag veröffentlichte die Reflektionsgruppe, eine von der EU-Kommission unabhängige Expertengruppe, ihren Bericht zur Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts<sup>14</sup>. Dieser Bericht, dessen Erstellung zwar strikt von der des Grünbuchs 2011 zu trennen ist, wird von der EU-

---

<sup>11</sup> KOM(2010) 284 endgültig, 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).

<sup>12</sup> KOM(2010) 561 endgültig, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_de.pdf).

<sup>13</sup> KOM(2011) 164/3, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_de.pdf).

<sup>14</sup> Siehe hierzu und zum Verhältnis zu den weiteren Entwicklungen des europäischen Gesellschaftsrechts und Corporate Governance *Bachmann*, WM 2011, 1301 ff.

Kommission aber in ihre weiteren Überlegungen im Zusammenhang mit einer für Anfang 2012 angekündigten Online-Konsultation zu gesellschaftsrechtlichen Themen einbezogen, soll jedoch nicht Gegenstand dieses Beitrags sein. In der zweiten Jahreshälfte 2012 sind ferner Maßnahmen für Gesellschaftsrecht und Corporate Governance auf europäischer Ebene zu erwarten.

Im Juni 2011 wurde dann in Umsetzung der Beschlüsse zu Basel III für den Bankensektor auch eine erneute Änderung der Kapitaladäquanzrichtlinie, die sogenannte CRD IV, im Entwurf vorgelegt, die umfassende Regelungen zur Governance der Banken enthält. Auf sie soll später noch eingegangen werden.

## **2. ÜBERBLICK ÜBER DIE GRÜNBÜCHER 2010 UND 2011**

### **2.1 Finanzsektor**

Das in seinem Titel ausschließlich auf den Finanzsektor bezogene Grünbuch 2010 befasst sich mit sieben Schwerpunktthemen: Dem Verwaltungsrat<sup>15</sup> (im Folgenden: Aufsichtsorgan), dem Risikomanagement, den externen Revisoren, also den Abschlussprüfern, den Aufsichtsbehörden, den Aktionären, der Vergütung und den Interessenkonflikten.

Aus deutscher Sicht enthält das Grünbuch 2010 einige taugliche Vorstellungen und im Wege der Konsultation viele Fragen, die sich mit Themen befassen, die wir ohnehin im deutschen Recht bereits verankert haben. Natürlich gibt es dann immer wieder Nuancen, in denen auch aus unserer deutschen Sicht andere Regelungen, insbesondere weniger Regulierung, wünschenswert wären.

---

<sup>15</sup> Im dualistischen (*two-tier*) System ist hiermit der Aufsichtsrat gemeint, vgl. KOM(2010) 284 endgültig, a.a.O. (Fn. 11), S. 7, Fußnote 15.

Überraschend und im Ansatz völlig neu waren lediglich die Überlegungen zu der Verantwortung der Aktionäre<sup>16</sup> für die Corporate Governance der Unternehmen im Hinblick auf eine zukünftige Krisenverhütung. Sehr verkürzt geht es darum, dass die EU-Kommission ihre Annahmen hinsichtlich eines zu erwarteten Verhaltens der Aktionäre in den Grundfesten berührt sieht<sup>17</sup>. Die bisherige Ansicht war, dass Aktionäre, denen nur ausreichend Rechte gewährt werden, schon aus eigenem Interesse heraus für eine bessere Corporate Governance im Unternehmen sorgen, da sie ihr Kapital in dem Unternehmen binden. Es bestehen nunmehr erhebliche Zweifel an dieser Grundannahme, und die EU-Kommission erwägt, Aktionäre, allen voran die institutionellen Investoren, nicht nur mit Rechten auszustatten, sondern ihnen auch Pflichten aufzuerlegen. Als Vorreiter kann hier insbesondere der UK Stewardship Code vom Juli 2010<sup>18</sup> für institutionelle Investoren gesehen werden. Dieses Thema soll hier nicht weiter betrachtet werden.

## 2.2 Börsennotierte Unternehmen

Bereits in der Einleitung des Grünbuchs 2010 machte die EU-Kommission ihrerseits deutlich, dass es eines weiteren Grünbuchs bedarf, das sich schwerpunktmäßig mit der Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen befasst. Die EU-Kommission betonte auch, dass von den sieben behandelten Themen einige nicht nur für Finanzinstitute, sondern für börsennotierte Unternehmen insgesamt von besonderer Bedeutung sind, nämlich der Aufsichtsrat (Verwaltungsrat), die Aktionäre, die Vergütungsthematik und die Interessenkonflikte. Es wäre daher im

---

<sup>16</sup> Zum Aktionärs-Aktivismus im dualistischen System siehe *Hommelhoff*, Gedächtnisschrift für Martin Winter (2011), 255 - 260; zur Rolle der Aktionäre siehe auch *Weber-Rey*, Platow-Brief, vom 6.5.2011, S. 7.

<sup>17</sup> KOM(2010) 284 endgültig, a.a.O. (Fn. 11), u.a. S. 2, 3 und 8 f.; vgl. auch *Seibert*, KPMG, Audit Committee Quarterly II/2011, S. 15, (abrufbar unter: [http://www.audit-committee-institute.de/pdf/aci\\_acq\\_2011\\_II.pdf](http://www.audit-committee-institute.de/pdf/aci_acq_2011_II.pdf)).

<sup>18</sup> Abrufbar unter: <http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/UK%20Stewardship%20Code%20July%2020103.pdf>; zur Vereinbarkeit des UK Stewardship Code mit dem deutschen Aktienrecht siehe *Hommelhoff*, KPMG, Audit Committee Quarterly I/2011, S. 4 ff. (abrufbar unter: [http://www.audit-committee-institute.de/pdf/acq\\_I\\_2011\\_290311.pdf](http://www.audit-committee-institute.de/pdf/acq_I_2011_290311.pdf)).

Interesse aller börsennotierter Unternehmen gewesen, also deutlich über den Finanzsektor hinaus, bereits im Rahmen der ersten Konsultation zu diesem Grünbuch Stellung zu nehmen. Jedoch ist dies nicht in einem wünschenswerten Umfang geschehen, auch nicht in Deutschland. Ein Grund hierfür mag der irreführende Titel des Grünbuchs 2010 gewesen sein. Grund ist aber sicher auch die noch zu verbreitete Überzeugung, dass es ausreiche, erst später einzugreifen, sich später zu wehren und seine eigenen Vorstellungen vorzutragen. Dies ist ein Irrtum. Meine Beobachtungen der letzten Jahre zeigen, dass es zwingend erforderlich ist, die deutsche, ja überhaupt die kontinentaleuropäische Stellung zu einzelnen Themen so frühzeitig und aus so vielen Kanälen heraus wie möglich in sachlicher Form einzubringen. Ich halte es für unzutreffend, wenn in der deutschen Presse zu lesen ist, also in Deutschland behauptet wird, man finde bei der EU-Kommission kein Gehör. Die EU-Kommission ist selbstverständlich daran interessiert, von ihren *Stakeholdern* so früh und so zutreffend, d.h. so objektiv wie möglich, unter Berücksichtigung unterschiedlicher Ansätze informiert zu werden, um eine ausgewogene und nur so weit greifende Regulierungspraxis zu entwickeln als notwendig ist, um einen Mehrwert für die Europäische Union zu schaffen. Kontinentaleuropa spricht diesbezüglich zu wenig mit einer Stimme, bringt seine Interessen zu wenig zur Geltung und überlässt damit den meist exzellent aufbereiteten und für die weitere Umsetzung gut verpackten Vorstellungen angelsächsischer Prägung einen zu weiten Raum. Es ist unbedingt erforderlich, in Deutschland und in Kontinentaleuropa insgesamt ein größeres Bewusstsein hierfür zu schaffen und mehr Energie für ein gemeinsames Engagement und ein gemeinsames Vorgehen aufzubringen.

Im Grünbuch 2011 für börsennotierte Unternehmen wurden sodann nicht nur die vier zuvor bereits angekündigten Themen in den Mittelpunkt gestellt, sondern tatsächlich sechs der sieben Bereiche, die für den Finanzsektor bereits betrachtet worden waren, also auch die Themen 'Risikomanagement' und 'Aufsichtsbehörden', erfasst.

### **2.3 Relevanz der Finanzkrise**

An dieser Stelle sind zwei Aspekte des Grünbuchs 2011 besonders hervorzuheben. Zum einen lässt sich nicht leugnen, dass Untersuchungen zur Mitverantwortung des Versagens der Corporate Governance im Finanzsektor unmittelbaren Einfluss auch auf die Welt aller börsennotierten Unternehmen haben, was gerade durch das Zusammenspiel der Grünbücher 2010 und 2011 deutlich und durch die Themenidentität noch hervorgehoben wird. Alles andere wäre auch überraschend. Es ist eben schwer und bedarf besonderer Energie, gewonnene Erkenntnisse für eine Verbesserung der Corporate Governance im Finanzsektor nicht auch für börsennotierte Unternehmen als erstrebenswert zu erachten. Und dennoch muss es gelingen, Verschärfungen der Corporate Governance im Wege zwingenden Rechts zumindest für die Welt der börsennotierten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, also die Realwirtschaft, auf ein Mindestmaß zu beschränken, das erforderlich ist, um einen überwiegenden volkswirtschaftlichen Nutzen aus den Einschränkungen unternehmerischer Freiheit zu schöpfen.

