

2. HALBJAHR 2014

# Kurvenlage.

HALBJAHRESBERICHT DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

Schwerpunkt:

**NEUSTART**  
IN BRÜSSEL



# BERICHT ÜBER DAS 2. HALBJAHR 2014

1. Juli bis 31. Dezember 2014

Deutsches Aktieninstitut e.V.

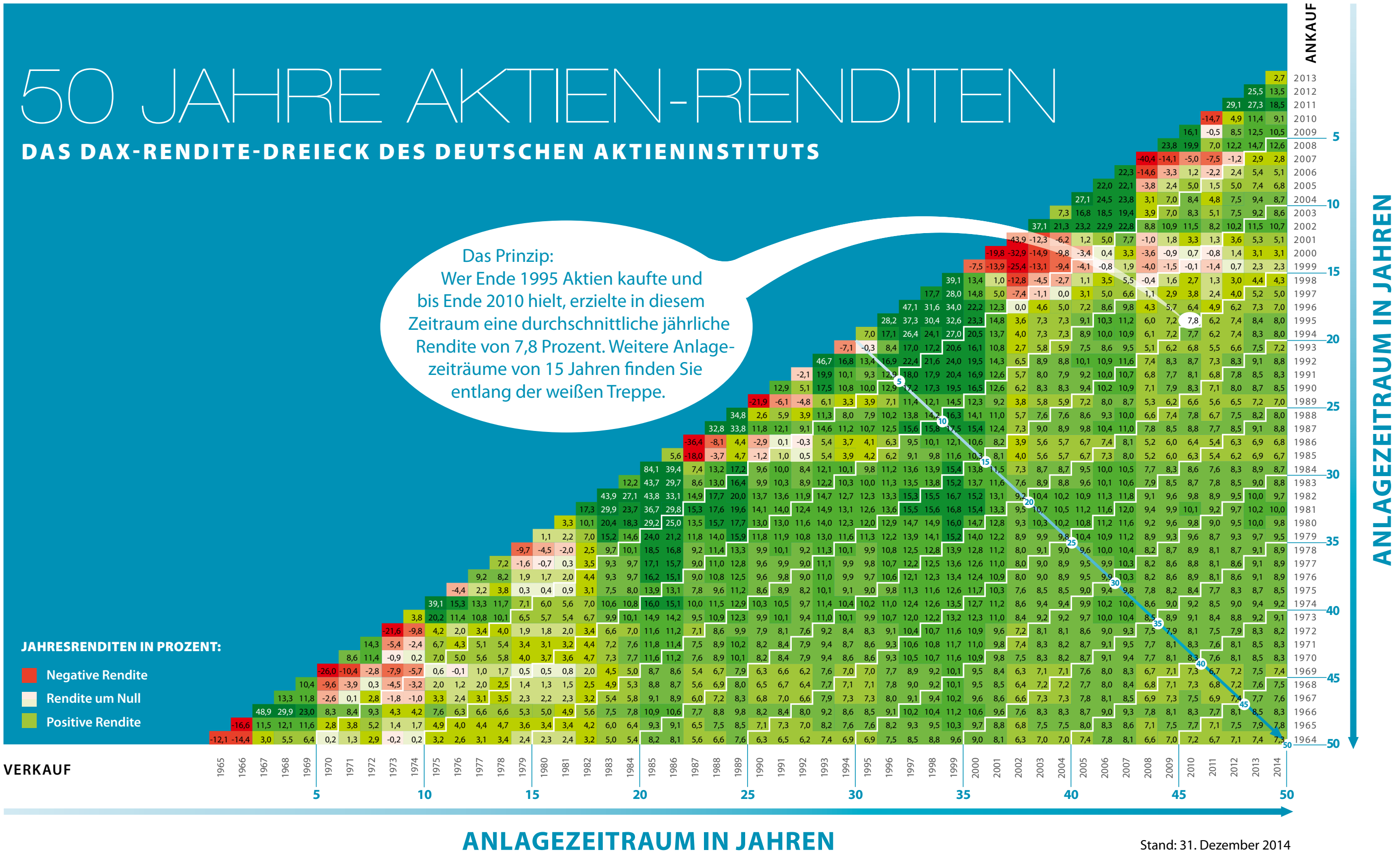
Frankfurt am Main

# Das DAX-Rendite-Dreieck des Deutschen Aktieninstituts

zeigt deutlich die Chancen der Aktienanlage und untermauert unsere grundsätzliche Empfehlung „pro Aktie“. Die anschauliche Darstellung macht das DAX-Rendite-Dreieck zu einem Klassiker der **Anlageberatung**. Auch für **Schulungen** oder zur Illustration anlagebezogener Publikationen ist es hervorragend geeignet.

Gerne informiert Sie Claudia Franke (franke@dai.de), wie Sie das DAX-Rendite-Dreieck des Deutschen Aktieninstituts für Ihre Zwecke einsetzen können – ob als kostenfreien PDF-Download, als Poster im Format DIN A3 oder lizenziert für den Eigendruck mit Ihrem Logo.

Weitere Informationen finden Sie unter **[www.dai.de/renditedreieck](http://www.dai.de/renditedreieck)**.



# Inhalt

## 08 Neue Spielmacher für Europa

**Dr. Christine Bortenlänger**

Geschäftsführender Vorstand, Deutsches Aktieninstitut

## 10 Kapitalmarktunion für leistungsfähige Kapitalmärkte in Europa

**Werner Baumann**

Präsident, Deutsches Aktieninstitut

## 14 Perspektiven der europäischen Kapitalmarktregulierung

**Markus Ferber, MdEP**

Erster stellvertretender Vorsitzender des Ausschusses für Wirtschaft und Währung im Europäischen Parlament

## 18 Brüsseler Herbstempfang des Deutschen Aktieninstituts: Wirtschaft trifft Politik

## 20 EU-Finanzkommissar Hill spricht beim Deutschen Aktieninstitut

## 24 Industrie 4.0 braucht den digitalen Binnenmarkt in Europa

**Günther Oettinger**

EU-Kommissar für Digitale Wirtschaft und Gesellschaft

## 28 Die Ziele der neuen EU-Kommissare Věra Jourová und Lord Jonathan Hill im Interview

## 30 Die neue EU-Kommission: Spitzenjahrgang oder alter Wein in neuen Schläuchen?

**Jan Bremer**

Leiter des EU-Verbindungsbüros, Deutsches Aktieninstitut

## 32 Berlin arbeitet am Investitionsschub für Deutschland

**Sabine Heimbach**

Leiterin des Hauptstadtbüros, Deutsches Aktieninstitut

## 34 Regierungskommission intensiviert den Dialog mit der nationalen und europäischen Politik

**Dr. Manfred Gentz**

Vorsitzender der Regierungskommission  
Deutscher Corporate Governance Kodex

## 38 Für eine verfassungsfeste Geschlechterquote

**Dr. Cordula Heldt**

Leiterin Corporate Governance und Gesellschaftsrecht,  
Deutsches Aktieninstitut

## 40 Aktien und Stiftungen – ein ideales Paar

**Dr. Gerrit Fey**

Leiter Kapitalmarktpolitik, Deutsches Aktieninstitut

## 42 Belegschaftsaktien: Angemessene Anreize setzen, Implementierung entbürokratisieren

**Dr. Norbert Kuhn**

Leiter Unternehmensfinanzierung, Deutsches Aktieninstitut

## 46 Veranstaltungstermine 2015



## 48 Politische Arbeit 2. Halbjahr 2014

### 50 Primärmärkte

### 51 Markt für Neuemissionen

### 52 Belegschaftsaktien

### 53 Derivateregulierung

### 54 Wertpapierprospekte

### 55 Bankenstrukturreform

### 56 Indexregulierung

### 57 Regulierung von Geldmarktfonds

### 58 Inkonsistenzen in der Finanzmarktregulierung

### 59 Kleinanlegerschutzgesetz

### 60 Sekundärmärkte

### 61 Finanztransaktionssteuer

### 61 Marktmissbrauch

### 62 EU-Transparenzrichtlinie

### 63 Transparenz der Aktienmärkte

### 64 BaFin-Umlagefinanzierung

### 65 Extraterritoriale Anwendung von US-Recht

### 66 Übernahmerecht und Delisting

### 67 Grenzüberschreitende Verschmelzungen und Spaltungen

### 67 Verbriefungsmarkt

### 68 EU-Reform der Abschlussprüfung

### 70 Corporate Governance

### 71 Corporate Social Responsibility

### 72 Aktionärsrechterichtlinie und Comply-or-Explain-Prinzip

### 74 Aktienrechtsnovelle

### 75 Geschlechterquote

### 76 Unternehmensstrafrecht

### 77 Organhaftung

### 78 Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex

### 79 Evaluierung des Spruchverfahrensgesetzes

### 80 Ökonomische Bildung

### 81 Regulierung der Anlageberatung

## 82 Positionspapiere 2. Halbjahr 2014

## 86 Konferenzen und Tagungen 2. Halbjahr 2014

## 92 Publikationen und Studien 2. Halbjahr 2014

## 96 Arbeitskreise 2. Halbjahr 2014

## 98 Vorstand und Präsidium zum 31. Dezember 2014

## 100 Gastredner bei Veranstaltungen 2. Halbjahr 2014

## 104 Ansprechpartner

## GESCHICHTE DER ENERGIE-AKTIE

### 22 Alles im Fluss Energienmärkte – voller Spannung und Widerstände

### 44 Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks-Aktiengesellschaft (VEBA): Eine frühe Volksaktie mit viel Energie

