



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 9.4.2014  
SWD(2014) 126 final

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

*Begleitunterlage zum*

**Vorschlag für eine**

**RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES  
zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der  
langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf  
bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung**

**und**

**EMPFEHLUNG DER KOMMISSION  
zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung ("Comply or  
Explain")**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

## **1. EINLEITUNG**

In den vergangenen Jahren sind bei der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften in Europa gewisse Mängel festgestellt worden. Diese Mängel betreffen verschiedene mit der Corporate Governance befasste Akteure, nämlich Verwaltungsratsmitglieder, Aktionäre (institutionelle Anleger und Vermögensverwalter) und Berater für die Stimmrechtsvertretung.

Auf EU-Ebene wurden bisher nur einige wichtige Aspekte der Corporate Governance harmonisiert. Hier ist insbesondere die Richtlinie 2007/36/EG über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften zu nennen. Diese Richtlinie enthält Bestimmungen über die Teilnahme an Hauptversammlungen. Im Aktionsplan der Kommission zum europäischen Gesellschaftsrecht und zur Corporate Governance<sup>1</sup> wurde die Notwendigkeit einer Verbesserung des derzeitigen Rechtsrahmens hervorgehoben. In der vorliegenden Folgenabschätzung werden mögliche Wege zur Erreichung der Ziele dieses Aktionsplans untersucht.

## **2. PROBLEMSTELLUNG**

In der vorliegenden Folgenabschätzung werden mehrere Probleme auf dem Gebiet der Corporate Governance analysiert. Zu den Hauptproblemen der Corporate Governance gehören die Trennung von Eigentum und Kontrolle und das Auftraggeber-Vertreter-Verhältnis zwischen Aktionären und Verwaltungsratsmitgliedern. Durch die Übertragung der Unternehmensleitung von den Aktionären („Auftraggeber“) an die Verwaltungsratsmitglieder („Vertreter“) erhalten die Verwaltungsratsmitglieder die Möglichkeit, eher in ihrem eigenen Interesse als im Interesse der Aktionäre zu handeln. Dies kann eine unzureichende Corporate Governance und Leistungsentwicklung von Gesellschaften nach sich ziehen. Heute sind institutionelle Anleger und Vermögensverwalter eine wichtige Kraft auf den Aktienmärkten und die Mittlertätigkeiten innerhalb der Investitionskette (Übertragung der täglichen Verwaltung der Anlage an Vermögensverwalter) haben erheblich zugenommen. Durch die Zunahme der Mittlertätigkeiten sind in der Investitionskette Anreize entstanden, die kurzfristige Wertentwicklung oftmals in den Mittelpunkt zu stellen und die Vorteile der Einbeziehung der Aktionäre nicht ausreichend zu nutzen. Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter sind daher häufig abwesend und interessieren sich nicht für die Führung der Unternehmen. Dadurch wird das Vertretungsproblem zwischen Aktionären und Verwaltungsratsmitgliedern verschärft, was wiederum zu einer suboptimalen Leistungsentwicklung börsennotierter Gesellschaften führt. Untersuchungen zeigen, dass ein langfristiges Engagement der Aktionäre nicht nur die Wertentwicklung für Anleger verbessert, sondern auch zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsentwicklung der Unternehmen beiträgt.

### **2.1. Unzureichendes Engagement der institutionellen Anleger und der Vermögensverwalter**

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die Kontrolle durch die Aktionäre im Finanzsektor nicht ordnungsgemäß funktionierte. Anstatt der übermäßigen kurzfristigen Risikobereitschaft von Vermögensverwaltern Einhalt zu gebieten, unterstützten die Aktionäre diese in vielen Fällen noch. Die Aktionäre börsennotierter Gesellschaften unterscheiden sich im Allgemeinen nicht

---

<sup>1</sup> COM(2012) 740 final

wesentlich von denen der Finanzinstitute und es liegen konkrete Anhaltspunkte dafür vor, dass die derzeitige „Überwachung“ von Unternehmen, in die investiert werden soll, sowie das Engagement der institutionellen Anleger und der Vermögensverwalter nicht optimal sind. Studien zufolge konzentrieren sich institutionelle Anleger und ihre Vermögensverwalter oft auf Aktienkursbewegungen und die Struktur von Kapitalmarktindizes anstatt auf die langfristige Wertentwicklung von Unternehmen. Dadurch können suboptimale Renditen für die Endbegünstigten (z. B. künftige Rentner) erzielt werden, und es wird kurzfristig Druck auf die Gesellschaften ausgeübt.

