

**regierungskommission@dcgk.de**  
Regierungskommission  
Deutscher Corporate Governance Kodex  
c/o Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main

Datum

Frankfurt, den 30.1.2019

## Stellungnahme zum Entwurf des Corporate Governance Kodex 2018/2019

Als Vertreter der deutschen Fondsbranche begrüßt der BVI<sup>1</sup> das Ziel der Reform, die Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex (der „Kodex“) bei Anlegern und Emittenten zu erhöhen und die Lesbarkeit zu verbessern. Die Mitglieder des BVI halten in ihren Fonds die Aktien zahlreicher deutscher Emittenten. Sie handeln in ihrem Engagement gegenüber diesen Emittenten als Treuhänder der Anleger und haben daher ein Interesse an deren verantwortungsvoller Führung. Der Kodex ist Maßstab unserer Mitglieder für die Analyse der der Hauptversammlung vorgeschlagenen Beschlüsse.<sup>2</sup>

Im Hinblick auf die Vorschläge haben wir folgende grundsätzliche Anmerkungen:

- **„Apply and explain“:** Wir befürworten den Ansatz des „apply and explain“. Dieser könnte den Anlegern eine bessere Einschätzung der Governance der Emittenten ermöglichen. Ein wirklicher Mehrwert kann durch diesen Ansatz jedoch nur erzielt werden, wenn er auch für die Empfehlungen und Anregungen gilt. Emittenten haben bei den Empfehlungen und Anregungen regelmäßig Spielraum für Interpretationen, so dass die Information, wie sie Empfehlungen und Anregungen Folge leisten, für die Beurteilung der Governance von hoher Relevanz ist. Um eine Akzeptanz des Grundsatzes bei den Emittenten zu erreichen, sollte die Regierungskommission für Grundsätze, die nicht das Gesetz wiedergeben, sowie für Empfehlungen und Anregungen kurz und präzise erläutern, wie die Emittenten über deren Umsetzung berichten können.
- **Nachhaltigkeit:** Wir begrüßen die Nennung von sozialen und Umweltfaktoren in der Präambel. Nachhaltigkeit ist ein wesentlicher Baustein einer zukunftsgerichteten Unternehmensführung. Es gelingt im Entwurf allerdings nicht, dies in den Grundsätzen adäquat abzubilden. Die Vorschläge für

<sup>1</sup> Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 106 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 22 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU und der am zweitschnellsten wachsende Markt.

<sup>2</sup> vgl. BVI-Analyseleitlinien für Hauptversammlungen, Ziffer 7, verfügbar unter [www.bvi.de/regulierung/branchenstandards/analyse-leitlinien-fuer-hauptversammlungen-althv/](http://www.bvi.de/regulierung/branchenstandards/analyse-leitlinien-fuer-hauptversammlungen-althv/)



die Vorstandsvergütung etwa sehen keine langfristige Perspektive der erfolgsabhängigen Vergütung vor. Eine kurzfristige (jährliche) Erfolgsmessung trägt erfahrungsgemäß nicht zu einer strategisch vernünftigen langfristigen Ausrichtung des Emittenten bei. Diese ist jedoch zwingend erforderlich.