### 84 Siemens & Halske Aktiengesellschaft: Mit Anlauf an die Börse

### 90 Fürther Actien-Gesellschaft für Gasbeleuchtung: Fürth geht ein Gaslicht auf

### 94 Berliner Städtische Elektrizitätswerke AG (Bewag): Bewag elektrisiert Berlin



Dr. Christine Bortenlänger  
Geschäftsführender Vorstand  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

# Neue Spielmacher für Europa

”

Im November 2014 wurde nach dem Europäischen Parlament auch die EU-Kommission neu aufgestellt. Kommissionspräsident Juncker hat mit der Organisation seiner Kommission Neuland betreten, indem er zwanzig Fachkommissare sieben Vizepräsidenten zuordnete. Vizepräsidenten und Kommissare sollen quasi in einer neuen „Spielaufstellung“ gemeinsam für Europa kämpfen. Während die Kommissare das gesammelte Fachwissen ihrer personell stark besetzten Generaldirektionen in die Waagschale werfen können, steht dem Vizepräsident ein Vetorecht zu, das er einsetzen kann, wenn er den Vorschlag eines Kommissars für falsch oder überflüssig hält. Es wird spannend werden zu beobachten, ob die Zusammenarbeit der Kommissare und Vizepräsidenten reibungslos funktionieren und von Erfolg gekrönt sein wird. Da es sich bei den Mitgliedern der EU-Kommission durch die Bank um profilierte Politiker aus den Mitgliedstaaten handelt, wird wohl häufig die Chemie zwischen den einzelnen Persönlichkeiten den Ausschlag geben, ob und wie man „Tore schießt“. Spannend bleibt auch die Frage, ob und inwieweit der Kommissionspräsident bei möglichen Konflikten in das Geschehen eingreifen und in welchen Fällen er von seinen Kollegen als Schlichter angerufen werden wird.

Kommissionspräsident Juncker hat aber nicht nur hinsichtlich der organisatorischen Aufstellung seiner Kommission einen Neuanfang gewagt. Er hat auch die Ziele neu justiert, die in der europäischen Zusammenarbeit verfolgt werden sollen. Ganz oben auf der Agenda der Kommission stehen Impulse für Arbeitsplätze, Wachstum und Investitionen, gefolgt von der Digitalen Wirtschaft, der Energieunion und dem Klimaschutz. Seinem Finanzkommissar Lord Jonathan Hill hat Juncker deshalb als Zielvorgabe die „Schaffung einer Finanzierungsquelle für langfristige und innovative Projekte durch Weiterentwicklung und engere Verflechtung der EU-Kapitalmärkte“ ins Stammbuch geschrieben.

Die Kapitalmarktunion und ihre Ausgestaltung stehen damit im Raum. Ein zentraler Aspekt, der mit der Schaffung einer Kapitalmarktunion verbunden wird, ist die Beseitigung der Fragmentierung der europäischen Finanzmärkte, um auf diese Weise die Finanzierung der Realwirtschaft zu sichern. Der bessere Zugang der Unternehmen – kleiner wie größer – zu den Kapitalmärkten Europas ist für den Unternehmenserfolg und damit die gesamte europäische Wirtschaft von zentraler Bedeutung.

Mit Blick auf die Debatte um die Rahmenbedingungen der europäischen Kapitalmärkte hat sich das Deutsche Aktieninstitut mit seinem Positionspapier „The Road to Growth: Setting Capital Markets Regulation Right“ direkt nach „Spielbeginn“ im November in die Diskussion eingebracht. Auch wenn das Positionspapier nicht die umfassende Blaupause für eine Kapitalmarktunion darstellt, gibt es entscheidende „taktische“ Hinweise, was getan werden muss, damit die Kapitalmärkte in Europa besser zusammenspielen.

Kapitalmärkte weiterzuentwickeln und enger aufeinander abzustimmen ist eine wichtige und definitiv herausfordernde Zielsetzung für Europa. Die Europäische Union bei dem Projekt Kapitalmarktunion zu beraten, ist eine Aufgabe, für die das Deutsche Aktieninstitut als erfahrener Spieler mit seinem Fachwissen und seiner langjährigen Erfahrung im Kapitalmarktbereich prädestiniert ist. Gehen wir es gemeinsam an!



Werner Baumann, Präsident, Deutsches Aktieninstitut e.V., Mitglied des Vorstands, Bayer AG

# Kapitalmarktunion für leistungsfähige Kapitalmärkte in Europa

EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker hat es zu seiner politischen Priorität erklärt, neue Impulse für Arbeitsplätze, Wachstum und Investitionen in Europa zu setzen. An diesem Kernziel seiner politischen Leitlinien wird man die Arbeit der EU-Kommission in den nächsten fünf Jahren messen.

Wachstum entsteht aus innovativen Ideen. Unternehmerpersönlichkeiten mit innovativen Ideen sind eine Seite der Medaille, aber es muss sich auch jemand finden, der ein unternehmerisches Wagnis oder eine spätere Ausweitung der Geschäfte finanziert. Dies ist eine Kernfunktion von Kapitalmärkten: Sie stellen Investitionskapital bereit und verteilen dabei das Investitionsrisiko auf viele Kapitalgeber. Im Gegenzug profitieren die Kapitalgeber von den Gewinnen der Unter-

nehmen. Deshalb sind Kapitalmärkte ein wichtiger Baustein für die Vermögensbildung privater Haushalte.

Daneben sind Kapitalmärkte für das unternehmerische Risikomanagement unverzichtbar. Sie ermöglichen es, Währungs-, Zins- oder Rohstoffpreisrisiken abzusichern, die nicht dem operativen Geschäft entstammen. Auch dies ist für Wachstum und Beschäftigung von hoher Bedeutung, denn Unternehmer können sich dadurch besser auf ihre eigentliche Aufgabe konzentrieren.

Hier kommt das wohl wichtigste Projekt der Kapitalmarktpolitik der neuen EU-Kommission ins Spiel: die Kapitalmarktunion. Jean-Claude Juncker und sein für dieses Thema zuständiger Kommissar Lord Jonathan Hill wollen mit dieser die Finanzierung von Unternehmen verbessern und die Integration der Kapitalmärkte der Europäischen Union vorantreiben.

Die Vision einer Kapitalmarktunion bietet die Chance, die Einstellung zu den Kapitalmärkten zum Positiven zu wenden, indem ihre Rolle für Wachstum und Beschäftigung in Europa anerkannt wird. Dieser Perspektivenwechsel ist überfällig, denn die öffentliche Wahrnehmung der Kapitalmärkte und auch die Wahrnehmung in der Politik sind nicht zuletzt wegen der Finanzkrise häufig mehr als negativ. Entsprechend werden Risiken aus dem Kapitalmarkt überbetont, und entsprechend dicht ist mittlerweile das Netz an Geboten, Verboten und sonstigen Auflagen für die Kapitalmarktteilnehmer.

## BEDÜRFNISSE DER KAPITALSUCHENDEN UNTERNEHMEN BESSER BERÜCKSICHTIGEN

Wer vertiefte und leistungsfähige Kapitalmärkte in Europa will, muss aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts auch die Bedürfnisse der Unternehmen im Blick behalten, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren und ihn für ihr Risikomanagement nutzen. Börsennotierte Unternehmen haben heute zahlreiche Pflichten im Hinblick auf Transparenz, Wohlverhalten und Corporate Governance zu erfüllen. Diese dienen jeweils für sich genommen dem Investorenschutz oder der Minderung von Risiken. Hieran ist grundsätzlich nichts Falsches. Allerdings sind die Unternehmen durch die Regelungsdichte inzwischen erheblich belastet. Vielversprechende Wachstumsunternehmen werden dadurch vom Börsengang abgeschreckt.



Die erste Kernforderung des Deutschen Aktieninstituts im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion lautet daher, die Folgewirkungen von Kapitalmarktregeln auf die Unternehmen als Nachfrager von Kapital besser als bislang zu berücksichtigen. Wer den Trend der seit Jahren sinkenden Zahl börsennotierter Unternehmen in ganz Europa umkehren möchte, muss die Regeln besser ausbalancieren. Nur dann werden die Unternehmen an die Börse zurückkehren und Kapitalmarktfinanzierungen wieder intensiver nutzen.

#### BESTEHENDE GESETZE UMFASSEND ANALYSIEREN

Eng damit verbunden ist die zweite Kernforderung des Deutschen Aktieninstituts an die künftige Kapitalmarktpolitik: Wir brauchen eine umfassende Analyse der Wirkungen und Wechselwirkungen bestehender Kapitalmarktregeln. Ziel einer solchen Bestandsaufnahme muss es sein, ein Regelwerk aus einem Guss abzuleiten, in dem sich die Ziele verschiedener Kapitalmarktregulierungen nicht widersprechen. Auch sollten politische Grundsätze einer Regulierung nicht unbeabsichtigt durch eine andere Regulierung ausgehebelt werden. Ziel der Wirkungsanalyse muss zudem sein, die Regeln des Kapitalmarktes von unnötiger Bürokratie zu befreien. Dazu müssen keine Abstriche beim Investorenschutz oder den politischen Zielsetzungen gemacht werden. Beispiele für überflüssige Bürokratie finden sich etwa in den Reportingpflichten der Derivateregulierung, aber jüngst auch in der geplanten Umsetzung der Marktmissbrauchsverordnung.