Die Ursache für kurzfristig orientiertes Anlageverhalten scheint in abweichenden Interessen von Vermögenseigentümern und Vermögensverwaltern zu liegen. Eigentümer umfangreicher Vermögenswerte wie Pensionsfonds und Versicherer verfolgen wegen ihrer langfristigen Verbindlichkeiten langfristige Interessen. Bei der Auswahl und Bewertung von Vermögensverwaltern verlassen sie sich jedoch häufig auf Referenzwerte wie Marktindizes, und die Leistung des Vermögensverwalters wird oft vierteljährlich bewertet. Bei einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung kann der Vermögensverwalter sein Mandat verlieren. Folglich steht für viele Vermögensverwalter der kurzfristige Erfolg, gemessen an einem Referenzwert oder anderen Vermögensverwaltern, im Mittelpunkt, obwohl die Endbegünstigten an der langfristigen absoluten Wertentwicklung der Anlage interessiert sind. Kurzfristige Anreize führen dazu, dass Investitionen auf der Grundlage von Fundamentaldaten und längerfristigen Aussichten sowie die Steigerung des langfristigen Wertes durch die Einbeziehung der Aktionäre in den Hintergrund treten; so wird kurzfristig Druck auf die Unternehmen ausgeübt und es gibt keine Anreize für Investitionen, mit denen die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen gesteigert werden könnte.

Es gibt eine zunehmende – wenn auch vergleichsweise immer noch begrenzte – Zahl von Anlegern, die bestrebt ist, eine überdurchschnittliche Wertentwicklung mit einer langfristigen Wertschöpfung zu verbinden. Zu ihren Anlagestrategien gehört auch, dass sie sich in die Unternehmen einbringen, in die investiert wird.

## **2.2. Unzureichende Verknüpfung von Vergütung und Leistung der Verwaltungsratsmitglieder**

Auch die Überwachung der Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder durch die Aktionäre hat sich als unzureichend erwiesen. Die Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder ist ein wesentlicher Faktor, mit dem die Interessen der Verwaltungsratsmitglieder mit denen der Aktionäre in Einklang gebracht werden und gewährleistet wird, dass die Verwaltungsratsmitglieder im Interesse der Gesellschaft handeln. Überwachen die Aktionäre die Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder nicht, besteht das Risiko, dass die Verwaltungsratsmitglieder eine Strategie anwenden, die sie persönlich belohnt, aber nicht unbedingt zur langfristigen Leistung des Unternehmens beiträgt. Der derzeitige Rechtsrahmen weist mehrere Mängel auf. Erstens sind die von den Gesellschaften veröffentlichten Informationen nicht umfassend, eindeutig oder vergleichbar. Zweitens verfügen die Aktionäre oftmals nicht über genügend Instrumente, um ihre Meinung zur Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder zu äußern.

## **2.3. Fehlende Überwachung von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre**

Bei Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen, also Transaktionen zwischen einem Unternehmen und seinen Geschäftsführern, Verwaltungsratsmitgliedern,

kontrollierenden Unternehmen oder Aktionären, können Unternehmen und damit den (Minderheits-)Aktionären Werte verloren gehen. In den meisten Fällen haben die Aktionäre vor geplanten Transaktionen keinen ausreichenden Zugang zu Informationen und keine geeigneten Instrumente, um gegen missbräuchliche Transaktionen vorzugehen. Mehr Kontrollrechte in Bezug auf solche Transaktionen würden institutionelle Anleger und Vermögensverwalter – die in den meisten Fällen Minderheitsaktionäre sind –, in die Lage versetzen, ihre Anlagen besser zu schützen

#### **2.4. Mangelhafte Transparenz bei Beratern für die Stimmrechtsvertretung**

Berater für die Stimmrechtsvertretung geben den Anlegern Empfehlungen, wie sie auf Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften abstimmen sollen. Angesichts der Vielzahl grenzüberschreitender Bestände vieler institutioneller Anleger und Vermögensverwalter sowie der komplexen Fragen, die es zu berücksichtigen gilt, sind Berater für die Stimmrechtsvertretung oft unverzichtbar. Sie üben somit einen beträchtlichen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten der Anleger aus. Mängel wurden insbesondere in Bezug auf die Beratungsqualität und auf Interessenkonflikte festgestellt.