### **2.4 Ausweitung und Proportionalität**

Als weitere allgemeine Anmerkung ist darauf hinzuweisen, dass die EU-Kommission im Grünbuch 2011 erstmals den Gedanken der Proportionalität in dem Sinne einbringt, dass sie hinterfragt, ob ihre Annahmen und die zur Diskussion gestellten Regelungssätze wirklich auf alle börsennotierten Unternehmen Anwendung finden sollen oder ob es nicht kleinere börsennotierte Unternehmen gibt, für die eine solche Dichte an Regelungssätzen unerwünscht und nur mit erheblichem Mehraufwand umzusetzen ist<sup>19</sup>. Weiterhin fragt die EU-Kommission, ob die für börsennotierte Unternehmen diskutierten Regelungssätze nicht auch für

---

<sup>19</sup> Vgl. KOM(2011) 164/3, a.a.O. (Fn. 13), S. 4.

große nicht börsennotierte Unternehmen eingeführt werden sollten<sup>20</sup>. Beides ist aus meiner Sicht zu verneinen<sup>21</sup>. Wir sollten im Bereich der Corporate Governance, insbesondere der Welt der börsennotierten Unternehmen, an dem Grundsatz *comply or explain* festhalten, also möglichst von zwingender rechtlicher Regelung absehen und stattdessen mit dem flexibleren Modell des *soft law* arbeiten. Bleibt es bei diesem Ansatz, so ist es gerade das Wesen des *comply or explain*-Prinzips, begründete Abweichungen zuzulassen, um somit auch dem Proportionalitätsgedanken gerecht werden zu können. Eine Abweichkultur ist zwingend Voraussetzung eines erfolgreichen Umgangs mit *soft law* und dem *comply or explain*-Ansatz<sup>22</sup>. Das soll nicht heißen, dass unverbindliche Regelungssätze keinerlei Wirkung erzeugen sollen, im Gegenteil. Sie sollen stetig auch bei jenen, die sich zu einer Abweichung entschließen, Aspiration, also Bemühungen erzeugen, sich die für das Unternehmen individuell am besten geeigneten Regeln selbst aufzuerlegen<sup>23</sup>, obschon Begründungszwang und *peer pressure*, also der Druck, der aus dem Vergleich mit anderen Marktteilnehmern durch die Aktionäre erzeugt wird, den Handlungsspielraum auf natürliche Weise einschränken. Für Unternehmen, die nicht börsennotiert sind, bedarf es nicht des besonderen Schutzes, der über das Gesellschaftsrecht hinaus geht, und Anforderungen an die Corporate Governance, also an das System, nach dem Unternehmen geführt und kontrolliert werden<sup>24</sup>, stellt. Hier muss es den Aktionären überlassen sein, ihrerseits für die notwendigen Details zu sorgen.

---

<sup>20</sup> Vgl. KOM(2011) 164/3, a.a.O. (Fn. 13), S. 4 f.

<sup>21</sup> Vgl. hierzu u.a. auch *Seibert*, a.a.O. Fn 17, S. 14; *BDI/BDA*, Stellungnahme vom 21.7.2011 (abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/registered-organisations/bdi-bda\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/registered-organisations/bdi-bda_de.pdf)); für die Berücksichtigung der Größe börsennotierter Gesellschaften hingegen: Beschlussempfehlung und Bericht des *Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages* vom 6.7.2011, BT-Drucks. 17/6506, S. 4, Ziffer 4.2 (abrufbar unter: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/17/065/1706506.pdf>); *Regierungskommission DCGK*, Stellungnahme vom 7.7.2011, S. 4 f. (abrufbar unter: [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/Stellungnahme\\_Gruenbuch.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/Stellungnahme_Gruenbuch.pdf)).

<sup>22</sup> Siehe hierzu bereits *Weber Rey*, Betriebs-Berater, 41.2011, S. 1.

<sup>23</sup> Vgl. *Weber-Rey/Buckel*, AG 2011, 845, 852.

<sup>24</sup> Vgl. Definition von Corporate Governance im Grünbuch 2011, a.a.O. (Fn. 13).

Dieser Aspekt der Beschränkung einerseits und Erstreckung andererseits von Corporate Governance-bezogenen Regelungssätzen hinsichtlich kleinerer oder nicht börsennotierter Unternehmen soll im Weiteren nicht vertieft werden.

### **3. KERNTHEMEN DES GRÜNBUCHS 2010**

Die sieben Kernthemen des Grünbuchs 2010 und die allgemeinen Erwägungen zu den Corporate Governance-Grundsätzen, die Grundlage der zentralen Konsultationsthemen sind, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

#### **3.1 Anwendung der Corporate Governance-Grundsätze**

- Die Bedeutung der Kontroll- und Ausgleichsmechanismen. Grundlage aller Corporate Governance sind immer funktionierende *Checks and Balances*.
- Es geht um eine qualitative Bewertung der Corporate Governance und nicht um das Ankreuzen von Kästchen.
- Wichtig ist die klare Zuteilung der Aufgaben und Verantwortlichkeiten, um keine Lücken in der Corporate Governance entstehen zu lassen.
- Von ebensolcher Bedeutung sind aber auch effiziente Sanktionen.

#### **3.2 Verwaltungsrat/Aufsichtsrat**

- Dem Aufsichtsorgan kommt die Schlüsselrolle im Machtzentrum der Corporate Governance zu<sup>25</sup>.
- Sachkenntnis und Durchsetzungsvermögen sind zwingende Voraussetzungen für die Mitglieder des Aufsichtsorgans<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Vgl. KOM(2010) 284 endgültig, a.a.O. (Fn. 11), S. 7, Ziffer 3.3; zur Rolle des Aufsichtsrats vgl. *Weber-Rey*, Betriebs-Berater, 41.2011, S. 1.

<sup>26</sup> Siehe hierzu bereits *Weber-Rey*, Börsen-Zeitung vom 19.1.2011, S. 2.

- Es muss ein Gleichgewicht geben zwischen Unabhängigkeit einerseits und Kompetenz andererseits.
- Vielfalt im Aufsichtsorgan ist wünschenswert und verbessert seine Qualität.
- Mandatshäufung und das Fehlen klarer Kompetenz- und Verantwortlichkeitsstrukturen (Machtkonzentration) können die Qualität, insbesondere auch die zeitliche Verfügbarkeit von Mitgliedern des Aufsichtsorgans und deren Unabhängigkeit einschränken.
- Die Qualität des Aufsichtsorgans kann durch Evaluierung verbessert werden. Eine interne Evaluierung ist von dem besonderen Nutzen einer externen Evaluierung zu unterscheiden.
- Dem Aufsichtsorgan kommt auch eine Rolle bei der Risikoüberwachung zu.
- Das Aufsichtsorgan hat die Interessen aller *Stakeholder* zu berücksichtigen, nicht nur der Anteilseigner.

### **3.3 Funktionen mit Risikorelevanz**

- Die Risikomanagementfunktion ist zu stärken und der Status des *Chief Risk Officers* (CRO) aufzuwerten.
- Das Kommunikationssystem in Bezug auf das Risikomanagement bedarf der Verbesserung.
- Alle Beteiligten sind hinsichtlich der Risikoproblematik zu sensibilisieren. Im Unternehmen sollte eine Risikokultur herrschen.
- Die Qualität des Nominierungsverfahrens für das Aufsichtsorgan und die Berichte über dessen Evaluierung (hinsichtlich seiner Zusammensetzung und der Qualität seiner Mitglieder) dienen der Qualität der Aufsichtsfunktion.

### **3.4 Interessenkonflikte**

- Die Vorschriften zu Interessenkonflikten sind zu harmonisieren.

- Interessenkonflikte sind durch klare gesetzliche Vorschriften zu regeln.
- Den Aufsichtsbehörden kommt bei der ordnungsgemäßen Anwendung der Regeln zu Interessenkonflikten eine besondere Rolle zu.

### 3.5 **Aufsichtsbehörden**

- Die Rolle der Aufsichtsbehörden ist zu stärken.
- Die grenzüberschreitende Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden ist ebenfalls zu stärken.
- Die Aufsichtsbehörden haben auch das Funktionieren des Aufsichtsorgans und des Risikomanagements zu überprüfen.
- Zuverlässigkeit und Eignung der Mitglieder des Aufsichtsorgans (*fit & proper test*) müssen sich auch auf Kriterien der fachlichen und beruflichen Kompetenz erstrecken.

### 3.6 **Aktionäre**

- Die Zusammenarbeit zwischen den Aktionären ist zu stärken.
- In diesem Zusammenhang ist die Offenlegung des Abstimmungsverhaltens institutioneller Investoren von besonderer Bedeutung.
- Es ist auf Selbstverpflichtung der institutionellen Investoren durch Verhaltenskodizes zu setzen.
- Eine Offenlegung von Interessenkonflikten hinsichtlich aller institutioneller Investoren ist von besonderer Bedeutung.
- Die Aktionäre sind ihrerseits über die Risikothematik mit besserer Information zu versorgen.