Auch die Arbeiten der europäischen Aufsichtsbehörden ESMA, EBA und EIOPA müssen Teil der Analyse sein, da sie mittlerweile eine große Bedeutung für die täglichen Compliance-Pflichten der Unternehmen und den Prozess der Rechtssetzung in Europa haben. Die Kapitalmarktunion sollte daher nicht zum Anlass genommen werden, die europäischen Aufsichtsgremien mit weiteren Kompetenzen auszustatten. Eine solche

Debatte wäre angesichts der spürbaren Kritik an Umfang und Inhalt zahlreicher Level-2-Akte mindestens verfrüht.

#### GRÜNDLICHKEIT VOR SCHNELLIGKEIT BEI NEUEN GESETZEN

Mit einer Analyse des bestehenden Regelwerkes ist aber nur der erste Schritt getan. Auch neue Regulierungsvorschläge müssen zukünftig gründlicher zu Ende gedacht werden. An dieser Gründlichkeit hat es in der Vergangenheit leider häufiger gefehlt, wofür der Zeitdruck in der Krise sicherlich eine der Ursachen war. Dennoch stellt sich die Frage, ob 40 Kapitalmarktvorhaben und unzählige Begleitvorschriften innerhalb einer Legislaturperiode nicht zu viel des Guten waren. Konsistente Regelungen waren so kaum zu erreichen – bei allem Engagement der beteiligten Politiker, Verbände und Regierungen. Ein solcher Zeitdruck provoziert geradezu unbeabsichtigte Folgen von Kapitalmarktregeln. Deshalb sollte künftig unbedingt der Grundsatz „Gründlichkeit vor Schnelligkeit“ gelten.

Gründlichkeit sollte auch beim Thema Subsidiarität überlegt werden – zum Beispiel in der Debatte um die Corporate Governance von börsennotierten Unternehmen. Hier scheint die EU-Kommission nicht immer ganz zu verstehen, dass sich für das Problem der Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle in den verschiedenen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union unterschiedliche institutionelle Lösungen entwickelt haben, die alle funktionieren. Schon der Respekt vor den nationalen Rechtstraditionen gebietet es daher, nationale Besonderheiten nicht vorschnell einer Harmonisierung zu unterwerfen.

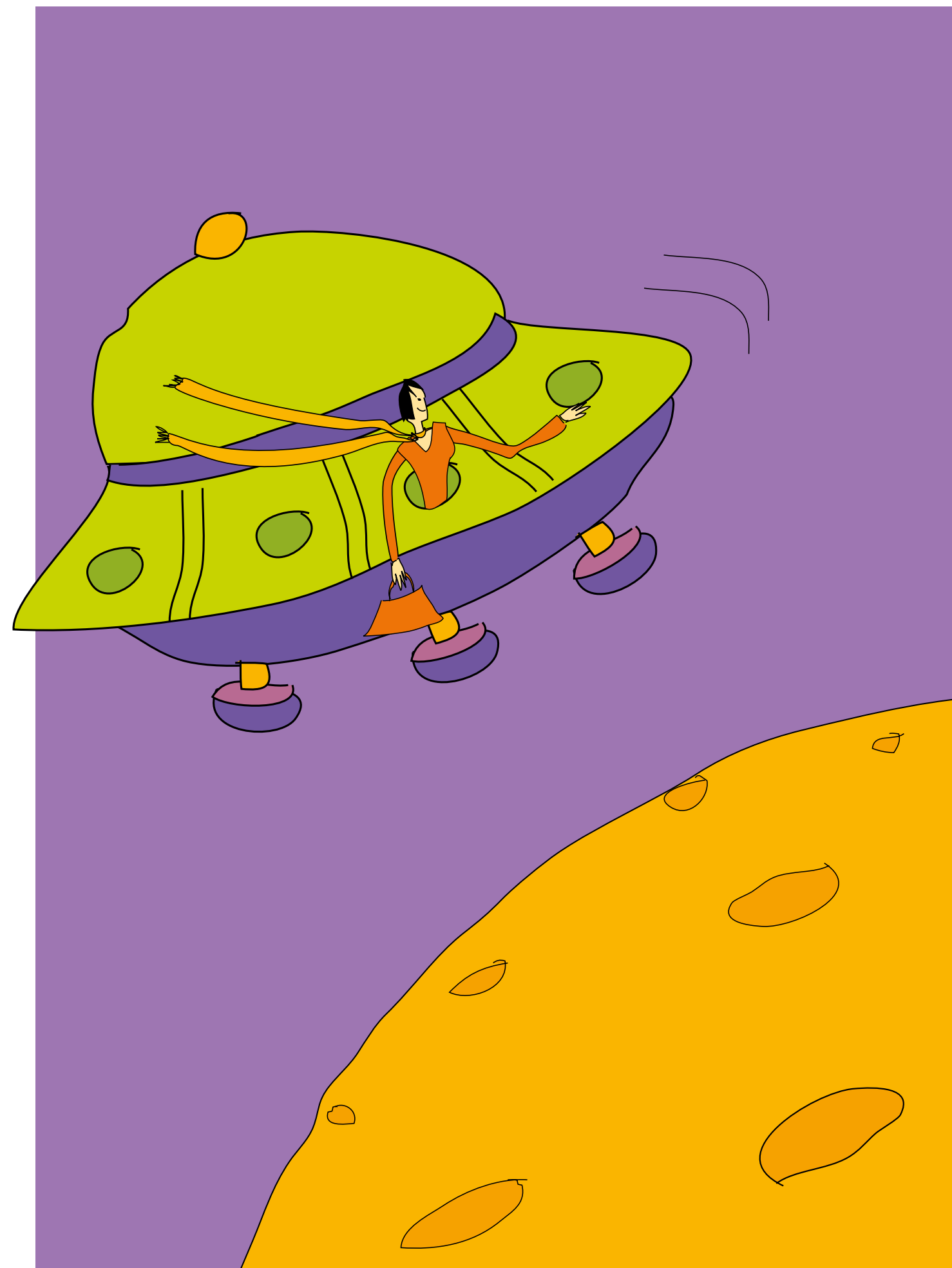
#### KAPITALMÄRKTE FÜR WACHSTUM UND BESCHÄFTIGUNG IN EUROPA

Europaparlament, EU-Kommission sowie jeder einzelne EU-Mitgliedstaat stehen in den kommenden fünf Jahren vor großen Herausforderungen. Es geht im Kern darum, Europas Innovations-

kraft zu bewahren und zu stärken. Nur so wird es gelingen, Wachstum und Beschäftigung zu schaffen. Dies wird letztlich auch der Akzeptanz der Brüsseler Institutionen und der europäischen Idee bei den Bürgern gut tun. Wachstum und Beschäftigung wird Europa nur mit einer starken und wettbewerbsfähigen industriellen Basis erreichen. Die Industrie wiederum braucht eine stabile Finanzierung und einen leistungsfähigen Kapitalmarkt.

Die Politik kann mit ausbalancierten Rahmenbedingungen für Unternehmen und Finanzdienstleister einen großen Beitrag dazu leisten, dass der Kapitalmarkt seine Rolle in Europa noch besser spielt als bisher. Die Idee einer Kapitalmarktunion kann – wenn sie richtig verstanden und umgesetzt wird – der Ausgangspunkt für einen Perspektivenwechsel in der Kapitalmarktpolitik und in der generellen Einstellung zu Kapitalmärkten sein. Um diesen Perspektivenwechsel zu vollziehen, sind auch die Akteure des Kapitalmarkts gefordert – also die Banken, Versicherer, Fondsgesellschaften, Börsen und börsennotierten Unternehmen. Sie alle müssen mit ihrem Verhalten beweisen, dass Kapitalmärkte letztlich dem Wohlstand der Volkswirtschaften und damit den Menschen in Europa dienen.

Der Text ist eine bearbeitete und gekürzte Fassung des Vortrags von Werner Baumann anlässlich des Herbstempfangs des Deutschen Aktieninstituts am 13. November 2014 in Brüssel.



# Perspektiven der europäischen Kapitalmarktregulierung



Markus Ferber, MdEP  
Erster stellvertretender Vorsitzender  
des Ausschusses für Wirtschaft und Währung  
im Europäischen Parlament

Die vergangene Legislaturperiode war von zahlreichen Aufräumarbeiten nach der Wirtschafts- und Finanzkrise gekennzeichnet, welche sowohl bei der Aufsicht als auch bei der Banken- und Finanzmarktregulierung eine Reihe von Defiziten offengelegt hatte. Darauf musste der europäische Gesetzgeber reagieren. Ziel war es, die europäischen Finanzmärkte transparenter, effizienter und widerstandsfähiger zu machen. Das Bündel von beschlossenen Finanzmarktrichtlinien und -verordnungen zeigt, dass Europa alles andere als untätig war. Womöglich wurde an einigen Stellen sogar ein wenig über das Ziel hinausgeschossen.