#### **2.5. Schwierige und teure Ausübung der mit Aktien verbundenen Rechte**

Für Anleger ist es besonders bei in verschiedenen Ländern gehaltenen Aktien schwierig, die mit den Aktien verbundenen Rechte auszuüben. Werden Aktien über Verwahrketten mit Finanzintermediären gehalten, werden die Informationen – vor allem bei Zwischenschaltung vieler Intermediäre zur Führung von Depotkonten – nicht von den Unternehmen an die Aktionäre weitergegeben oder die Stimmen der Aktionäre gehen verloren. Zudem besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass die Stimmrechte von den Finanzintermediären missbraucht werden. Die drei Hauptursachen für die Beeinträchtigung der Systeme sind: fehlende Möglichkeiten für Unternehmen, Anleger zu identifizieren, Mangel an rechtzeitiger Übermittlung von Informationen und Übertragung von Rechten in der Investitionskette sowie Preisdiskriminierungen bei grenzüberschreitenden Beständen.

#### **2.6. Unzureichende Qualität der Informationen über Corporate Governance**

Es wurden Mängel hinsichtlich der Qualität der von börsennotierten Gesellschaften in der EU erstellten Corporate-Governance-Berichte festgestellt, insbesondere hinsichtlich der Erklärungen für Abweichungen von den Empfehlungen der Corporate-Governance-Kodizes. In über 60 % der Fälle, in denen sich die Gesellschaften gegen die Anwendung der Empfehlungen entschieden, lieferten sie keine ausreichenden Erklärungen dafür. Eine unzureichende Berichterstattung macht es schwieriger für die Aktionäre, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen und sich in die Gesellschaft einzubringen.

#### **2.7 Subsidiarität**

Die Zuständigkeit für Maßnahmen beruht auf Artikel 50 Absatz 2 Buchstabe g AEUV. Die wachsende Bedeutung grenzüberschreitender Aktienanlagen (rund 44 % der gesamten Marktkapitalisierung börsennotierter Gesellschaften in der EU entfallen auf ausländische Anleger) und die Veränderungen in der Aktieninvestitionskette rechtfertigen bestimmte gezielte Maßnahmen auf EU-Ebene zum Schutz der Interessen der Aktionäre und anderen Interessenträger. Nur eine begrenzte Zahl von Mitgliedstaaten hat bisher Maßnahmen zur Bewältigung der genannten Probleme getroffen oder zieht dies in Erwägung; diese Maßnahmen können jedoch keine wirksamen Lösungen bieten. Maßnahmen der

Mitgliedstaaten führen wahrscheinlich zu unterschiedlichen Regelungen und somit zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen. Dadurch kann das reibungslose Funktionieren des Binnenmarkts untergraben oder behindert werden.

### 3. POLITISCHE OPTIONEN, FOLGENABSCHÄTZUNG UND WAHL DER BEVORZUGTEN OPTION

#### 3.1. Stärkung der Einbeziehung der institutionellen Anleger und der Vermögensverwalter

<b>Politische Optionen</b>
<b>1 Beibehaltung des Status quo</b>
<b>2 Empfehlungen zur Transparenz bei institutionellen Anlegern und bei Vermögensverwaltern in Bezug auf ihr Abstimmungsverhalten und Engagement sowie in Bezug auf bestimmte Aspekte der Vermögensverwaltungsmandate</b>
<b>3 Zwingende Transparenz bei institutionellen Anlegern und bei Vermögensverwaltern in Bezug auf ihr Abstimmungsverhalten und Engagement sowie in Bezug auf bestimmte Aspekte der Vermögensverwaltungsmandate</b>