### 3.7 **Externe Revisoren/Abschlussprüfer**

- Die Mitteilungspflichten der Abschlussprüfer gegenüber dem Aufsichtsorgan und den Aufsichtsbehörden sind zu verschärfen.

- Generell ist die Zusammenarbeit zwischen den Abschlussprüfern und den Aufsichtsbehörden zu intensivieren.
- Den Abschlussprüfern kommt eine besondere Rolle im Hinblick auf die Informationen über Risiken des Unternehmens zu.
- Hinsichtlich Informationen, die für die Aktionäre besonders wichtig sind, kommt den Abschlussprüfern eine besondere Überprüfungspflicht zu.

### 3.8 Vergütung

- Ziel ist, die schon von der EU-Kommission beschlossenen Vergütungsmaßnahmen<sup>27</sup> wirksam und konsistent in den Mitgliedstaaten umzusetzen.
- Über die Vergabe von Aktienoptionen an Manager ist nachzudenken.
- Es bedarf einer einheitlichen Regelung, eventuell sogar eines Verbots von Abfindungen für Manager.
- Die Rolle der *Stakeholder* bei der Gestaltung der Vergütungspolitik ist zu klären.

## 4. KERNTHEMEN DES GRÜNBUCHS 2011

Zu der mit dem Grünbuch eingeleiteten Konsultation konnten alle Interessengruppen bis zum 22. Juli 2011 Stellung nehmen. Die Ergebnisse wurden nach Auswertung der 409 erhaltenen Stellungnahmen (30 davon aus Deutschland<sup>28</sup>) am 15. November 2011 veröffentlicht.

---

<sup>27</sup> Vgl. Fußnote 9.

<sup>28</sup> Zum Vergleich: Der größte Teil der Stellungnahmen stammt, wie so oft, aus Großbritannien (91). Auch Frankreich ist mit 44 Stellungnahmen gut vertreten. Vgl. Feedback Statement Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework (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)).

Von dem Grünbuch 2011 erfasst wurden drei Hauptthemenkomplexe: Verwaltungsrat<sup>29</sup> (im Folgenden: Aufsichtsorgan), Aktionäre und der Grundsatz des *comply or explain*<sup>30</sup>. Darunter sind allerdings eine deutlich größere Anzahl an Einzelthemen zu finden.

#### **4.1 Verwaltungsrat/Aufsichtsrat**

Hier geht es um die Zusammensetzung des Aufsichtsorgans, die Verbesserung seiner Arbeit, die Vergütung und das neue Thema der Risiko Governance<sup>31</sup>.

##### **4.1.1 Zusammensetzung des Aufsichtsorgans**

Bei der richtigen Zusammensetzung des Aufsichtsorgans ist die Geschäftstätigkeit des Unternehmens zu berücksichtigen; die unterschiedlichen beruflichen Profile seiner Mitglieder sind dementsprechend festzulegen<sup>32</sup>.

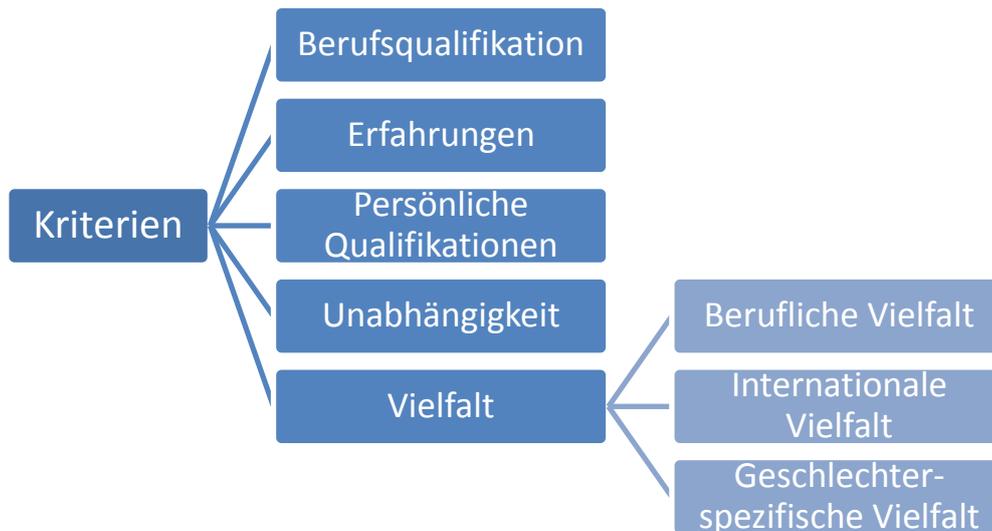
---

<sup>29</sup> Mit dem Begriff "Verwaltungsrat" wird auch im Grünbuch 2011 im Wesentlichen die Aufsichtsfunktion der Geschäftsleitung bezeichnet, die im dualistischen System in der Regel dem Aufsichtsrat obliegt, vgl. KOM(2011) 164/3, a.a.O. (Fn. 13), S. 5, Ziffer 1.

<sup>30</sup> Siehe hierzu bereits *Weber-Rey*, BOARD 2 (2011), S. 70.

<sup>31</sup> Zur Zusammensetzung und Qualität des Aufsichtsrats sowie seiner Aufgaben vgl. *Lutter*, KPMG, Audit Committee Quarterly II/2011, a.a.O. (Fn. 17) S. 10 ff.

<sup>32</sup> Mit Verweis auf den Deutschen Corporate Governance Kodex, wonach "der Aufsichtsrat (...) so zusammenzusetzen [ist], dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen" (Ziffer 5.4.1 Abs. 1 DCGK), u.a. *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 5; *Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)*, Stellungnahme vom 22.7.2011, S. 5 (abrufbar unter: <http://www.idw.de/idw/portal/d610986>).



Der Vielfalt bei der Zusammensetzung des Aufsichtsorgans kommt dabei eine besondere Rolle bei der Bekämpfung von Gruppendenken (*group think*) zu<sup>33</sup>.

Die Aufgaben und Zuständigkeiten des Vorsitzenden des Aufsichtsorgans sind von jenen des Exekutivorgans zu trennen. Dies gilt auch für die Rolle des *Chairman*<sup>34</sup> und des CEO<sup>35</sup> im monistischen System (*one-tier board*).

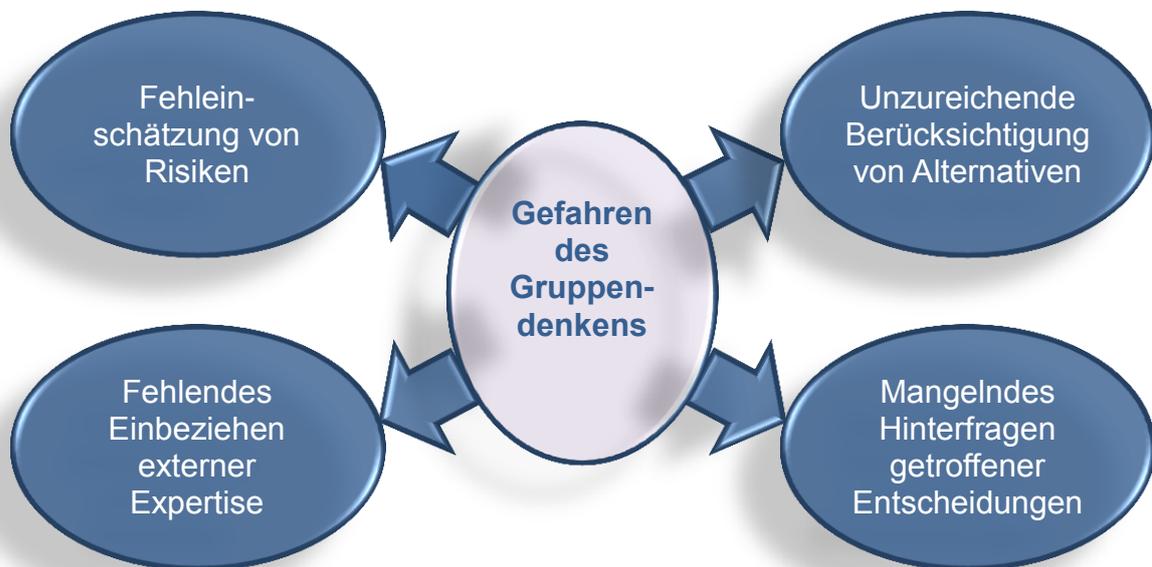
---

<sup>33</sup> Wobei "ein zu wildes Gemisch (...) einer von allen Beteiligten mit Überzeugung getragenen Entscheidung gewiss eher im Wege [steht]", so *Peltzer*, NZG 2011, 961, 962; zur Bedeutung der Vielfalt vgl. auch *Weber-Rey*, FAZ vom 20.4.2011, S. 19; *Weber-Rey*, FAZ vom 9.11.2011, S. 23; *Weber-Rey*, Erhöhte Frauenrepräsentanz und Qualitätssteigerung der Corporate Governance, Tagungsband zur Hamburger Auditing-Conference (im Erscheinen); *Weber-Rey*, Professionalisierung des Aufsichtsrats, Beitrag zur Schriftenreihe des 5. Hamburger Forums zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (im Erscheinen).

<sup>34</sup> Verwaltungsratsvorsitzenden.

<sup>35</sup> Vorsitzenden der Geschäftsleitung.