Die Prioritäten für die neue Legislaturperiode müssen etwas anders gesetzt werden. Das erste Kapitel der Leitlinien von Jean-Claude Juncker heißt denn auch „Neue Impulse für Arbeitsplätze, Wachstum und Investitionen“. Denn der Zustand der Wirtschafts- und Währungsunion ist ernüchternd: Die Wachstumsraten sind bestenfalls niedrig, Verschuldung und Arbeitslosenquoten haben vielerorts Rekordniveau erreicht. Wir brauchen also dringend ein Umfeld, das für Wirtschaftswachstum in Europa sorgt. Die Kapitalmärkte können und müssen dabei eine entscheidende Rolle spielen.

## KAPITALMARKTUNION

Im Zentrum des aktuellen Vorschlags einer Kapitalmarktunion steht die Idee einer besseren Vernetzung und Vertiefung der europäischen Kapitalmärkte, um Langfristinvestitionen zu fördern, die Finanzierungs-

möglichkeiten der Realwirtschaft zu verbessern und den Zugang von kleinen und mittleren Unternehmen zur Kapitalmarktfinanzierung zu vereinfachen. Der DIHK schätzt, dass wir allein in Deutschland eine jährliche Investitionslücke von etwa 80 Milliarden Euro haben, die in anderen Mitgliedsstaaten noch höher liegen dürfte.

## KAPITALMARKTFINANZIERUNG FÜR KLEINE UND MITTLERE UNTERNEHMEN

In Europa finanziert sich immer noch der Großteil der Unternehmen über den klassischen Kredit bei der Hausbank. Dieses solide Modell hat sich im Großen und Ganzen bewährt. In Zeiten, in denen Banken die Kreditvergabe

drosseln, kann es in der Realwirtschaft jedoch schnell zu einer Kreditklemme führen.

In den USA ist die Finanzierung über Kapitalmärkte auch für kleine und mittlere Unternehmen gang und gäbe. Das liegt nicht nur an einer unterschiedlichen Tradition und Denkweise, sondern auch daran, dass der US-amerikanische Kapitalmarkt effizienter ist als der europäische: Er ist größer und liquider und zu allem Überfluss nicht auch noch in 28 verschiedene Teile zersplittert.

Die so genannten „SME Growth Markets“, mit denen in der Finanzmarktrichtlinie MiFID II eine neue Art von Märkten für kleine und mittlere Unternehmen geschaffen wurde, sind ein erster Schritt, um die Finanzierungsmodelle zu diversifizieren. Bei den Compliance-, Transparenz- und Berichtspflichten dürfen wir allerdings nicht zu weit zu gehen. Denn auch wenn Investoren ein Mindestmaß an Information brauchen, darf Regulierung nicht so hohe Kosten generieren, dass sich Kapitalmarktfinanzierung nicht mehr lohnt.

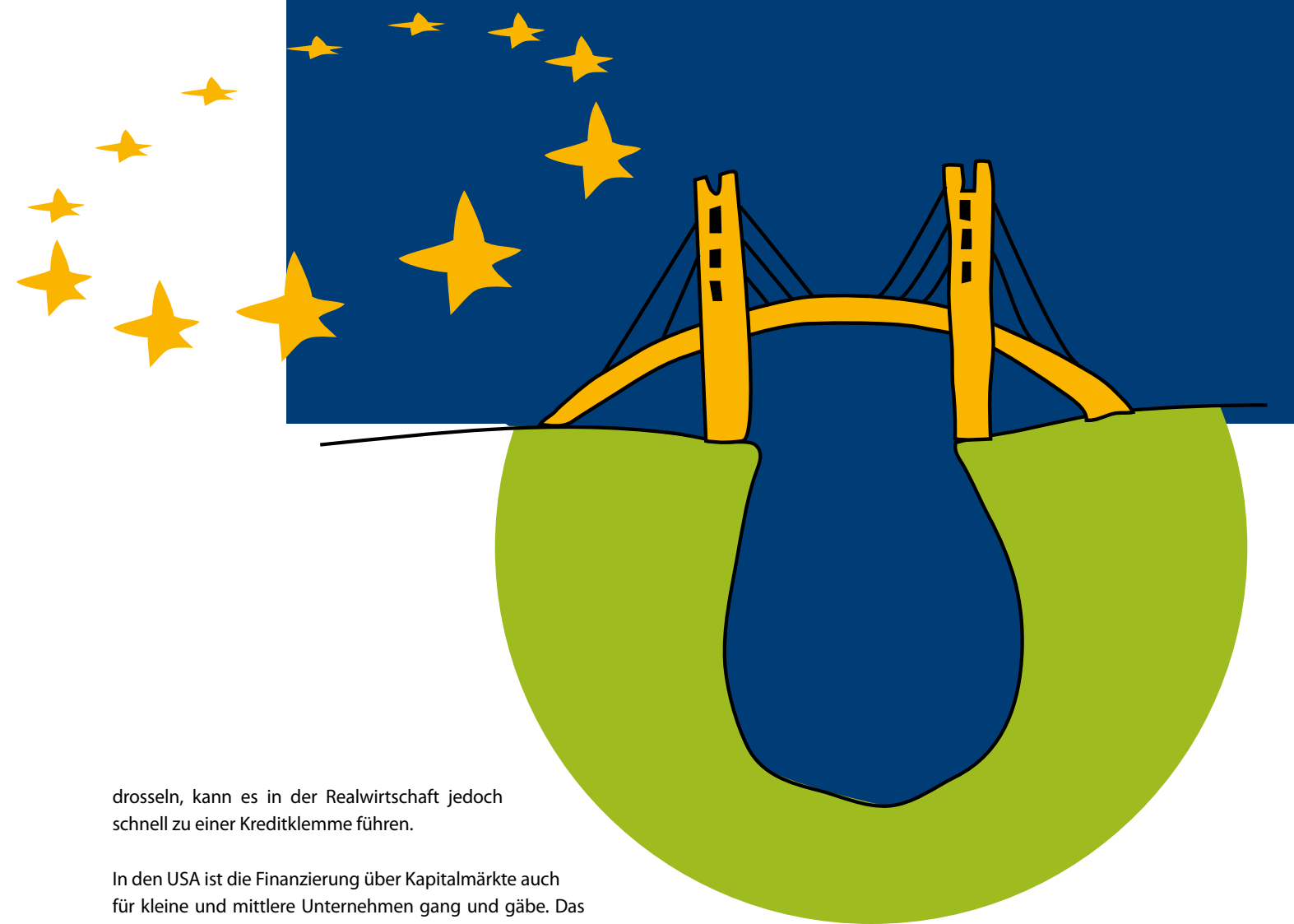
In diesem regulatorischen Kontext steht ein Vorschlag der ESMA zum Aktienresearch, der kostenlose Unternehmensanalysen im Rahmen der Umsetzung von MiFID II als nicht-monetäre Zuwendungen untersagen will. Weil solche Aktien liquider sind, für die viele Informationen bereitstehen, ist der Vorschlag vollkommen kontraproduktiv, wenn man das Modell der Kapitalmarktfinanzierung stärken will. Es gibt eine ganze Kette solcher Vorschläge, die einzeln betrachtet nur ein kleines bisschen lästig sind, in der Summe aber für beachtliche Erschwernisse sorgen. Dazu zählen die Offenlegungspflichten bei der Corporate Social Responsibility, die Aktionärsrechterichtlinie oder die Bankenstrukturreform.

Jeder Vorstoß ist nur ein kleiner Tropfen, aber irgendwann ist das Fass voll und der Unternehmer entscheidet sich doch gegen das Modell der Kapitalmarktfinanzierung.

Führt man sich das Klima nach der Finanzkrise vor Augen, das die Verhandlungen zur MiFID und anderen Dossiers nicht leichter gemacht hat, wird klar, woher der Ruf nach möglichst vielen und strengen Regeln kommt. Nichtsdestoweniger ist es wichtig, die vielen Finanzmarktregeln in der Gesamtschau zu betrachten. Die Kommission macht zwar regelmäßig Impact Assessments. Dringend notwendig wäre jedoch ein umfassendes Impact Assessment, das die Summe aller Dossiers abdeckt, um tatsächlich zu identifizieren, wo nachjustiert werden muss. Dies wäre ein sinnvoller erster Schritt für die neue Kommission.

## RISIKOTRANSparenZ BEI FINANZPRODUKTEN

Ein weiterer Punkt, der Kapitalmärkte aus Investorensicht attraktiver machen kann, ist die Risikotransparenz bei Finanzprodukten. Gerade Privatanleger scheuen vor Investments in Wertpapieren zurück, weil sie das zugrunde liegende Risiko nicht einschätzen können. Wirklich helfen würde



ein einziger Risikoindikator, der unabhängig zusammengestellt wird und das Risiko in einem Finanzprodukt fair, objektiv und vor allem leicht verständlich abbildet.