- **Berücksichtigung von Aktionärsrechten:** Die Änderung des Aufbaus nach Funktionen ist begründenswert. Allerdings halten wir die Gliederung in Leitung und Überwachung, Zusammensetzung des Aufsichtsrats, Besetzung des Vorstands und Vergütung noch nicht für ausgewogen. Die Darstellung der Aktionärsrechte ausschließlich in der Präambel ist nicht angemessen. Teil guter Governance ist deren angemessene Berücksichtigung. Auch wenn das Zweite Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie („ARUG II“) die Kommunikation zwischen Emittent und Aktionär verbessern soll und dabei auch einige Regelungen zugunsten der Hauptversammlung einführt, sehen wir noch hinreichend Raum für Empfehlungen oder Anregungen im Kodex, die Aktionärsrechte betreffen. Hierzu zählt etwa der Grundsatz, dass jede Aktie eine Stimme gewährt. Denn dieser bildet nicht nur das gesetzliche Verbot etwa von Mehrstimmrechten ab, sondern beinhaltet auch eine Empfehlung, keine neuen Vorzugsaktien auszugeben. Kritisch sehen wir auch die Streichung der bisherigen Anregung, bei einem Übernahmeangebot eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen (Ziffer 3.7). Aufgrund aktueller Fälle wie der Übernahme von Monsanto durch die Bayer AG besteht aus Sicht der Aktionäre vielmehr ein gesteigertes Bedürfnis, in derartigen Situationen die Hauptversammlung zu beteiligen. Die Anregung sollte daher im neuen Kodex als Empfehlung beibehalten werden. Soweit bestimmte Empfehlungen zwischenzeitlich Standard geworden sind, ist dies aus unserer Sicht kein Grund, diese aus dem Kodex zu streichen. Denn der Kodex sollte die relevanten Standards darstellen, selbst wenn sie aktuell weit verbreitete Praxis sind. Dies gilt etwa für die Nutzung moderner Kommunikationsmedien für die Hauptversammlung oder die Veröffentlichung des Finanzkalenders.
- **Detailgrad:** Wir befürworten grundsätzlich einen prinzipienbasierten Kodex, der einzelne Vorgaben nicht zu detailliert beschreibt. Deskriptive Vorgaben hindern die Möglichkeit, den jeweiligen Ansätzen der Emittenten gerecht zu werden. In dieser Hinsicht halten wir es nicht für zielführend, dass der Kodex mit den Vorgaben für die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats und für die Vergütung der Organe zwei Themen sehr detailliert regeln soll. Aus Sicht der Fondsbranche kann der Kodex im Zusammenhang mit den detaillierten Anforderungen nur bis zu einem gewissen Grad individuelle Anforderungen der Anleger an Emittenten ersetzen. Fondsgesellschaften etwa sind verpflichtet, eine Politik aufzustellen, wie sie die in den Portfolios gehaltenen Stimmrechte zum Nutzen der Fonds und deren Anleger ausüben. Sie werden in dieser immer ein individuelles Verständnis von Corporate Governance verankern.
- **Darstellung des geltenden Rechts:** Wir halten es für richtig, dass der Kodex auf die Darstellung kleinteiliger gesetzlicher Bestimmungen verzichtet. Zum besseren Gesamtverständnis halten wir es aber für sinnvoll, die gesetzlichen Bestimmungen in einem Annex darzustellen. Durch die vorgeschlagenen Streichung der Darstellung einiger gesetzlicher Regeln und die Beibehaltung anderer entsteht der Eindruck, die gestrichenen seien von geringerer Bedeutung, zum Beispiel die Nennung von Mehrstimmrechten oder Bezugsrechten bei Kapitalerhöhungen. Insbesondere für ausländische Investoren ist eine übersichtliche Darstellung des deutschen Aktienrechts hilfreich. Dies könnte zudem helfen, den Kodex selbst weiter zu komprimieren und die Relevanz des Kodex weiter zu steigern.



- **Umfang:** Mit 30 Grundsätzen und 63 Empfehlungen ist es nur teilweise gelungen, den Kodex zu entschlacken. Dies kann aus unserer Sicht zum einen dadurch verbessert werden, dass im Kodex selbst die Darstellung des geltenden Rechts – soweit für den Kontext nicht zwingend notwendig – in einen Anhang überführt wird und einzelne Vorgaben nicht zu detailliert beschrieben werden.

Zu den Änderungen im Einzelnen:

### **Präambel**

- Die Aussage, dass Aktionäre ihre Mitgliedschaftsrechte regelmäßig in der Hauptversammlung ausüben, sehen wir kritisch. Fondsgesellschaften können ihrem Verständnis als Treuhänder nur gerecht werden, wenn sie die Möglichkeit haben, aus ihrer Sicht kritische Punkte auch außerhalb der Hauptversammlung anzusprechen. Die Regelung im Kodex könnte Emittenten dazu verleiten, sich entsprechenden Gesprächen und Anforderungen zu entziehen. Die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie (SRD II) und der Referentenentwurf zum ARUG II sehen zudem den Dialog zwischen Emittenten und institutionellen Anlegern ausdrücklich vor. Dies sollte reflektiert werden. Die Erwähnung der Bedeutung institutioneller Anleger, die wir begrüßen, könnte damit verbunden werden.
- Die Präambel könnte deutlich verkürzt werden, indem gesetzliche Regelungen – soweit nicht für den Kontext notwendig – in einen Annex überführt werden.