Aus den Stellungnahmen der Konsultation zum Grünbuch 2011 war keine Einigung auf eine einheitliche Vorgehensweise bei einer Trennung der Kompetenzen des *Chairman* und des CEO hervorgegangen. Viele Stimmen sprechen sich zwar für eine deutliche Abgrenzung beider Funktionen aus, um Machtkonzentration und Interessenkonflikte zu vermeiden und um die Unbefangenheit und Unabhängigkeit der Mitglieder zu stärken. Gegenstimmen befürworten grundsätzlich diesen Ansatz, sprechen sich jedoch gegen eine allgemeine Regelung auf europäischer Ebene aus, befürworten hingegen die Regelung dieses Themas durch eine Empfehlung. Um dem Flexibilitätsgedanken gerecht zu werden, sollten die



Gesellschaften selbst entscheiden können, ob eine eindeutige Definition der Kompetenzen ausreichend, oder aber eine klare Trennung der Zuständigkeiten erforderlich ist.

#### **4.1.2 Verbesserung der Arbeit des Aufsichtsorgans**

Für die Verbesserung der Arbeit des Aufsichtsorgans ist zu berücksichtigen, dass die gewachsene Komplexität seinen Mitgliedern deutlich mehr Zeit abverlangt<sup>36</sup>. Bei der aufzubringenden Zeit sind die

<sup>36</sup> Zur Ausweitung der Pflichten des Aufsichtsrats siehe *Lutter*, DB 2009, 775.

Situation des Mitglieds und die des Unternehmens, in dem das Mitglied im Aufsichtsorgan tätig ist, zu berücksichtigen. Es wird erwogen, eine Mindestzeit zu verlangen und darüber hinausgehende Verpflichtungen des Mitglieds des Aufsichtsorgans zu beschränken.

Die Mehrheit der Konsultationsteilnehmer äußerte die Meinung, dass die Verantwortung für ein adäquates zeitliches Engagement der Mandatsträger bei den Unternehmen selbst liegen sollte und sprach sich gegen eine gesetzliche Begrenzung der Anzahl der Mandate aus<sup>37</sup>. Diejenigen, die sich für eine Begrenzung der Anzahl der Mandate aussprachen, schlugen eine Höchstzahl zwischen drei bis fünf, vereinzelt auch zehn Mandaten vor.

Für die Arbeit der Mitglieder des Aufsichtsorgans ist die Verfügbarkeit und die Qualität der dem Organ zur Verfügung gestellten Information von großer Bedeutung. Der Geschäftsleitung kommt in diesem Zusammenhang eine Mitwirkungspflicht zu. Externe Berater können aber ebenfalls im Wege einer Evaluierung, die nach den Erwägungen der EU-Kommission in regelmäßigen Intervallen von z. B. drei Jahren stattfinden soll, einen positiven Beitrag leisten. Die knappe Mehrheit der Konsultationsteilnehmer schließt sich dem Vorschlag der EU-Kommission an und spricht sich für eine regelmäßige externe Evaluierung jedes dritten Jahr aus. Es gab aber auch einige Gegenstimmen, die eine interne Evaluierung als ausreichend erachten und bei externer Evaluierung die Gefahr von Interessenkonflikten sehen<sup>38</sup>.

Die Offenlegung der Vergütungspolitik, der individuellen Vergütungen und des Berichts über die Umsetzung der Vergütungspolitik sowie die Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik sind nach Ansicht der EU-Kommission für die Verbesserung der Corporate Governance in

---

<sup>37</sup> Vgl. u.a. *Handelsrechtsausschuss des DAV*, S. 7 f. (abrufbar unter: <http://www.anwaltverein.de/downloads/stellungnahmen/DAV-Stellungnahme-Corporate-GovernanceNr-42-2011.pdf>); *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 7.

<sup>38</sup> Insgesamt befürwortend u.a. *Peltzer*, a.a.O. (Fn. 33), S. 961, 964; *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 7 ; kritisch bis ablehnend hingegen *Lutter*, a.a.O. (Fn. 31), S. 13; *Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages*, a.a.O. (Fn. 21), S. 6, Ziffer 4.9.

diesem Umfeld ebenso von großer Bedeutung. Die große Mehrheit der Konsultationsteilnehmer befürwortete eine verpflichtende Offenlegung der Vergütungspolitik, des jährlichen Vergütungsberichts sowie der Einzelvergütung<sup>39</sup> des Exekutiv- und Aufsichtsorgans, wobei oft die bestehenden nationalen Regelungen als ausreichend betrachtet werden<sup>40</sup>. Eines der im Zusammenhang mit der Vergütungsthematik zur Konsultation gestellten Themen betraf darüber hinaus die Frage, ob Vergütungspolitik und Vergütungsbericht zwingend der Hauptversammlung zur Abstimmung vorgelegt werden sollten. Die Konsultationsteilnehmer befürworten zwar eine obligatorische Abstimmung der Aktionäre, favorisieren aber eine empfehlende, nicht-bindende Wirkung des Abstimmungsergebnisses<sup>41</sup>.

#### **4.1.3 Risiko Governance**

Dem Aufsichtsorgan kommt hinsichtlich der Risikothematik eine besondere Rolle zu. Es hat das vom Vorstand entwickelte Risikoprofil zu diskutieren und mit zu verantworten (oder aber etwaige abweichende Vorstellungen deutlich zu machen). Es soll also das Risikoprofil abzeichnen. Eine angemessene Beaufsichtigung der Risikomanagement-Prozesse durch das Aufsichtsorgan ist nach Ansicht der EU-Kommission von ausschlaggebender Bedeutung. Unternehmen sollten eine zweckmäßige Risikokultur und Vorkehrungen zur wirksamen Handhabung der Risiken vorsehen, auch wenn es kein Pauschalrisikomodell für alle Unternehmensformen gebe oder geben könne<sup>42</sup>.

---

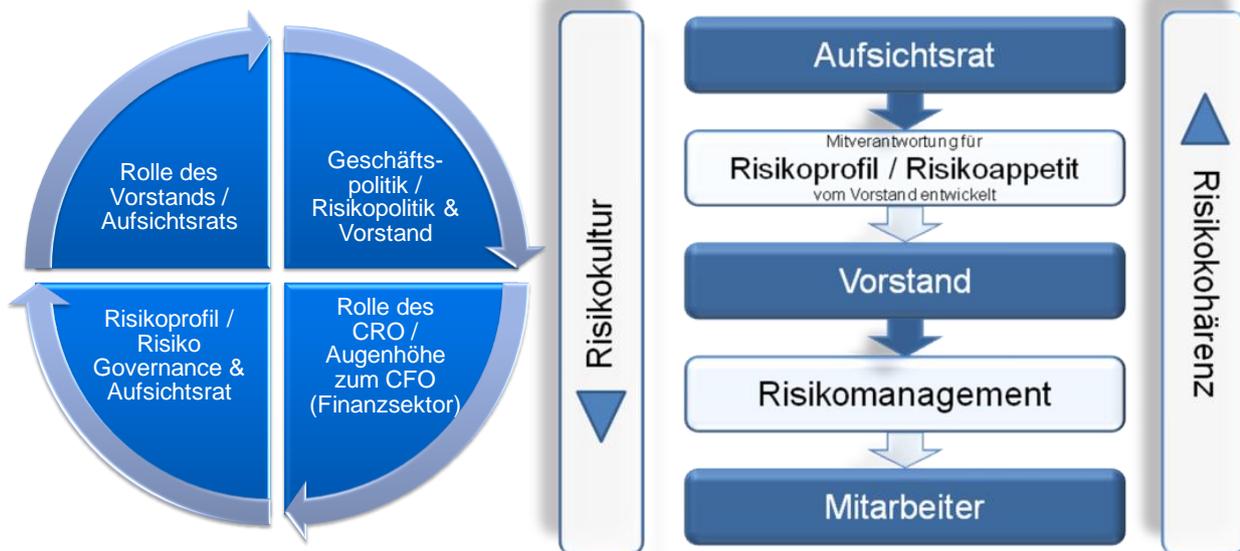
<sup>39</sup> Kritisch in Bezug auf die Offenlegung der Einzelvergütung: *Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)*, a.a.O. (Fn. 32), S. 8 f.

<sup>40</sup> Vgl. u.a. *BDI/BAD*, a.a.O. (Fn. 21), S. 10; *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, Stellungnahme zum Grünbuch 2011, S. 7 (abrufbar unter: [http://www.uni-koeln.de/jur-fak/lbrsr/IfG-StN%20Greenbook%20CG%20Framework\\_endg.pdf](http://www.uni-koeln.de/jur-fak/lbrsr/IfG-StN%20Greenbook%20CG%20Framework_endg.pdf)).

<sup>41</sup> Vgl. u.a. *Handelsrechtsausschuss des DAV*, a.a.O. (Fn. 37), S. 8 f.; *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 11 f.

<sup>42</sup> Siehe zum Thema Risikokultur auch *Weber-Rey/Ollmann*, *Börsen-Zeitung* vom 20.8.2011, S. 4.

Gleichzeitig sollen aber die Rollen und Zuständigkeiten sämtlicher am Risikomanagementprozess beteiligter Parteien klar definiert werden. Im dualistischen System kann das nur bedeuten, dass allein dem Vorstand das Entwickeln des Profils und das Aufstellen der Risikomanagementprozesse obliegt.