Davon sind wir noch ein ganzes Stück entfernt. Mit der PRIIPS-Verordnung haben wir zwar umfassende Informationspflichten bei Finanzprodukten verabschiedet. Leider hat sich dabei jedoch der Trugschluss durchgesetzt, dass die Bereitstellung von mehr Informationen automatisch zu besser informierten Kunden führt.

#### ATTRAKTIVITÄT VON LANGFRIST-INVESTITIONEN

Eine Infrastruktur auf Weltklasse-Niveau ist für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Union von entscheidender Bedeutung. Wir haben uns hier das Leben in den vergangenen Jahren selbst erschwert,

indem wir zum Beispiel mit CRD IV und Solvency II die Kapitalunterlegungsverpflichtungen erhöht haben. Gerade im Bereich der Verbriefungen und bei einigen spekulativen Investments hatte das gute Gründe.

Allerdings müssen wir darauf achten, dass langfristige Investments in Infrastruktur attraktiv bleiben, weshalb es zu prüfen lohnt, ob in den vergangenen Jahren nicht zum Teil über das Ziel hinausgeschossen wurde. Mit delegierten Rechtsakten zur Liquidity Coverage Ratio und den Unterlegungsvorschriften bei Solvency II hat die Kommission vorsichtige Versuche in Richtung einer Korrektur unternommen, wobei hier sicherlich noch mehr möglich ist.

#### INSTITUTIONEN

Die Arbeit der Institutionen gehört bei allen Überlegungen zu einer Kapitalmarktunion mit auf den Prüfstand. Insbesondere die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden ESMA und EIOPA nehmen sich bei der Ausgestaltung von Level-II-Maßnahmen beunruhigend viel Frei-

raum. So versucht die ESMA gerade, durch die Hintertür der Level-II-Gesetzgebung bei der MiFID wieder einzuspeisen, was Kommission und ESMA im Gesetzgebungsprozess nicht durchbekommen haben – von der Frage der Zulässigkeit der Provisionsberatung bis hin zum Aktienresearch.

Die EIOPA geht sogar noch ein Stück weiter: In den vergangenen Monaten war mehr als einmal zu sehen, dass sie ihre Ermächtigung, Leitlinien zur einheitlichen Rechtsauslegung zu erlassen, als Generalklausel nutzt und mitunter sogar dem europäischen Gesetzgeber vweggreift.

#### FAZIT

Auch die neue Legislaturperiode bleibt spannend. Sie wird hoffentlich Zeit dazu geben, zurückzutreten und langfristig orientierte, strategische Entscheidungen zu fällen. Die Kapitalmarktunion wird das zentrale Großprojekt sein, um das sich alle Diskussionen drehen. Der Ball liegt derzeit noch im Feld der Kommission.

Wir brauchen dringend ein Umfeld, das für Wirtschaftswachstum in Europa sorgt. Und die Kapitalmärkte können, ja müssen, dabei eine entscheidende Rolle spielen. Deswegen brauchen wir eine Kapitalmarktunion, die Langfristinvestitionen fördert, die Finanzierungsmöglichkeiten der Realwirtschaft verbessert und kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung eröffnet. Wichtig wird sein, dass die Kapitalmarktunion ein Projekt der 28 wird und nicht am Rande der Eurozone halt macht. Dafür müssen in dieser Legislatur die Weichen gestellt werden.

Der Text stellt eine bearbeitete und gekürzte Fassung des Vortrags von Markus Ferber anlässlich des Herbstempfangs des Deutschen Aktieninstituts am 13. November 2014 in Brüssel dar.

# Brüssler Herbstempfang des Deutschen Aktieninstituts Wirtschaft trifft Politik

Im Rahmen des Brüsseler Herbstempfangs am 13. November 2014 konnten die Vorstandsmitglieder des Deutschen Aktieninstituts in der Vertretung des Landes Hessen bei der Europäischen Union wichtige Brüsseler Gesprächspartner treffen und zahlreiche interessante Diskussionen führen. Am Vormittag sprach der Vorstand zunächst mit dem neuen EU-Kommissar für Digitale Wirtschaft und Gesellschaft, Günther Oettinger, über die anstehenden digitalen Herausforderungen. Oettinger war bereits 2013 in seiner Funktion als Kommissar für Energie zu Gast beim Brüsseler Empfang des Deutschen Aktieninstituts gewesen. Sein neues Ressort in der Kommission ist für die Mitgliedsunternehmen des Deutschen Aktieninstituts und für die Fortentwicklung des Kapitalmarktes von mindestens ebenso großer Bedeutung wie der Energiebereich. Denn die Produktionsgrundlagen der modernen Wissens- und Informationsökonomie oder die Fragen der Informationssicherheit und des Schutzes von geistigem Eigentum in der digitalen Welt betreffen letztlich alle deutschen und europäischen Unternehmen, gleich welcher Branche sie angehören. Es geht aber auch um die notwendige Finanzierung von Investitionen in digitale Unternehmen, darunter vor allem junge, innovative Unternehmen, sowie die Nutzung des Internets für Finanzierungen – Stichwort „Crowd Investing“.

Im Anschluss an den Gedankenaustausch mit EU-Kommissar Oettinger führte der Vorstand eine intensive Diskussion mit Botschafter Dr. Guido Peruzzo über die Zukunft Europas. Peruzzo, Stellvertretender Ständiger Vertreter der Bundesrepublik Deutschland bei der Europäischen Union, sprach sehr anschaulich über die Zusammenarbeit der europäischen Gremien und die zahlreichen Herausforderungen, die vor der neuen Kommission liegen.

In einem zweiten Teil der Vorstandssitzung, der am Nachmittag im Anschluss an den Empfang stattfand, bot sich den Vorständen des Aktieninstituts noch die Gelegenheit, mit EU-Parlamentariern über aktuelle europapolitische Wirtschaftsthemen zu sprechen. Die Europaabgeordneten Markus Ferber, Prof. Dr.-Ing. h.c. Hans-Olaf Henkel, Dr. Paul Rübig und Michael Theurer diskutierten mit den Vorständen unter anderem über die Aktionärsrechterichtlinie, das Thema Bankenstruktur, die Derivate-Richtlinie EMIR und die Finanzmarktrichtlinie MiFID. Am Ende der Sitzung dankte Werner Baumann als Präsident des Deutschen Aktieninstituts den Gästen für ihr Kommen und betonte, dass er sich auf die Fortsetzung des Dialogs freue.



# EU-Finanzkommissar Hill Deutschen Aktieninstitut

Auch in diesem Jahr waren zahlreiche Prominente aus deutscher und europäischer Politik und Wirtschaft zu Gast beim Herbstempfang des Deutschen Aktieninstituts in Brüssel. Werner Baumann, Präsident des Deutschen Aktieninstituts, und Dr. Christine Bortenlänger, geschäftsführender Vorstand des Instituts, konnten am 13. November 2014 mehr als 200 Gäste in den neuen Räumen der Hessischen Landesvertretung begrüßen. Da der Empfang traditionell in der Brüsseler Vertretung eines deutschen Bundeslandes stattfindet, können auch die wirtschaftspolitischen Belange der Länder und Regionen einfließen. So begrüßte Mark Weinmeister, der Hessische Staatssekretär für Europaangelegenheiten, als Hausherr der Landesvertretung die Gäste des Deutschen Aktieninstituts.

Der neu ins Amt berufene EU-Kommissar für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Union der Kapitalmärkte, Lord Jonathan Hill, nutzte seine Begrüßungsansprache, um erste Gedanken über die von der Kommission auf die Agenda genommene Kapitalmarktunion vorzutragen. In seinem ersten Auftritt vor deutschem Publikum betonte Lord Hill, dass der Mangel an Wachstum in Europa eine neue Bedrohung für die Finanzmarktstabilität bedeute. Nicht die Regierungen, sondern die Unternehmen seien die echten Jobmotoren, erklärte er. Als Kommissar wolle er seinen Teil dazu beizutragen, dass das Zusammenspiel von Kapitalmärkten und seiner Akteure im Interesse der gesamten Wirtschaft funktioniere.

Die zentrale Rede des Empfangs hielt der profilierte Kapitalmarktpolitiker und stellvertretende Vorsitzende des Wirtschafts- und Währungsausschusses im Europäischen Parlament, Markus Ferber. Er forderte anlässlich des Empfangs ein Umdenken ein. Es bedürfe dringend eines Umfelds, das in Europa für Wirtschaftswachstum Sorge. Die Kapitalmärkte könnten und müssten dabei eine entscheidende Rolle spielen. Die zukünftige Kapitalmarktunion habe Langfristinvestitionen zu fördern, die Finanzierungsmöglichkeiten der Realwirtschaft zu verbessern und kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung zu eröffnen.