Bewertung der politischen Optionen			
	Wirksamkeit	Effizienz	Kohärenz
Option 1: Beibehaltung des Status quo	0	0	0
Option 2: Empfehlung zur Transparenz bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern	+	+	+
Option 3: Verbindliche Vorschriften zur Transparenz bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern	++	+	+

#### **Option 3 ist die bevorzugte Option:**

Diese Option würde mehr Transparenz bezüglich der Anreize schaffen, die Vermögenseigentümer ihren Vermögensverwaltern bieten, damit diese im langfristigen Interesse ihrer Endbegünstigten handeln und Anlagestrategien verfolgen, die eine Einbeziehung der Aktionäre beinhalten. Vermögensverwalter müssten ihre Maßnahmen zur Einbeziehung der Aktionäre, den Nutzen dieser Maßnahmen und die Art und Weise, wie sie die in ihrem Mandat festgelegten Strategien umsetzen, offenlegen. Wesentliche einschlägige Informationen würden den Vermögenseigentümern fundiertere Entscheidungen über ihre Anlagepolitik erlauben und sie dazu anregen, sich stärker in die Unternehmen, in die investiert werden soll, einzubringen. Transparenz bezüglich der Kosten häufiger Portfoliotransaktionen der Vermögensverwalter kann den Umfang solcher Transaktionen

mindern und dazu beitragen, dass der fundamentale Wert der Unternehmen stärker in den Mittelpunkt rückt und dieser Wert durch die Einbeziehung der Aktionäre gesteigert wird. Diese Maßnahmen können letztlich zu Kosteneinsparungen und einer besseren Rendite für die Vermögenseigentümer und die Endbegünstigten führen. Eine stärkere Konzentration auf die Fundamentaldaten und die Fähigkeit von Unternehmen, realen Wert zu schaffen, könnte besonders börsennotierten KMU zugutekommen. Ein stärkeres Engagement und eine längerfristige Perspektive könnten auch dazu beitragen, dass Unternehmen mehr in Forschung und die Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit investieren und so mehr Arbeitsplätze geschaffen werden.

Verbindliche Transparenzvorschriften würden am ehesten eine positive Veränderung bewirken und dabei die Kosten in Grenzen halten.

### 3.2. Schaffung einer besseren Verknüpfung von Vergütung und Leistung

Politische Optionen
1 Beibehaltung des Status quo
2 Verbindliche Vorschriften zur Transparenz bei der Vergütung
3 Abstimmung der Aktionäre über die Vergütung

Bewertung der politischen Optionen			
	Wirksamkeit	Effizienz	Kohärenz
Option 1: Beibehaltung des Status quo	0	0	0
Option 2: Verbindliche Vorschriften zur Transparenz bei der Vergütung	+	+	+
Option 3: Abstimmung der Aktionäre über die Vergütung	+	++	+

**Die Optionen 2 und 3 sind die bevorzugten Optionen:** Würden den Aktionären klare, umfassende und vergleichbare Informationen über die Vergütungspolitik und die individuelle Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder zur Verfügung gestellt, könnten sie eine wirksame Kontrolle ausüben. Eine EU-weite Harmonisierung der Offenlegungsvorschriften würde die Informationsasymmetrie beseitigen und dadurch die Vertretungskosten auf ein Minimum reduzieren. Sie hätte positive Auswirkungen auf grenzüberschreitende Anlagen, da der Informationsvergleich erleichtert würde und die Einbeziehung leichter und somit kostengünstiger wäre. Zudem würden Unternehmen gegenüber anderen Interessenträgern stärker in die Verantwortung genommen.

Erhielten die Aktionäre das Recht, über die Vergütung abzustimmen, hätten sie ein wirkungsvolles Instrument zur Überwachung der Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder und zur Förderung ihrer eigenen Einbeziehung in die Unternehmen. Gleichzeitig würde die Verknüpfung zwischen Entgelt und Leistung verbessert.