Das Aufsichtsorgan muss allerdings zu dem Risikoprofil Stellung nehmen, es muss es also mit verantworten und seinerseits eine Überwachungsaufgabe übernehmen, nicht nur hinsichtlich des Risikomanagementprozesses, was nur eine Plausibilitätskontrolle sein kann, sondern auch die Risikokohärenz in die Plausibilitätsprüfung mit einbeziehen. Es muss also der Frage nachgehen, ob die über das Risikoprofil festgelegte Risikopolitik mit dem im Unternehmen gelebten Risiko übereinstimmt und wie es sich zum Beispiel hinsichtlich der Vergütungspolitik manifestiert.

Auch wenn die Mehrheit der Konsultationsteilnehmer sich dafür ausspricht, den Risikoappetit durch das Aufsichtsorgan mit verantworten bzw. bewilligen und die Wirksamkeit des Risikomanagements durch das

Aufsichtsorgan gewährleisten zu lassen, werden die bereits bestehenden Regelungen als angemessen erachtet<sup>43</sup>.

## 4.2 Aktionäre

Die EU-Kommission erfasst mehr und mehr unter dem Stichwort der Corporate Governance nicht nur Vorstand und Aufsichtsrat, also die Corporate Governance-Träger, sondern auch immer weitere Kreise rund um die Corporate Governance, die einerseits noch zur internen Corporate Governance zählen mögen, wie das im Hinblick auf die Rolle der Aktionäre und die Aufgaben der Abschlussprüfer der Fall ist, die aber andererseits auch zu peripheren Bereichen gehören, wie Ratingagenturen, *proxy advisor* oder Aufsichtsbehörden.

Hinsichtlich der Rolle der Aktionäre ist vorwegzunehmen, dass – obschon missbräuchlichem Aktionärsverhalten entgegengewirkt werden muss – an dem Fundament der Rechtsform der Aktiengesellschaft nicht gerüttelt werden sollte, nämlich an der Kapitalsammelfunktion. Ein mit Beteiligten anderer Rechtsformen vergleichbares unternehmerisches Engagement von Aktionären zu fordern, widerspräche der Grundidee der Aktiengesellschaft<sup>44</sup>.

Knapp zusammengefasst geht es in Bezug auf die Aktionäre in der Konsultation um folgende Themen:

### 4.2.1 Engagement

Das Engagement der Aktionäre ist zur Verbesserung der Corporate Governance zu fördern. In diesem Zusammenhang sollte die Schaffung eines

---

<sup>43</sup> Vgl. u.a. *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 12. f.; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, a.a.O. (Fn. 37), S. 9 f.; für eine Zuständigkeit des Aufsichtsrats in Bezug auf die Freigabe des Risikoprofils und den Risikoappetit des Unternehmens und für die Überwachung der Einhaltung der Vorgaben durch den Aufsichtsrat vgl. *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 8 f.

<sup>44</sup> Vgl. Stellungnahme der *Bundesrechtsanwaltskammer* vom 5.1.2012, S. 3 (abrufbar unter: <https://www.juris.de/jportal/portal/page/homerl.psm1?nid=jnachr-JUNA120100030&cmsuri=%2Fjuris%2Fde%2Fnachrichten%2Fzeigenachricht.jsp>), wonach der Ansatz, den Aktionär zu einem *good corporate citizen* zu erziehen, deutlich zu weit geht.

Transparenzrahmens für das Abstimmungsverhalten institutioneller Anleger geprüft werden.

#### **4.2.2 Kurzfristiges Denken**

Längerfristige Anlagestrategien sollen gefördert werden, da kurzfristiges Denken mittel- und langfristig dem Unternehmensinteresse eher schaden könnte. Es herrscht bei Anlegern in Europa der Eindruck, dass einige europäische Regelungen ungewollt ein kurzfristiges Denken fördern und Anleger von langfristigen Investitionen abhalten. Dies ist nach Ansicht der Konsultationsteilnehmer insbesondere der Fall bei einigen Vorschriften aus den Solvency II- und MiFID-Richtlinien sowie bei Pflichten zur Quartalsberichterstattung und Bilanzierungsregeln (*Fair Value-Ansatz*)<sup>45</sup>. Dies gilt es zu untersuchen und ggf. zu ändern. Im Übrigen hat die EU-Kommission mit ihrem Vorschlag für eine Änderung der Transparenzrichtlinie<sup>46</sup> bereits für mehr Flexibilität in Bezug auf die Frequenz und den Zeitpunkt der Veröffentlichung regelmäßiger Finanzinformationen, und zwar durch die Abschaffung der Pflicht zur Vorlage von Quartalsfinanzberichten, sorgen wollen.

#### **4.2.3 Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter**

Bezüglich Anreizstrukturen und Leistungsbewertung von Vermögensverwaltern wird vermehrt kritisiert, sie förderten kurzfristige Investitionen. Sie sollten nach Auffassung der EU-Kommission transparenter gestaltet werden. Dieses erhöhte Maß an Transparenz sollte ebenfalls Anlagestrategien, Kosten und Renditen erfassen. Diesem Ansatz der Erhöhung der Transparenz stimmt die Mehrheit der

---

<sup>45</sup> Vgl. allgemein Feedback Statement, a.a.O. (Fn. 28), S. 12.

<sup>46</sup> Vorschlag für Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission (2011/0307 (COD)).

Konsultationsteilnehmer zu<sup>47</sup>, auch wenn einige Gegenstimmen die Vertragsfreiheit von Anlegern und Vermögensverwaltern bei der individuellen Verhandlung von Vertragsbedingungen in diesem Zusammenhang betonen und den Grundsatz des *comply or explain* als vorzugswürdig erachten<sup>48</sup>.

#### **4.2.4 Interessenkonflikte**

Interessenkonflikte sind nach Ansicht der EU-Kommission auf allen Ebenen zu bekämpfen, um das Engagement der Aktionäre zu fördern. Insbesondere die EU-Kommission will mit einer der zur Konsultation gestellten Fragen zu einer Einschätzung gelangen, ob Maßnahmen zur Verhinderung von Interessenkonflikten und/oder eine erweiterte Offenlegung möglicher Interessenkonflikte zwischen Anlegern bzw. Vermögensverwaltern und den Unternehmen, in die investiert wird, erforderlich sind. Hier ist die Mehrheit der Konsultationsteilnehmer der Ansicht, dass die bestehenden Regelungen in Bezug auf die Offenlegung von und den Umgang mit Interessenkonflikten ausreichend sind, allerdings unter der Voraussetzung, dass sie richtig angewendet werden<sup>49</sup>.

#### **4.2.5 Zusammenarbeit zwischen Aktionären**

Bestehende Hindernisse bei der Zusammenarbeit zwischen Aktionären müssen abgebaut werden. Zu diesen Hindernissen zählt die derzeitige Gestaltung der im europäischen Raum geltenden Regelungen für ein abgestimmtes Verhalten (*acting in concert*), die möglicherweise überdacht und überarbeitet werden müssten. Auch die Entwicklung von Aktionärsplattformen zum Informationsaustausch könnte zur besseren

---

<sup>47</sup> Vgl. u.a. *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 9; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, a.a.O. (Fn. 37), S. 12 f.

<sup>48</sup> Vgl. allgemein Feedback Statement, a.a.O. (Fn. 28), S. 12.

<sup>49</sup> Vgl. u.a. Stellungnahme der *Bundesrepublik Deutschland* vom 22.7.2011, S. 13 f. (abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/public-authorities/bundesregierung-deutschland\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/public-authorities/bundesregierung-deutschland_de.pdf)); jedoch bezog die Mehrheit der deutschen Konsultationsteilnehmer zu diesem Thema keine Stellung.

Zusammenarbeit zwischen Aktionären beitragen. Diese Themen will die EU-Kommission bei der angekündigten Harmonisierung des Wertpapierrechts in Europa behandeln.

Im Rahmen der Konsultation kristallisierte sich die Ansicht heraus, dass weitere bindende Regelungen auf europäischer Ebene nicht erforderlich sind<sup>50</sup>. Dennoch sprachen sich viele Konsultationsteilnehmer unter anderem für die Anpassung bestehender Regelungen zum abgestimmten Verhalten aus. Als besonders hilfreich wird hier insbesondere die Entwicklung einer Liste der Tatbestände, die nicht zu einem abgestimmten Verhalten führen, erachtet<sup>51</sup>.

#### **4.2.6 Stimmrechtsberater (*proxy advisor*)**

Die EU-Kommission ist der Ansicht, dass *proxy advisor*, also Berater für Stimmrechtsvertreter, über einen erheblichen Einfluss bei Abstimmungen, insbesondere bei Investitionen in ausländische Unternehmen, verfügen. Indes wurden die Grundrichtlinien für eine solche Beratung als nicht ausreichend transparent erachtet. Es wurde darüber hinaus die These aufgestellt, dass das Vorgehen der *proxy advisor* bei ihrer Beratung die Eigenarten des Unternehmens, der nationalen Gesetzgebung und bewährte Praktiken der Corporate Governance nicht ausreichend berücksichtigen. Ein weiteres Thema betrifft Interessenkonflikte, die auftreten können, wenn *proxy advisor* gleichzeitig Unternehmen, in die investiert wird, zu bestimmten Fragen der Corporate Governance und Aktionäre zu Beschlussvorlagen beraten.