Auch Werner Baumann betonte in seiner Rede die wichtige Rolle der Kapitalmärkte. Kapitalmärkte seien ein zentraler Baustein der Wachstumsstrategie für Europa. Sie dienten nicht nur der Bereitstellung von Kapital

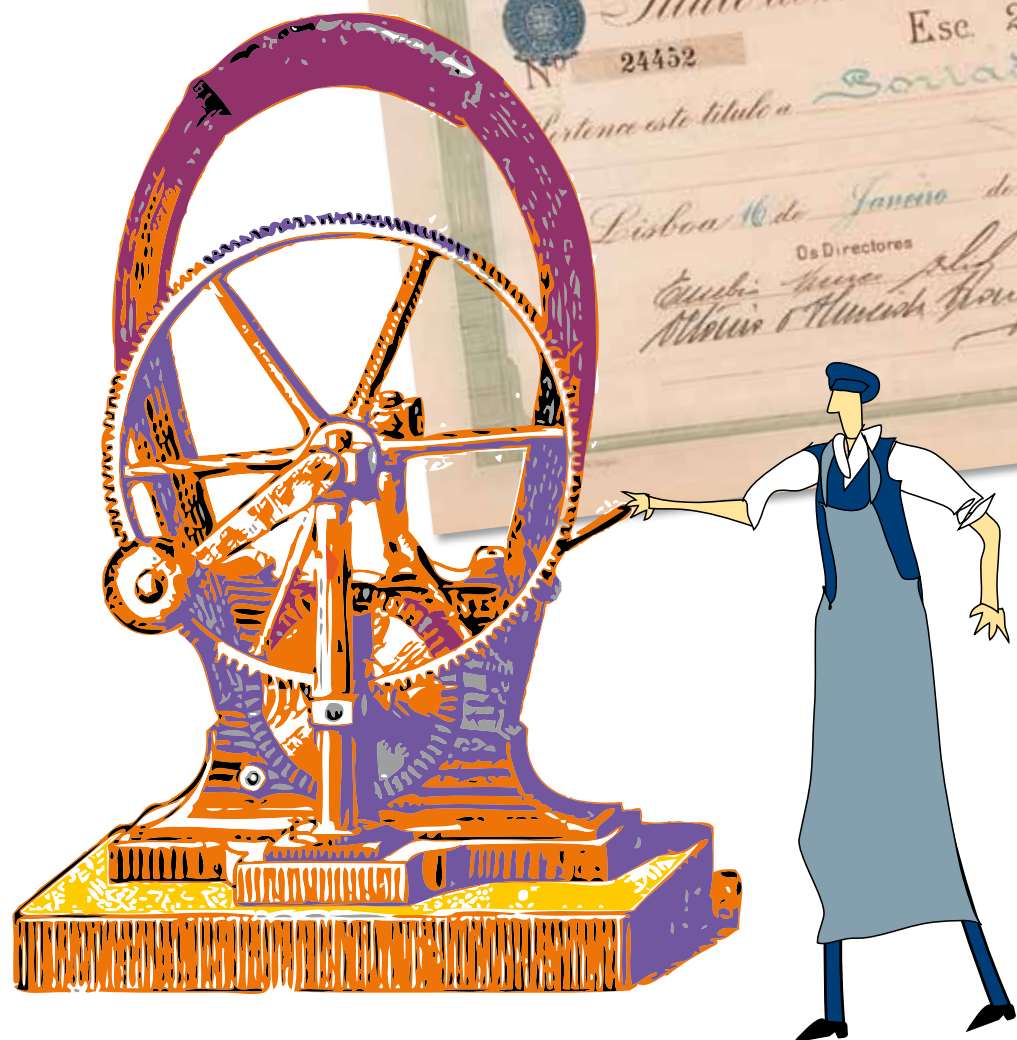
## spricht beim

für Investitionen, sondern bildeten auch ein wichtiges Element der Vermögensbildung privater Haushalte. Baumann nutzte den Empfang, um das neue Positionspapier mit den europapolitischen Forderungen des Aktieninstituts vorzustellen. Es trägt den Titel „The Road to Growth: Setting Capital Markets Regulation Right“ und formuliert die Erwartungen der deutschen Wirtschaft sowohl an die neue EU-Kommission als auch an das neugewählte Europäische Parlament.

Nach Abschluss des offiziellen Teils bot sich den Gästen aus Politik und Wirtschaft die Gelegenheit, sich bei einem Flying Buffet über die aktuellen politischen Entwicklungen in Europa auszutauschen.



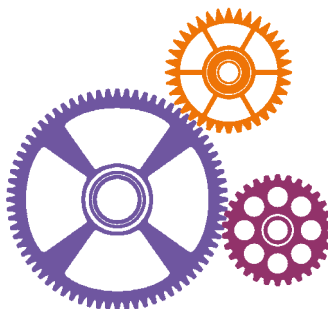
Überall in Europa finanzierten sich Elektrizitätsunternehmen durch die Ausgabe von Aktien. Die „Companhia Nacional de Viação e Electricidade“ in Lissabon gab am 16. Januar 1920 diese 25-Escudo-Aktie in einer Auflage von 200.000 Stück heraus. Der Entwurf für das 43,2 x 27,8 Zentimeter große Wertpapier stammte von dem portugiesischen Maler Alfredo Roque Gameiro (1864-1935).



# Alles im Fluss

## Energiemärkte – voller Spannung und Widerstände

**BEIM AUFBAU DES ENERGIESEKTORS** war die Aktienfinanzierung ein unverzichtbarer Treibstoff. Historische Wertpapiere aus dem Energiesektor finden sich denn auch reichlich. Am 20. Mai 1883 emittierte die „Deutsche Edison-Gesellschaft für angewandte Elektrizität“ – die spätere AEG AG – 10.000 Gründeraktien mit dem Nennwert von „fünfhundert Mark Deutscher Reichswährung“. Es war die erste deutsche Aktie der Energiebranche – welche heute mehr denn je nach alternativen Quellen sucht, die Energiewende stemmen muss und dabei Effizienz und Rendite nicht aus den Augen verlieren darf.



Niemand konnte vor mehr als 130 Jahren ahnen, aus wie vielen verschiedenen Quellen sich später einmal Strom erzeugen lassen würde. Die fossilen Energieträger Stein- und Braunkohle waren das Maß aller Dinge, und auch die Kraft des Wassers wurde genutzt, um in den Fabriken die großen Maschinen anzutreiben.

Die ersten Kernreaktoren entstanden in den 1950er Jahren. Die Atomkraft sollte eine Energiequelle werden, die unser Land spaltete wie der Reaktor den Atomkern. Besonders in den 70er und 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts prallten Befürworter und Gegner immer wieder aufeinander. Der Reaktorunfall in Tschernobyl 1986 brach-

te den Umweltbewegungen reichlich Zulauf, Atomstrom war nicht mehr salonfähig, neue Stromquellen mussten erschlossen werden. Das schwere Reaktorunglück im japanischen Fukushima 2011 hat Deutschlands Weg zu einer Energiewende noch beschleunigt.

### SONNE, WIND UND GAS SIND DIE STROMLIEFERANTEN DER ZUKUNFT

So erlangte nicht nur das Erdgas in den vergangenen Jahrzehnten eine immer größere Bedeutung im Energiemix. Auch die Energie der Sonne und die Kraft des Windes werden immer stärker eingefangen, um Schritt für Schritt Atom und Kohle ablösen zu können. Hausdächer

mit integrierten Sonnenkollektoren und Windkraftparks auf luftigen Anhöhen sind dafür die sichtbaren Zeichen. Trotz der andauernden Diskussionen darum, wie man die Energiewende gestalten soll, ist das Ziel klar: Bis zum Jahr 2050 soll der Anteil erneuerbarer Energien an der Stromversorgung, der heute etwas über 25 Prozent beträgt, die 80-Prozent-Marke erreichen.

Viel Power steckt auch in dem eingangs erwähnten historischen Wertpapier der Edison-Gesellschaft. Auf einer Auktion im vergangenen September wurde das Papier mit 15.000 Euro aufgerufen. Den Zuschlag bekam ein Bieter bei starken 32.000 Euro.

# Industrie 4.0 braucht den digitalen Binnenmarkt in Europa

Die Bedeutung der Digitalisierung für Wirtschaft und Gesellschaft wird immer noch unterschätzt. Dies gilt für ihre positiven Potenziale sowohl in der konkreten Anwendung in vielen Bereichen als auch für Wachstum und Beschäftigung insgesamt. Es gilt aber auch für die enormen Umwälzungen, die sie für die globale Wirtschaft mit sich bringt und die Flexibilität und großes Anpassungsvermögen erfordern werden.