### 3.3. **Transparenz und Überwachung von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen**

<b>Politische Optionen</b>
<b>1 Beibehaltung des Status quo</b>
<b>2 Nicht zwingende Maßnahmen als Orientierungshilfe</b>
<b>3 Erhöhung der Transparenzanforderungen für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen</b>
<b>4 Abstimmung der Aktionäre über die wichtigsten Transaktionen</b>

Bewertung der politischen Optionen			
	Wirksamkeit	Effizienz	Kohärenz
Option 1: Beibehaltung des Status quo	0	0	0
Option 2: Nicht zwingende Maßnahmen als Orientierungshilfe	≈	≈	+
Option 3: Erhöhung der Transparenzanforderungen für Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen	+	+	+
Option 4: Abstimmung der Aktionäre über die wichtigsten Transaktionen	++	++	+

**Die Optionen 3 und 4 sind die bevorzugten Optionen:** Erhielten Anleger Ex-ante-Informationen über die wichtigsten Transaktionen, könnten sie (insbesondere Minderheitsaktionäre) gegen ungerechtfertigte Transaktionen vorgehen und sich stärker in das Unternehmen einbringen; mit ihrer Stimmabgabe könnten sie missbräuchliche Transaktionen ablehnen. Eine Abstimmung der Aktionäre würde Unternehmensleiter außerdem zur Reflexion über Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen anregen. Diese Kombination könnte sich positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit und Überlebensfähigkeit der Unternehmen sowie auf grenzüberschreitende Anlagen auswirken.

Verbindliche Vorschriften sind wahrscheinlich wirksamer als Orientierungshilfen.

### 3.4. **Transparenz bei Beratern für die Stimmrechtsvertretung**

<b>Politische Optionen</b>
<b>1 Beibehaltung des Status quo</b>
<b>2 Empfehlungen zur Transparenz in Bezug auf die Methode und auf Interessenkonflikte</b>
<b>3 Verbindliche Offenlegungspflichten in Bezug auf die Methode und Interessenkonflikte</b>
<b>4 Detaillierter rechtlicher Rahmen</b>

Bewertung der politischen Optionen			
	Wirksamkeit	Effizienz	Kohärenz
Option 1: Beibehaltung des Status quo	0	0	0
Option 2: Empfehlungen zur Transparenz	≈	+	++
Option 3: Verbindliche Transparenzvorschriften	+	++	+
Option 4: Detaillierter rechtlicher Rahmen	++	-	-

**Option 3 ist die bevorzugte Option:** Wäre in Bezug auf die zwei Hauptprobleme (Methode und Handhabung möglicher Interessenkonflikte) eine Offenlegung vorgeschrieben, würde sich der Druck auf die Berater für die Stimmrechtsvertretung erhöhen, geeignete Verfahren für diese wichtigen Aspekte festzulegen. Verbindliche Transparenzvorschriften wären wirksamer als nicht zwingendes Recht, würden aber nicht die mit einem detaillierten rechtlichen Rahmen verbundenen inflexiblen und unverhältnismäßig hohen Belastungen nach sich ziehen.

### 3.5. Identifizierung der Aktionäre und Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte durch Führer von Depotkonten

Politische Optionen
1 Beibehaltung des Status quo
2 Mindestvorschriften auf EU-Ebene
3 Detaillierte Anforderungen bezüglich der Möglichkeit zur Identifizierung der Aktionäre und Verpflichtungen zur Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten durch Finanzintermediäre

Bewertung der politischen Optionen			
	Wirksamkeit	Effizienz	Kohärenz
Option 1: Beibehaltung des Status quo	0	0	0
Option 2: Mindestvorschriften auf EU-Ebene	+	++	+
Option 3: Mechanismen zur Identifizierung der Aktionäre Verpflichtungen für	++	++	+

Finanzintermediäre			
--------------------	--	--	--

**Option 3 ist die bevorzugte Option:** Indem Finanzintermediäre, die Depotkonten führen, verpflichtet werden, der Gesellschaft die Identifizierung der Aktionäre als Dienstleistung anzubieten, wird der direkte Kontakt zwischen Aktionär und Gesellschaft erleichtert. Durch die Verpflichtung der Finanzintermediäre, aktienbezogene Informationen zu übermitteln, die Ausübung der Aktionärsrechte zu erleichtern und Preisunterschiede bei grenzüberschreitender Ausübung dieser Rechte zu begründen, wird sichergestellt, dass die Stimmen der Aktionäre nicht verloren gehen und dass sich die Aktionäre über die Grenzen hinweg wirksamer engagieren können.