---

<sup>50</sup> Vgl. u.a. *Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, Stellungnahme vom 22.7.2011, S. 16 (abrufbar unter: [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/5143C794F97585C8C12578DA004DD253/\\$FILE/D9B2B93D0ABE74D4C12578CE002693E2.pdf?openelement&cb\\_content\\_name\\_utf=2011-07-22%20DAI-response%20Green%20Paper%20CG.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/5143C794F97585C8C12578DA004DD253/$FILE/D9B2B93D0ABE74D4C12578CE002693E2.pdf?openelement&cb_content_name_utf=2011-07-22%20DAI-response%20Green%20Paper%20CG.pdf)).

<sup>51</sup> Vgl. allgemein Feedback Statement, a.a.O. (Fn. 28), S. 14.

Der Ansicht der EU-Kommission über die Notwendigkeit der Erhöhung der Transparenz im Zusammenhang mit der Arbeit der *proxy advisor* schließt sich die Mehrheit der Konsultationsteilnehmer an<sup>52</sup>.

#### **4.2.7 Identifikation der Aktionäre**

Viele Unternehmen möchten ihre Aktionäre kennen, um leichter in einen Dialog mit ihnen treten zu können. Dafür sind weitere Anforderungen an die Transparenz der Anteilseignerverhältnisse, einschließlich des wirtschaftlichen Eigentums der Aktien, erforderlich. Die Einführung von Offenlegungspflichten für Derivate ist z. B. im Rahmen der bereits erwähnten Überarbeitung der Transparenzrichtlinie geplant<sup>53</sup>. In Deutschland gilt eine solche Offenlegungspflicht seit dem 1. Februar 2012<sup>54</sup>.

Maßnahmen, die die Identifikation von Aktionären durch den jeweiligen Emittenten vereinfachen, werden von den Konsultationsteilnehmern mehrheitlich befürwortet, auch wenn einige die derzeit auf Grundlage der bestehenden Transparenzrichtlinie vorhandenen nationalen Maßnahmen als ausreichend erachten. Gegen einen europaweit einheitlichen Mechanismus für die Identifikation der Aktionäre werden Datenschutzthemen sowie die dadurch entstehenden Kosten angeführt<sup>55</sup>.

#### **4.2.8 Schutz der Minderheitsaktionäre**

Über weitere Schutzrechte der Minderheitsaktionäre, insbesondere bei Unternehmen mit einem beherrschenden Aktionär, ist nach Ansicht der EU-Kommission nachzudenken. Ein möglicher Lösungsansatz könnte darin bestehen, Minderheitsaktionären von Unternehmen mit einem

---

<sup>52</sup> Vgl. u.a. *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 15; *Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, a.a.O. (Fn. 50), S. 16 f.

<sup>53</sup> Vgl. Fußnote 46.

<sup>54</sup> Siehe § 25a WpHG, nF.

<sup>55</sup> Insgesamt kritisch *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, a.a.O. (Fn. 40), S. 9 f.; befürwortend u.a. *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 16.; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, a.a.O. (Fn. 37), S. 13 f.

beherrschenden Aktionär zusätzliche Rechte einzuräumen. Zudem könnte der Missbrauchsgefahr bei Transaktionen mit nahestehenden Personen durch die Beauftragung eines unabhängigen Gutachters oder durch einen zustimmenden Beschluss der Hauptversammlung unter Ausschluss des beherrschenden Aktionärs entgegengewirkt werden.

Die Stellungnahmen zu diesem Thema deuten darauf hin, dass der bestehende Schutz von Minderheitsaktionären von der Mehrheit der Konsultationsteilnehmer als ausreichend angesehen wird<sup>56</sup>. Dies gilt auch im Hinblick auf Transaktionen mit nahestehenden Personen. Weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene könnten höchstens dazu dienen, die Vergleichbarkeit auf europäischer Ebene zu verbessern (*level playing field*).

#### **4.2.9 Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern**

Die Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern, die ein besonderes Interesse an der langfristigen Unternehmensentwicklung haben, soll neu belebt werden. Dafür bemüht sich die EU-Kommission um eine Einschätzung, wie eine Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern auf EU-Ebene gefördert werden könnte. Die Konsultationsteilnehmer vertreten überwiegend die Meinung, dass solche Maßnahmen nicht auf europäischer Ebene forciert werden sollten. Die Entscheidung, ob und wenn ja, welche Maßnahmen ergriffen werden, sollte im Ermessen der Unternehmen liegen<sup>57</sup>.

### **4.3 Comply or explain**

Die EU-Kommission hält in ihrem Grünbuch 2011 fest, dass sie auch im Lichte der Finanzkrise und der Analysen im Zusammenhang mit den Unzulänglichkeiten der Corporate Governance den *comply or explain*-

---

<sup>56</sup> Vgl. *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 9; *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 16 ff.

<sup>57</sup> Vgl. u.a. *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21), S. 18 f.; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, a.a.O. (Fn. 37), S. 16; *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 10.

Ansatz für den richtigen hält. Sie möchte allerdings die Qualität der Erläuterungen verbessern, weil es Mängel bei der Anwendung des *comply or explain*-Ansatzes gegeben habe, Effizienz und Nutzen des *comply or explain*-Grundsatzes also nicht optimal gewesen seien<sup>58</sup>. Anpassungen seien erforderlich, um eine bessere Funktionsweise sicherzustellen, ohne jedoch den grundsätzlichen Ansatz in Frage zu stellen. In diesem Zusammenhang erwägt die EU-Kommission auch eine bessere Überwachung der Transparenz hinsichtlich des *comply or explain*-Grundsatzes.

Als Ergebnis der Konsultation ist festzuhalten, dass die überwiegende Mehrheit der Teilnehmer sich für eine detaillierte, verständliche Erläuterung und Beschreibung der Alternativlösungen ausspricht, wobei etliche Teilnehmer deutlich machen, dass sie die bestehenden nationalen Regeln als ausreichend erachten<sup>59</sup>.

Insbesondere spricht sich die Mehrheit der Teilnehmer gegen eine Autorisierung der Aufsichtsbehörden aus, die informative Qualität der Begründungen der Abweichungen zu überwachen. Eine solche Beurteilung finde bereits durch die Aktionäre einerseits und durch die Abschlussprüfer andererseits und eben auch generell durch den Markt statt<sup>60</sup>.

#### 4.4 Stellungnahmen des EU-Parlaments

Der Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments hat bereits am 27. Oktober 2011 den Entwurf seines Berichts zu einem Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen<sup>61</sup> veröffentlicht und zu

---

<sup>58</sup> Diese Kritik ist bezogen auf Deutschland nicht nachvollziehbar, da das *comply or explain*-Prinzip im Jahr 2010 zu 100% erfüllt wurde. Insgesamt wurden 96,3% aller Empfehlungen befolgt, im Übrigen wurden die Abweichungen begründet; vgl. *von Rosen*, *Börsen-Zeitung* vom 16.3.2011, S. B2.

<sup>59</sup> Vgl. u.a. *Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages*, a.a.O. (Fn. 21), S. 7; *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, a.a.O. (Fn. 40), S. 11; *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21), S. 10.

<sup>60</sup> Vgl. u.a. *Lutter*, a.a.O. (Fn. 31), S. 13; *Seibert*, a.a.O. (Fn. 17), S. 15; *Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages*, a.a.O. (Fn. 21), S. 7, Ziffer 4.13 f.; *Peltzer*, a.a.O. (Fn. 33), S. 968.

<sup>61</sup> Vgl. (2011/2181(INI)) abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARL+PE->

den im Grünbuch 2011 zur Diskussion gestellten Vorschlägen Stellung genommen.

#### **4.4.1 Allgemeine Erwägungen**

Der Rechtsausschuss begrüßt die Initiative der EU-Kommission im Bereich der Überarbeitung der europäischen Corporate Governance und spricht sich für grundlegende und einheitliche Corporate Governance-Maßnahmen auf europäischer Ebene aus, die über die von der EU-Kommission angesprochenen Themen hinausgehen<sup>62</sup>. Er fordert die EU-Kommission auf, die Rolle der Ausschüsse<sup>63</sup> zu stärken. Im Gegensatz zur Mehrheit der Konsultationsteilnehmer befürwortet der Rechtsausschuss zudem, bestimmte Maßnahmen auch für nicht-börsennotierte Unternehmen ab einer bestimmten Größe für anwendbar zu erklären.

#### **4.4.2 Aufsichtsorgan**

Auch der Rechtsausschuss spricht der Verantwortlichkeit des Vorsitzenden des Aufsichtsorgans und der richtigen Zusammensetzung<sup>64</sup> des Aufsichtsrats eine besondere Rolle zu. Er hebt hervor, dass Mandatsträger hinreichend Zeit für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben aufwenden müssen, folgt dabei aber nicht dem *one-size-fits-all*-Ansatz einer pauschalen Mandatsbegrenzung, sondern möchte diese Beurteilung den Unternehmen individuell überlassen. Ferner spricht sich der Rechtsausschuss für flexible selbstgesetzte Zielquoten der Frauenrepräsentanz und für eine freiwillige externe Evaluierung der Effektivität des Aufsichtsorgans aus und

---

475.797+01+DOC+PDF+V0//DE&language=DE; die Abstimmung im Plenum ist für den 12.3.2012 vorgesehen.