Günther H. Oettinger  
Kommissar für Digitale  
Wirtschaft und Gesellschaft,  
Europäische Kommission

Deutschland und Europa können bei der globalen Digitalisierung eine wichtige Rolle spielen. Insbesondere Deutschlands starke Industrie kann im digitalen Zeitalter erneut global auf der Gewinnerseite stehen. Auch unsere Bürger können von der Digitalisierung in vieler Hinsicht profitieren. Aber das wird nicht von selbst gelingen. Wir müssen zunächst, wie es Präsident Juncker in seinen politischen Leitlinien für die neue Kommission gesagt hat, den „Mut haben, die bestehenden nationalen Silostrukturen in den Telekommunikationsvorschriften, im Urheber- und Datenschutzrecht, bei der Verwaltung von Funkfrequenzen und in der Anwendung des Wettbewerbsrechts aufzubrechen.“

Aus europäischer Sicht sind zwei Punkte zu nennen, deren aktive Gestaltung besonders dringend ist, um zu einem digitalen Binnenmarkt zu kommen, der den Namen auch verdient. Zum einen müssen wir dafür sorgen, dass wir eine flächendeckende Versorgung mit

leistungsfähigem Hochgeschwindigkeits-Internet haben. Zum anderen gilt es, einen Regelungsrahmen zu schaffen, der die Binnengrenzen der EU-Mitgliedsländer für die Marktteilnehmer faktisch verschwinden lässt. Im Binnenmarkt für Waren ist das weitestgehend erreicht. Es liegt auf der Hand, dass wir einen ähnlich perfekten Binnenmarkt auch im digitalen Bereich brauchen. In der digitalen Welt entscheidet sich die Zukunft. Andere, beispielsweise die Vereinigten Staaten von Amerika, sind uns bereits vorausgeeilt. Wenn Europa nicht abgehängt werden will, ist es höchste Zeit zu handeln. Die Europäische Kommission wird daher rasch ehrgeizige gesetzgeberische Schritte zur Verwirklichung eines vernetzten digitalen Binnenmarkts einleiten.



medizinischen Fernüberwachung. Deswegen ist schon heute ein Hochgeschwindigkeitsnetz ein ganz wichtiges Element bei der Wohnungssuche: Wo das Netz nicht schnell genug ist, finden es die Gemeinden schwieriger, für Neubewohner attraktiv zu sein. Wir brauchen Breitband in jedem Dorf. Hier gibt es auch in Deutschland – und noch mehr in Europa – noch einige weiße Flecken.

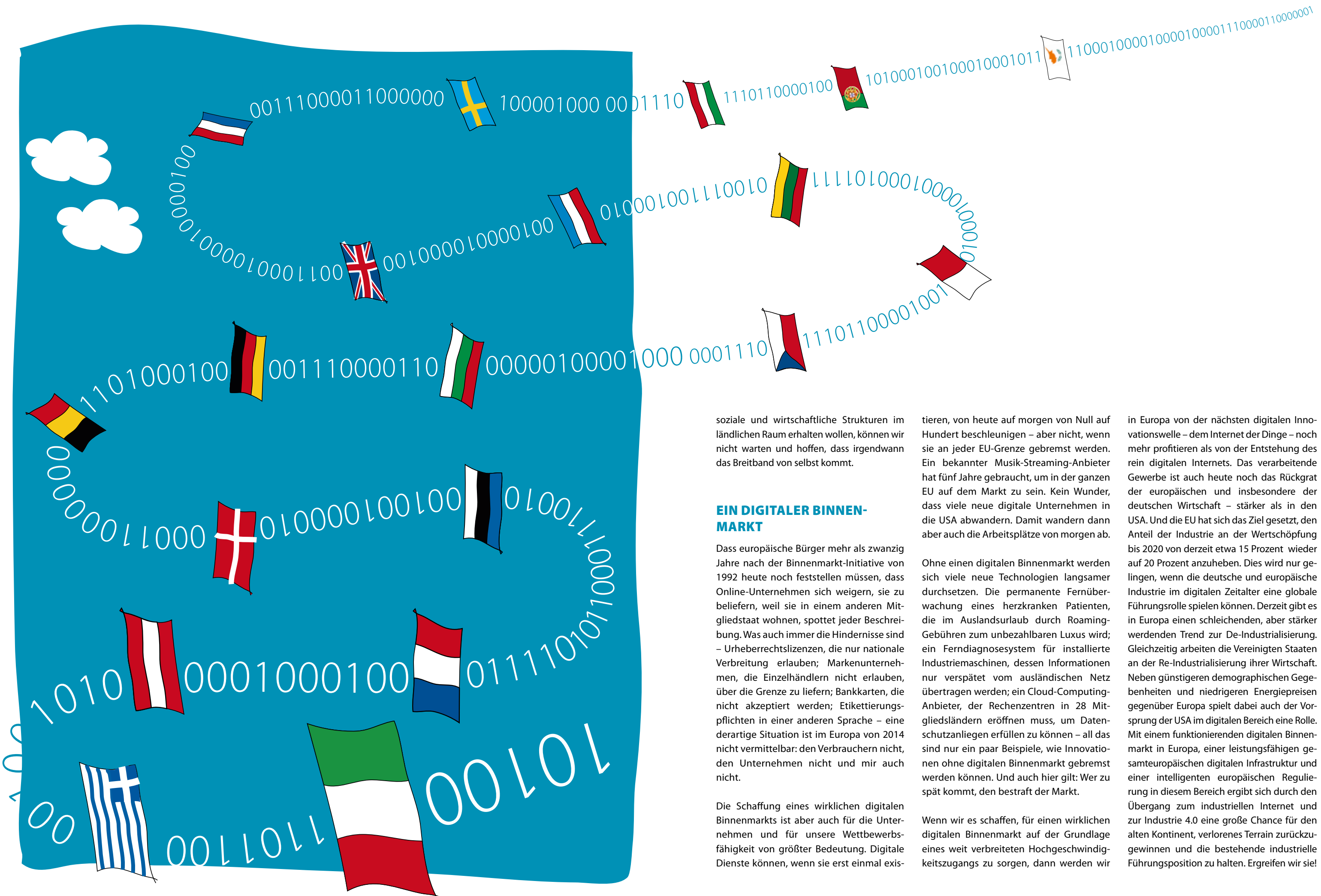
## BREITBAND ÜBERALL

Ohne leistungsfähigen Internetzugang kann ein Unternehmen heutzutage zwar vielleicht überleben, aber nicht wachsen. Bald schon werden alle Rechnungen elektronisch gestellt und alle Steuererklärungen online abgegeben werden und viele Kundenkontakte digital laufen. Ein wachsendes Unternehmen wird abwandern, wenn die Internetverbindung zu langsam ist. Wir brauchen schnelles Breitband in jedem Gewerbegebiet.

Ohne leistungsfähigen Netzzugang können auch die Bürger viele Vorteile der Digitalisierung nicht in Anspruch nehmen – vom TV-Streaming über den elektronischen BAföG-Antrag bis zur

Außerdem ist das flächendeckende Hochgeschwindigkeits-Internet auch eine Voraussetzung für wirtschaftlichen Erfolg von innovativen Unternehmen in ganz anderen Gegenden. Eine digitale Ferndiagnose von liegengelassenen Autos ist nicht sehr hilfreich, wenn die Panne in einem Landstrich passiert, wo es keinen leistungsfähigen Netzzugang gibt.

Damit wir das erreichen, sind erhebliche Investitionen erforderlich. Deshalb sind Investitionen in Europas Breitbandinfrastruktur eine der Prioritäten in der Investitions-offensive zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung, die die EU-Kommission Ende 2014 auf den Weg gebracht hat. Der leistungsfähige Netzzugang bis in den hintersten Winkel spielt dabei neben Verkehrs- und Energieinvestitionen eine prominente Rolle. Für die Attraktivität einer Gemeinde ist er nämlich genauso wichtig wie eine gute Straßenanbindung. Wenn wir



soziale und wirtschaftliche Strukturen im ländlichen Raum erhalten wollen, können wir nicht warten und hoffen, dass irgendwann das Breitband von selbst kommt.

### EIN DIGITALER BINNENMARKT

Dass europäische Bürger mehr als zwanzig Jahre nach der Binnenmarkt-Initiative von 1992 heute noch feststellen müssen, dass Online-Unternehmen sich weigern, sie zu beliefern, weil sie in einem anderen Mitgliedstaat wohnen, spottet jeder Beschreibung. Was auch immer die Hindernisse sind – Urheberrechtslizenzen, die nur nationale Verbreitung erlauben; Markenunternehmen, die Einzelhändlern nicht erlauben, über die Grenze zu liefern; Bankkarten, die nicht akzeptiert werden; Etikettierungspflichten in einer anderen Sprache – eine derartige Situation ist im Europa von 2014 nicht vermittelbar: den Verbrauchern nicht, den Unternehmen nicht und mir auch nicht.

Die Schaffung eines wirklichen digitalen Binnenmarkts ist aber auch für die Unternehmen und für unsere Wettbewerbsfähigkeit von größter Bedeutung. Digitale Dienste können, wenn sie erst einmal existieren, von heute auf morgen von Null auf Hundert beschleunigen – aber nicht, wenn sie an jeder EU-Grenze gebremst werden.

Ein bekannter Musik-Streaming-Anbieter hat fünf Jahre gebraucht, um in der ganzen EU auf dem Markt zu sein. Kein Wunder, dass viele neue digitale Unternehmen in die USA abwandern. Damit wandern dann aber auch die Arbeitsplätze von morgen ab.

Ohne einen digitalen Binnenmarkt werden sich viele neue Technologien langsamer durchsetzen. Die permanente Fernüberwachung eines herzkranken Patienten, die im Auslandsurlaub durch Roaming-Gebühren zum unbezahlbaren Luxus wird; ein Ferndiagnosesystem für installierte Industriemaschinen, dessen Informationen nur verspätet vom ausländischen Netz übertragen werden; ein Cloud-Computing-Anbieter, der Rechenzentren in 28 Mitgliedsländern eröffnen muss, um Datenschutzanliegen erfüllen zu können – all das sind nur ein paar Beispiele, wie Innovationen ohne digitalen Binnenmarkt gebremst werden können. Und auch hier gilt: Wer zu spät kommt, den bestraft der Markt.