### 3.6. Qualitative Verbesserung der Berichterstattung über Corporate Governance

Politische Optionen
1 Beibehaltung des Status quo
2 Empfehlung mit Leitlinien
3 Detaillierte Anforderungen zur Berichterstattung über Corporate Governance

Bewertung der politischen Optionen			
	Wirksamkeit	Effizienz	Kohärenz
Option 1: Beibehaltung des Status quo	0	0	0
Option 2: Empfehlung mit Leitlinien	+	++	++
Option 3: Detaillierte Vorschriften	++	+	+

**Option 2 ist die bevorzugte Option:** Leitlinien zu den Erklärungen für Abweichungen von Kodizes dürften Unternehmen mehr Sicherheit bei der Erstellung und qualitativen Verbesserung von Corporate-Governance-Berichten geben. Die Leitlinien würden den Unternehmen den Anreiz verschaffen, mehr über ihre Corporate-Governance-Regelungen nachzudenken und diese gegebenenfalls zu verbessern. Dies könnte zu einer besseren Leistungsentwicklung beitragen und durch eine höhere Transparenz und eine bessere Vergleichbarkeit der Berichte auch zu grenzüberschreitenden Anlagen.

## 4. ALLGEMEINE AUSWIRKUNGEN DES MAßNAHMENPAKETS

Der vorgeschlagene Ansatz stellt ein Paket einander ergänzender Maßnahmen dar. Dieses Maßnahmenpaket ist Teil der Arbeit der Kommission auf dem Gebiet der langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft. Es bietet den Aktionären eine längerfristige Perspektive und trägt somit dazu bei, die Betriebsbedingungen börsennotierter Gesellschaften zu verbessern.

Mit den bevorzugten Optionen soll sichergestellt werden, dass den Anlegern klare, umfassende und vergleichbare Informationen zur Verfügung stehen. Auf diese Weise werden Hindernisse für die Einbeziehung vor allem grenzüberschreitend tätiger Anleger beseitigt.

Eine größere Transparenz bezüglich der Auswirkungen von Anlagestrategien führt dazu, dass Anleger und Endbegünstigte fundiertere Entscheidungen treffen, und bietet Anlegern Anreize, sich stärker in die Unternehmen, in die investiert werden soll, einzubringen. Eine stärkere Einbeziehung der Aktionäre dürfte sich positiv auf den Shareholder Value und auf die Effizienz, die Wettbewerbsfähigkeit und die Leistungsentwicklung des Zielunternehmens auswirken.<sup>2</sup>

Das vorgeschlagene Maßnahmenpaket könnte daher positive Auswirkungen auf die langfristige Überlebensfähigkeit börsennotierter Gesellschaften haben. Dies schließt auch KMU ein, die von einem besseren Zugang zu den Kapitalmärkten profitieren dürften. Einige positive soziale Auswirkungen wären ebenfalls zu erwarten, da langfristig orientierte Unternehmen mehr Arbeitsplätze schaffen könnten. Mit besonderen Umwelteinflüssen wird nicht gerechnet.

Das Maßnahmenpaket würde zu einem höheren Verwaltungsaufwand führen, auch für börsennotierte KMU. Da jedoch vor allem Maßnahmen in Bezug auf Transparenz und Veröffentlichung vorgesehen sind und ein gewisses Maß an Transparenz bereits auf freiwilliger Basis eingeführt wurde oder angewendet wird, wären diese Kosten begrenzt. Zudem werden die Kosten gleichmäßig auf die verschiedenen Interessenträger verteilt.

## **5. BEWERTUNG**

Fünf Jahre nach Ablauf der Umsetzungsfrist ist eine Bewertung der Auswirkungen des Maßnahmenpakets durchzuführen. Auf der Grundlage der Bewertungsergebnisse kann überlegt werden, ob Änderungen angemessen wären.

---

<sup>2</sup> Bei Einbeziehung der Aktionäre in die Corporate Governance, wobei die Vergütung ein zentrales Thema ist, lassen sich im Verlauf eines Jahres eine kumulierte abnormale Rendite und eine „Buy and Hold“-Rendite von durchschnittlich 7-8 % erzielen; die Kapitalkosten der Unternehmen können gesenkt und ihre Governance und Rentabilität erheblich verbessert werden.