<sup>62</sup> Zum Beispiel bedauert der Rechtsausschuss, dass "wichtige Aspekte der Corporate Governance, wie etwa Beschlussfassung des Verwaltungsrats, Zuständigkeiten der Direktoren, Unabhängigkeit der Direktoren, Interessenkonflikte oder Einbeziehung der Aktionäre im Grünbuch nicht zur Sprache kommen"; vgl. S. 3, Ziffer 2 (2011/2181(INI)).

<sup>63</sup> Ausdrücklich genannt werden Audit, Vergütung und Ernennung; vgl. S. 3, Ziffer 3 (2011/2181(INI)).

<sup>64</sup> Besetzung des Aufsichtsorgans mit unabhängigen Einzelpersonen, die verschiedene Kompetenzen, Erfahrungen und Hintergründen aufweisen; vgl. S. 4, Ziffer 8 (2011/2181(INI)).

befürwortet die Offenlegung der Vergütungspolitik unter Beachtung der Privatsphäre der geschäftsführenden und nicht-geschäftsführenden Mitglieder. Darüber hinaus stellt der Rechtsausschuss klar, dass das Aufsichtsorgan für die Überprüfung und Billigung der Unternehmensstrategie, wozu auch das Risikomanagement gehört, zuständig ist.

#### **4.4.3 Aktionäre**

Nach Auffassung des Rechtsausschusses soll das Engagement der Aktionäre in deren eigenem Ermessen liegen, wobei der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre, insbesondere hinsichtlich des Informationsanspruchs gegenüber dem Unternehmen, berücksichtigt werden müsse. Die Vermögensverwalter seien durch die institutionellen Investoren zu überwachen und nicht weiterer gesetzlicher Regelungen zu unterwerfen. Interessenkonflikte seien grundsätzlich offenzulegen und es solle klare, einheitliche Definitionen bzw. Regelungen bezüglich eines *acting in concert* geben.

Der Rechtsausschuss spricht sich auch für die Einführung einheitlicher Maßnahmen zur elektronischen Stimmabgabe aus und stellt sich positiv in Bezug auf Regelungen zur Transparenz und Offenlegung von Interessenkonflikten bei *proxy advisor*.

Im Hinblick auf Transaktionen mit nahestehenden Personen fordert der Rechtsausschuss die EU-Kommission auf, Maßnahmen auf europäischer Ebene zu ergreifen, etwa in Form einer nicht bindenden Maßnahme wie einer Empfehlung.

Weiter spricht sich der Rechtsausschuss für eine Mindestharmonisierung auf europäischer Ebene bezüglich der Offenlegung wesentlicher Beteiligungen aus und schlägt für die Beteiligung von Arbeitnehmern freiwillige Maßnahmen auf nationaler Ebene vor.

#### 4.4.4 Comply or Explain

Der Rechtsausschuss ist der Auffassung, der *comply or explain*-Grundsatz sei ein nützliches Instrument und spricht sich, sofern von Kodex-Empfehlungen abgewichen wird, für eine angemessene Begründung einschließlich der Beschreibung und Erläuterung von Alternativansätzen aus.

### 5. WAS BRINGT DIE EU ALS NÄCHSTES?

#### 5.1 Entwurf CRD IV

Der Änderungsentwurf zur Kapitaladäquanzrichtlinie vom 20. Juli 2011<sup>65</sup> (CRD IV-Entwurf) enthält in der Geschichte der EU-Kommission auch für den Finanzsektor und insbesondere auch für Banken erstmals detaillierte zwingende gesetzliche Regelungen der Corporate Governance. Mag man sich auch der Ansicht anschließen, dass Unzulänglichkeiten der Corporate Governance im Finanzsektor, insbesondere bei Banken, mit verantwortlich für die Finanzkrise waren, so geht die hier im Entwurf vorgelegte Regelungsbreite und Regelungstiefe weit über alles hinaus, was sinnvolle Corporate Governance sein kann. In Einzelfällen kann zwar durchaus überlegt werden, ob bisherige *soft law*-Ansätze für Banken in zwingendes Recht gegossen werden sollen. Nicht zu verstehen ist indes, warum der CRD IV-Entwurf verbindliche technische Standards vorsieht, wodurch Detailregelungen, die von der Europäische Bankenaufsicht (*European Banking Authority*, EBA) zu entwickeln sind, zu sehr spezifischen Themen wie der Zusammensetzung des Aufsichtsorgans und der Eigenschaften seiner einzelnen Mitglieder eingeführt werden sollen<sup>66</sup>. Zu diesen Themen kann es nur sinnvoll sein, eine auf das Einzelunternehmen angepasste Zielvorstellung im Aufsichtsorgan selbst zu entwickeln und dieses auch nicht aus der Verantwortung zu entlassen, um nicht Gefahr zu laufen,

---

<sup>65</sup> Vgl. 2011/0203 (COD) (CRD IV-Entwurf), abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:DE:PDF>.

<sup>66</sup> Vgl. CRD IV-Entwurf, a.a.O. (Fn. 65), Art. 87, S. 90 ff.

lediglich Kästchen anzukreuzen, was die EU-Kommission gerade verhindern wollte. Es bleibt zu hoffen, dass der CRD IV-Entwurf diesbezüglich grundsätzlich überarbeitet und verkürzt wird. Allerdings hat sich der Rechtsausschuss des EU-Parlaments in seinem Berichtsentwurf zum CRD IV-Entwurf grundsätzlich positiv zu den Erwägungen der EU-Kommission geäußert<sup>67</sup>.

Der CRD IV-Entwurf gilt grundsätzlich nur für Kreditinstitute. Ausweislich der *Frequently Asked Questions*<sup>68</sup>, die in diesem Zusammenhang von der EU-Kommission vorgelegt wurden, ist nach Ansicht der EU-Kommission im Hinblick auf die gewünschte Konvergenz im Finanzsektor anzunehmen, dass diese Themen auch in anderen Bereichen des Finanzsektors Berücksichtigung finden werden. Dies ist bereits zu beobachten bei dem Vorschlag zur MIFID II-Richtlinie<sup>69</sup>. Mag der Ansatz im Versicherungssektor auch in einem post-Lamfalussy-Verfahren mit einer prinzipienbasierten Solvency II-Rahmenrichtlinie ein anderer sein und mögen insbesondere die Themen Corporate Governance und Risikomanagement immer schon einen besonderen Stellenwert in Säule II gehabt haben, so ist doch zu befürchten, dass die Regelungsdichte des CRD IV-Entwurfs, so sie nicht erheblich eingeschränkt wird, auch Auswirkungen auf Versicherungen haben wird – und warum dann nicht auch auf alle börsennotierten Unternehmen insgesamt. Dies gilt es durch steten Austausch mit allen zuständigen Stellen und Mitarbeitern der EU-Kommission mit dem Ziel der Erhaltung ausreichender unternehmerischer Freiheit auf europäischer Ebene zu verhindern.

---

<sup>67</sup> Vgl. COM(2011)0453 – C7-0210/2011 – 2011/0203(COD), abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=%2f%2fEP%2f%2fNONSGML%2bCOMPARL%2bPE-478.507%2b01%2bDOC%2bPDF%2bV0%2f%2fEN>.

<sup>68</sup> Abrufbar unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/527&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>69</sup> Vgl. KOM(2011) 656, abrufbar unter: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:DE:PDF>.

## 5.2 Konsultation zum Gesellschaftsrecht und weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene

Anfang 2012 soll eine Online-Konsultation zum Gesellschaftsrecht eingeleitet werden. Die EU-Kommission hat bereits angekündigt, die Ergebnisse dieser neue Konsultation abzuwarten und erst nach entsprechender Auswertung etwaige Maßnahmen auf den Gebieten des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance einzuleiten. Es soll somit ein gebündelter Ansatz verfolgt werden.

## 5.3 Ausblick

Das Grünbuch 2010 hat deutlich gemacht, dass "die Stärkung der Corporate Governance (...) das Herzstück des von der Kommission erstellten Programms zur Finanzmarktreform und Krisenverhütung [ist]."<sup>70</sup>

An dieser Grundüberzeugung hat sich in Brüssel und insbesondere auch bei dem derzeitigen Binnenmarktkommissar Michel Barnier nichts geändert. Grundsätzlich ist hiergegen auch nichts einzuwenden.

Bei aller neu erkannten Regelungsbedürftigkeit im Finanzsektor darf jedoch niemals vergessen werden, dass wirtschaftliches Wachstum unternehmerische Freiheit verlangt und unternehmerische Freiheit ohne das Eingehen von Risiken nicht denkbar ist. Gute Unternehmensführung bedeutet daher, immer nur das absolut Nötigste in Regelungssätzen festzuhalten und dann allenfalls im Wege des *soft law*, also unter Verwendung des *comply or explain*-Ansatzes.