### **A. Leitung und Überwachung**

- Die Empfehlung, die Geschäftsordnung des Aufsichtsrats auf der Internetseite zugänglich zu machen (A.1), begrüßen wir sehr.
- Ebenso begrüßen wir den Vorschlag, die Diversität bei der Besetzung von Führungspositionen zum Grundsatz zu erheben (Grundsatz 8). Wir sehen allerdings den dringenden Bedarf, dass der Kodex das bestehende Grundverständnis von Diversität vorgibt und darin zumindest Qualifikation, Herkunft und Geschlecht erfasst.
- Für die Geschäfte mit nahestehenden Personen gibt der Grundsatz 11 voraussichtlich allein das künftige Gesetz wieder. Soweit damit nicht noch über das Gesetz hinausgehende Folgen verbunden werden sollen, ist die Wiedergabe entbehrlich.
- Wir begrüßen den Vorschlag einer einheitlichen Berichterstattung (Grundsatz 17 und Empfehlungen).
- Wir sprechen uns gegen die Streichung der Transparenzvorgaben über die Beziehungen zum Abschlussprüfer (Empfehlung 7.2.1 des aktuellen Kodex) aus. Investoren bewerten die Unabhängigkeit teilweise anders, als das Gesetz dies vorgibt. Die entsprechende Transparenz ist für die Einschätzung wichtig.

### **B. Zusammensetzung des Aufsichtsrats**

- Wir begrüßen den Vorschlag, die Zugehörigkeit im Aufsichtsrat offen zu legen (B.4). Dies sollte dauerhaft erfolgen, auch das voraussichtliche Ende der aktuellen Bestellung umfassen sowie den aktuellen Lebenslauf inklusive der Angabe von Tätigkeiten in anderen Organen.
- Die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder ist für Investoren ein wichtiger Faktor (B.8). Der Kodex hat hier an vielen Stellen die Forderungen von Fondsgesellschaften aufgegriffen. Allerdings reicht dies nicht aus, um den allgemeinen Standard zu setzen, wenn wesentliche Forderungen wie eine maximale Zugehörigkeit von zehn Jahren (vgl. bspw. unsere Analyseleitlinien für Hauptver-



sammlungen 2019) nicht aufgegriffen werden. Wir würden befürworten, die in einer früheren Version des Kodex verankerte Empfehlung der Staffelung der Amtszeiten von Aufsichtsratsmitgliedern („staggered board“) wieder aufzugreifen. Diese hat sich zwar damals nicht durchgesetzt, aus Sicht der Aktionäre ist die Vorgehensweise aber weiterhin zu befürworten, um durch eine regelmäßige Veränderung eine effektive Überwachung zu fördern.

- Wir sehen die Empfehlung kritisch, zu begründen, falls die Gesellschaft ein Mitglied als unabhängig trotz Vorliegens gegenteiliger Indikatoren einstuft. Diese Empfehlung ermöglicht Emittenten erst, von dem allgemeinen Verständnis der Unabhängigkeit abzuweichen. Aus Sicht der Aktionäre verbleibt es aber dabei, dass das Aufsichtsratsmitglied nicht unabhängig ist. Die Empfehlung ist daher zu streichen.
- Wir begrüßen die Empfehlung, dass Aufsichtsratsmitglieder nicht in einer persönlichen Beziehung zu einem Wettbewerber stehen sollten.