Wir werden uns also noch einige Zeit im Spannungsverhältnis zwischen Corporate Governance einerseits und Regulierungsnotwendigkeit andererseits befinden. Die Regulierung wiederum befindet sich in einem notwendigen Verhältnis zum Thema der Umsetzung einerseits und Kontrolle etwa durch die Aufsichtsbehörden andererseits. Die Kontrolle durch die Aufsichtsbehörde soll sich allerdings auf den Finanzsektor und

---

<sup>70</sup> Vgl. KOM(2010) 284 endgültig, a.a.O. (Fn. 11), S. 2.

die Notwendigkeiten des Kapitalmarkts beschränken, nicht jedoch auch außerhalb des Finanzsektors in die Corporate Governance hineinreichen. Bei alledem ist zu bedenken, dass gute Unternehmensführung eine Frage der unternehmensinternen Kultur ist. Diese zu stärken ist Aufgabe der Unternehmer unseres Landes und der Europäischen Union. Wir sind also alle selbst aufgerufen, unseren Beitrag zu guter Unternehmensführung, also einer Verbesserung der Corporate Governance zu leisten und auf diesem Weg auch übermäßige Einschränkungen der unternehmerischen Freiheit durch Regelungssätze auf europäischer und nationaler Ebene auf ein Minimum zu beschränken<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup> Grds. gegen übermäßige Regulierung: *Hopt*, EuZW 2011, S. 609 f.; *Lutter*, a.a.O. (Fn. 31), S. 13; *Seibert*, a.a.O. (Fn. 17), S. 15, *BDI/BDA*, a.a.O. (Fn. 21); *Regierungskommission DCGK*, a.a.O. (Fn. 21); *Handelsrechtsausschuss des DAV*, a.a.O. (Fn. 37); *Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages*, a.a.O. (Fn. 21); *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, a.a.O. (Fn. 40); *Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)*, a.a.O. (Fn. 32); *Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, a.a.O. (Fn. 52); Stellungnahme der *Bundesrechtsanwaltskammer*, a.a.O. (Fn. 44).



**Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht der  
Universität Bonn**

Center for European Economic Law, University of Bonn  
Centre de droit Economique Européen de l'Université de Bonn

Leitung: Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Everling  
Prof. Dr. Meinhard Heinze †  
Prof. Dr. Matthias Herdegen  
Prof. Dr. Ulrich Huber  
Prof. Dr. Rainer Hüttemann, Dipl.-Volksw.  
Prof. Dr. Christian Koenig, LL.M.  
Prof. Dr. Matthias Leistner, LL.M.  
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Marcus Lutter (Sprecher)  
Prof. Dr. Wulf-Henning Roth, LL.M. (Gfd. Direktor)  
Prof. Dr. Dres. h.c. Karsten Schmidt  
Prof. Dr. Gregor Thüsing, LL.M.  
Prof. Dr. Gerhard Wagner, LL.M.  
Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M.

Anschrift: Adenauerallee 24-42, D - 53113 Bonn  
Telefon: 0228 / 73 95 59  
Telefax: 0228 / 73 70 78  
E-Mail: [zew@uni-bonn.de](mailto:zew@uni-bonn.de)  
URL: [www.zew.uni-bonn.de](http://www.zew.uni-bonn.de)  
URL: [www.zew.uni-bonn.de](http://www.zew.uni-bonn.de)

[...]

**Die Gesamtliste aller Veröffentlichungen dieser Schriftenreihe ist sowohl auf der Internetpräsenz als auch im ZEW erhältlich.**

- Nr. 150     Sammelband: Symposion zu Ehren von Ulrich Everling „Die Entwicklung einer europäischen Grundrechtsarchitektur“, 2005, mit Beiträgen von Vassilios Skouris, Matthias Herdegen, Thomas Oppermann, Jürgen Schwarze, Ulrich Everling (vergriffen)
- Nr. 151     Jan M. Smits, European Private Law, 2006
- Nr. 152     Juliane Kokott, Anwältin des Rechts – Zur Rolle der Generalanwälte beim Europäischen Gerichtshof, 2006
- Nr. 153     Martin Nettesheim, Grundfreiheiten und Grundrechte in der Europäischen Union – Auf dem Wege zur Verschmelzung?, 2006
- Nr. 154     Sammelband: Festsymposion zu Ehren von Bruno Kropff „40 Jahre Aktiengesetz“, 2005, mit Beiträgen von Marcus Lutter, Mathias Habersack, Holger Fleischer, Johannes Semler, Bruno Kropff
- Nr. 155     Christian Waldhoff, Rückwirkung von EuGH-Entscheidungen, 2006; vergriffen
- Nr. 156     W. Rainer Walz, Non-Profit-Organisationen im europarechtlichen Zugwind, 2006
- Nr. 157     Theodor Baums, Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht, 2007
- Nr. 158     Christian Tomuschat, Die Europäische Union und ihre völkerrechtliche Bindung, 2007
- Nr. 159     Ansgar Staudinger, Stand und Zukunft des Europäischen Verbraucherrechts, 2007
- Nr. 160     Christian Calliess, Die Dienstleistungsrichtlinie, 2007
- Nr. 161     Corinna Ullrich, Die Richtlinie zu der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten, 2007

- Nr. 162 Klaus Kinkel, Quo vadis Europa?, 2007
- Nr. 163 Peter Hommelhoff, Die „Europäische Privatgesellschaft“ am Beginn ihrer Normierung, 2008
- Nr. 164 Robert Rebhahn, Aktuelle Entwicklungen des europäischen Arbeitsrechts, 2008
- Nr. 165 Martin Böse, Die strafrechtliche Zusammenarbeit in Europa – Stand und Perspektiven, 2008
- Nr. 166 Thomas von Danwitz, Rechtsschutz im Bereich polizeilicher und justizieller Zusammenarbeit der Europäischen Union, 2008
- Nr. 167 Matthias Leistner, Konsolidierung und Entwicklungsperspektive des Europäischen Urheberrechts, 2008
- Nr. 168 Peter Hemeling, Die Societas Europaea (SE) in der praktischen Anwendung, 2008
- Nr. 169 Ulrich Immenga, Leitlinien als Instrument europäischer Wettbewerbspolitik, 2008
- Nr. 170 Rupert Scholz, Nach Lissabon und Dublin: Die Europäische Union am Scheideweg, 2008
- Nr. 171 Hanno Kube, EuGH-Rechtsprechung zum direkten Steuerrecht - Stand und Perspektiven, 2009
- Nr. 172 Piet Jan Slot, Recent Developments in EC State Aid Law, 2009
- Nr. 173 Stefan Leible, Rom I und Rom II: Neue Perspektiven im Europäischen Kollisionsrecht, 2009
- Nr. 174 Herbert Kronke, Transnationales Handelsrecht in der Reifeprüfung: Die UNIDROIT-Arbeiten 1998 – 2008, 2009
- Nr. 175 Stefan Bechtold, Optionsmodelle und private Rechtsetzung im Urheberrecht am Beispiel von Google Book Search, 2010
- Nr. 176 Claus Dörr, Perspektiven des gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruches, 2010
- Nr. 177 Ulrich Tödtmann, Persönliche Beteiligung von Vorstandsmitgliedern am Verlust der Aktiengesellschaft, 2010
- Nr. 178 Carsten Grave, Banken-Fusionskontrolle in der Finanzkrise, 2010

- Nr. 179 Fabian Amtenbrink, Ratings in Europa: Kritische Anmerkungen zum europäischen Regulierungsansatz, 2010
- Nr. 180 Wolfgang Durner, Verfassungsrechtliche Grenzen richtlinienkonformer Rechtsfortbildung, 2010
- Nr. 181 Laurens Jan Brinkhorst, Staatliche Souveränität innerhalb der EU ?, 2010
- Nr. 182 Alfred Dittrich, Geldbußen im Wettbewerbsrecht der Europäischen Union, 2010
- Nr. 183 Marc Amstutz, Die soziale Verantwortung von Unternehmen im europäischen Recht, 2010
- Nr. 184 Joachim Hennrichs – Wienand Schruff, Stand und Perspektiven des Europäischen Bilanzrechts – aus Sicht von Wissenschaft und Praxis, 2011
- Nr. 185 Verica Trstenjak, Internetverträge in der Rechtsprechung des EuGH im Bereich des Verbraucherschutzes, 2011
- Nr. 186 Michel Fromont, Souveränität, Verfassung und Europa: Ein Vergleich der deutschen und französischen Perspektive, 2011
- Nr. 187 Joachim Schindler, Aktuelle Überlegungen zu Fraud und Illegal Acts im Rahmen der Jahresabschlussprüfung unter besonderer Berücksichtigung der in der EU geltenden Prüfungsgrundsätze, 2011
- Nr. 188 Lubos Tichy, Die Überwindung des Territorialitätsprinzips im EU-Kartellrecht, 2011
- Nr. 189 21. Europa-Symposium zu den Rechtsfragen des Europäischen Finanzraumes, 2011
- Nr. 190 Jan Ceysens, Die neue europäische Aufsichtsarchitektur im Finanzbereich, 2011
- Nr. 191 Christoph G. Paulus, Genügen vertragsrechtliche Behelfe, um künftige Staatenkrisen in den Griff zu bekommen?, 2012
- Nr. 192 Christian Armbrüster, Das Unisex-Urteil des EuGH (Test-Achats) und seine Auswirkungen, 2012
- Nr. 193 Daniela Weber-Rey, Corporate Governance in Europa: die Initiativen der Kommission, 2012