#### **D. Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat**

- Wir begrüßen grundsätzlich die strukturellen Überlegungen zur Vergütung des Vorstands, die vorgeschlagene Vereinfachung (drei Säulen: fix, kurzfristig variabel, langfristig variabel, Verschiebung der Pensionsleistungen in Grundgehalt etc.) sowie die Vorgabe von Höchstgrenzen. Wir halten jedoch die Vorgaben im Einzelnen für zu detailliert, konkret und zu unflexibel, um den unterschiedlichen Situationen der Emittenten gerecht zu werden.
- Die variable Vergütung ist auch auf einen längerfristigen Erfolg auszurichten und darf nicht nur allein von der Zielerreichung in der betreffenden Periode (= Geschäftsjahr) abhängig gemacht werden (D.5). Das hindert eine langfristig strategisch vernünftige Ausrichtung.
- Wir sprechen uns gegen die detaillierten Vorgaben für die Vorstandsvergütung aus. Die Vorgaben sollten weiter prinzipienbasiert sein. Vorgaben wie die Auszahlung der kurzfristigen variablen Vergütung in bar oder langfristige Vergütung für Vorstände ausschließlich in Aktien mit Mindesthaltefrist von vier Jahren sind aus unserer Sicht zu konkret (D.7). Da verschiedene Vergütungsformen individuell angemessen sein können, führen zu konkrete Vorgaben zu einer unnötigen Einschränkung, die sich auf die Wettbewerbsfähigkeit der Emittenten auswirken kann. Der Aktienkurs ist zudem nicht in allen Fällen der alleinige sinnvolle Anknüpfungspunkt für die erfolgsorientierte Vergütung. Es liegt an den Investoren, die Angemessenheit der Vergütung aufgrund von Prinzipien zu beurteilen. Mit der Abstimmung über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht haben sie dabei neben der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder und der Entlastung beider Organe einige Mittel an der Hand. Der Kodex sollte sich vielmehr auf grundsätzliche Prinzipien und die Standardisierung der Transparenz fokussieren, denn ein Kodex kann keine materiellen Einzelheiten vorgeben und damit allen Fällen gerecht werden. Insgesamt sollte der Kodex vielmehr anerkennen, dass sich der Markt durch die Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung auf einen gemeinsamen Ansatz geeinigt hat. Auf diesen sollte der Kodex verweisen.
- Die Streichung der Mustertabellen sehen wir ebenfalls kritisch. Die künftigen Regeln zum Vergütungsbericht im Aktiengesetz werden zwar die Inhalte vorgeben, jedoch nicht den Aufbau und die Art der Darstellung. Ein Standard in dieser Hinsicht hilft Investoren, die Vergütung bei einzelnen Emittenten zu vergleichen.
- Wir sprechen uns gegen die Streichung des Selbstbehalts bei der D&O-Versicherung aus. Dies ist für Investoren von grundlegender Bedeutung. Daher ist die Forderung nach einem angemessenen Selbstbehalt in unseren Analyseleitlinien zur Hauptversammlung verankert. Wir halten den Selbstbehalt für durchaus geeignet, das Bewusstsein von Aufsichtsratsmitgliedern für eine pflichtgemäße Überwachung zu schärfen. Dies gilt selbst dann, wenn Aufsichtsratsmitglieder persönlich eine Versi-



cherung für den Selbstbehalt abschließen. Der Selbstbehalt fördert ein umsichtigeres Handeln von Aufsichtsräten aufgrund potentieller persönlicher Haftung, das auch im Fall einer persönlichen Versicherung relevant werden kann.

**Generelle Anmerkungen zur Begründung:**

- In der Begründung werden passiv verwaltete Indexfonds von „aktiven Investoren“ unterschieden (Teil C I (3)). Zur Klarstellung weisen wir darauf hin, dass Verwalter von Indexfonds nicht gleichzusetzen sind mit passiven Investoren. Denn die Unterscheidung aktiv/passiv im Hinblick auf die Anlagestrategie gibt keine Auskunft darüber, wie intensiv die Fondsgesellschaft ihre Rolle als Aktionär in den im Portfolio gehaltenen Aktien wahrnimmt.
- Da EU-regulierte Fondsgesellschaften verpflichtet sind, eigene Abstimmungsleitlinien aufzustellen, sind die Leitlinien von Stimmrechtsberatern für diese Investoren von untergeordneter Bedeutung. Die Rolle von Fondsgesellschaften als aktive Aktionäre gebietet es, dass diese sich eine eigene Meinung über Aspekte der Corporate Governance auch im Hinblick auf die von ihnen genutzten Anlagestrategien bilden. So verständlich der Wunsch nach einer Harmonisierung des Verständnisses von Corporate Governance ist (Teil C I (4)) – der Kodex kann in dieser Hinsicht nur einen Standard setzen, wenn er die Meinung der EU-regulierten Fondsgesellschaften abbildet.

Für Rückfragen und Diskussionen stehen wir gerne zur Verfügung.