Wenn wir es schaffen, für einen wirklichen digitalen Binnenmarkt auf der Grundlage eines weit verbreiteten Hochgeschwindigkeitszugangs zu sorgen, dann werden wir

in Europa von der nächsten digitalen Innovationswelle – dem Internet der Dinge – noch mehr profitieren als von der Entstehung des rein digitalen Internets. Das verarbeitende Gewerbe ist auch heute noch das Rückgrat der europäischen und insbesondere der deutschen Wirtschaft – stärker als in den USA. Und die EU hat sich das Ziel gesetzt, den Anteil der Industrie an der Wertschöpfung bis 2020 von derzeit etwa 15 Prozent wieder auf 20 Prozent anzuheben. Dies wird nur gelingen, wenn die deutsche und europäische Industrie im digitalen Zeitalter eine globale Führungsrolle spielen können. Derzeit gibt es in Europa einen schleichenden, aber stärker werdenden Trend zur De-Industrialisierung. Gleichzeitig arbeiten die Vereinigten Staaten an der Re-Industrialisierung ihrer Wirtschaft. Neben günstigeren demographischen Gegebenheiten und niedrigeren Energiepreisen gegenüber Europa spielt dabei auch der Vorsprung der USA im digitalen Bereich eine Rolle. Mit einem funktionierenden digitalen Binnenmarkt in Europa, einer leistungsfähigen gesamteuropäischen digitalen Infrastruktur und einer intelligenten europäischen Regulierung in diesem Bereich ergibt sich durch den Übergang zum industriellen Internet und zur Industrie 4.0 eine große Chance für den alten Kontinent, verlorenes Terrain zurückzugewinnen und die bestehende industrielle Führungsposition zu halten. Ergreifen wir sie!

# Die Ziele

## Věra Jourová und



Věra Jourová,  
Kommissarin für Justiz,  
Verbraucher und  
Gleichstellung

### Welches persönliche Ziel haben Sie sich für Ihre Amtszeit gesteckt?

Als Kommissarin für Justiz, Verbraucher und Gleichstellung arbeite ich auf drei Ziele hin: mehr Wahlfreiheit für die Bürger, den Schutz ihrer Rechte und mehr Vertrauen zwischen den Rechtssystemen in der EU.

Mein Ziel ist es, einen Beitrag zu den zehn großen Projekten der Juncker-Kommission zu leisten. Dabei liegt mein Fokus auf den Gebieten Justiz, Grundrechte und dem einheitlichen Digitalen Markt, wie auch auf einem engeren und faireren Binnenmarkt.

Der allgemeine Schwerpunkt der neuen Kommission liegt auf Beschäftigung, Wachstum und Investitionen. Am Ende meiner Amtszeit erhoffe ich mir, dass die 500 Millionen Bürger der Europäischen Union sagen können, dass sich unsere Arbeit konkret und positiv auf ihr Leben ausgewirkt hat.

**Im Rahmen des Ressortzuschnitts der neuen Kommission wurde die Zuständigkeit für Corporate Governance Ihrem Hause übertragen. Wie begegnen Sie den Bedenken der Wirtschaft, die ein von der Unternehmenspraxis entferntes Corporate-Governance-Verständnis befürchtet?**

Gute Corporate Governance ist für die Nachhaltigkeit europäischer Unternehmen, einschließlich der des Finanzsektors, entscheidend. Die Schlüsselrolle der Kommission ist, dabei sicherzustellen, dass die EU-Vorgaben diesbezüglich korrekt umgesetzt und durchgesetzt werden, und sich an der weltweiten Debatte um Corporate Governance zu beteiligen.

Ich bin stolz darauf, ein erfahrenes Team an Corporate-Governance-Experten – jetzt in der neuen Generaldirektion Justiz und Verbraucher – unter meiner Verantwortung zu haben.

# der neuen EU-Kommissare

## Lord Jonathan Hill im Interview



Lord Jonathan Hill,  
Kommissar für Finanzstabilität,  
Finanzdienstleistungen und  
Kapitalmarktunion

### Welches persönliche Ziel haben Sie sich für Ihre Amtszeit gesteckt?

Mein Ziel ist es, eine widerstandsfähigere, erfolgreiche und weltweit wettbewerbsfähige Finanzindustrie aufzubauen, die Langfristinvestitionen finanziert und Unternehmen hilft, mehr Arbeitsplätze zu schaffen.

### Welche drei Hauptziele verfolgen Sie bei der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion?

- ★ Ich möchte Investitionen von überall auf der Welt anziehen.
- ★ Ich möchte, dass das Kapital dorthin fließt, wo es am meisten gebraucht wird und am produktivsten ist.
- ★ Ich möchte, dass Anleger gut geschützt sind und das Vertrauen haben, ihr Geld in die Zukunft unserer Wirtschaft zu investieren.

Wir müssen andere Finanzierungsquellen für europäische Unternehmen erschließen und die Kapitalkosten senken. Mein Ziel ist klar: Ich will helfen, das Kapital, das zur Zeit überall in Europa eingefroren ist, zu aktivieren. Dieses Kapital will ich im Interesse der europäischen Unternehmen zum Arbeiten bringen, besonders für kleinere und mittelgroße Unternehmen. Wenn Unternehmenseigentümer in der EU expandieren möchten, müssen sie sich derzeit üblicherweise an Freunde, Familie oder örtliche Banken wenden, um die erforderlichen Mittel aufzutreiben. Ich möchte diese Auswahlmöglichkeiten erweitern. So soll künftig ein Listing auf einem Wachstumsmarkt zu den Finanzierungsmöglichkeiten gehören, die überall in der EU einen Zugang zu Investoren, zu Business Angels oder Crowdfunding sicherstellen. Das wäre gut für die Wirtschaft, aber auch für die Sparer, die mehr Anlagemöglichkeiten hätten.

# Die neue EU-Kommission

Jan Bremer

Leiter des EU-Verbindungsbüros  
Deutsches Aktieninstitut e.V.



## SPITZENJAHRGANG ODER ALTER WEIN IN NEUEN SCHLÄUCHEN?

Endlich! Am 1. November 2014 hat die neue Europäische Kommission unter Führung von Jean-Claude Juncker ihre Arbeit aufgenommen. Der Weg zur Startlinie war steinig. Ungeachtet der Vielzahl von strukturellen Veränderungen, die der neue Kommissionspräsident vorgenommen hat, galt es vor allem Vorbehalten des Europäischen Parlaments in puncto Personal zu begegnen. So musste Slowenien in letzter Minute eine neue Kommissionskandidatin aufstellen, und der Brite Jonathan Hill hatte bei der Anhörung im Europäischen Parlament „nachzusitzen“.

Gegenüber ihrer Vorgängerin erscheint die Juncker-Kommission im komplett modernisierten Outfit: Dem Chef schwebte eine in „Clustern“ rund um die wichtigsten Themen organisierte und damit transparentere und effizientere Behörde vor. Daher gibt es jetzt sieben mächtige Kommissions-Vizepräsidenten mit teils neuen, großen Zuständigkeitsportfolios. Jeder von ihnen leitet ein Projektteam und koordiniert die Arbeit einer Gruppe von Kommissaren, denen er Aufgabenbereiche zuweisen kann.

### NEUE SCHWERPUNKTTHEMEN

Der Zuschnitt der Projektteams trägt den Schwerpunktthemen der neuen Kommission Rechnung. Beispiele hierfür sind „Arbeitsplätze, Wachstum, Investition und Wettbewerbsfähigkeit“, „Digitaler Binnenmarkt“ oder „Energieunion“. Die neue Organisation soll eine dynamische Interaktion aller Kommissionsmitglieder ermöglichen und Schubladendenken und statische Strukturen aufbrechen. Juncker

betont, dass die Vizepräsidenten Koordinatoren und Teamleiter, aber keine Aufsichtspersonen seien. Es gebe keine Superkommissare oder zweitrangige Kommissare. Allerdings sollen nunmehr nur noch Vorschläge auf die Tagesordnung der Kommission kommen, die zuvor „grünes Licht“ von einem Vizepräsidenten erhalten haben.

Insgesamt will die Juncker-Kommission politischer agieren als ihre Vorgängerin. Der Kommissionspräsident erklärte denn auch, „Politiker und keine Bürokraten“ in seinem Team versammelt zu haben. In der Tat besteht dieses vorwiegend aus ehemaligen Regierungschefs, Vizepremiers und Ministern. Die kleineren EU-Mitglieder haben tragende Rollen erhalten: Mit Ausnahme der Italienerin Federica Mogherini stammt kein Vizepräsident aus einem großen Mitgliedsland.

### MÄCHTIGE VIZEPRÄSIDENTEN

Der erste und mächtigste unter den Kommissions-Vizepräsidenten ist der Niederländer Frans Timmermans. Als gewissermaßen rechte Hand des Kommissionspräsidenten kommt ihm eine herausragende Bedeutung zu. Erstmals gibt es mit ihm einen EU-Kommissar für Fragen der besseren Rechtsetzung, in den vor allem seitens der Wirtschaft hohe Erwartungen gesetzt werden. Diese verspricht sich von Timmermans eine Entlastung der europäischen Unternehmen

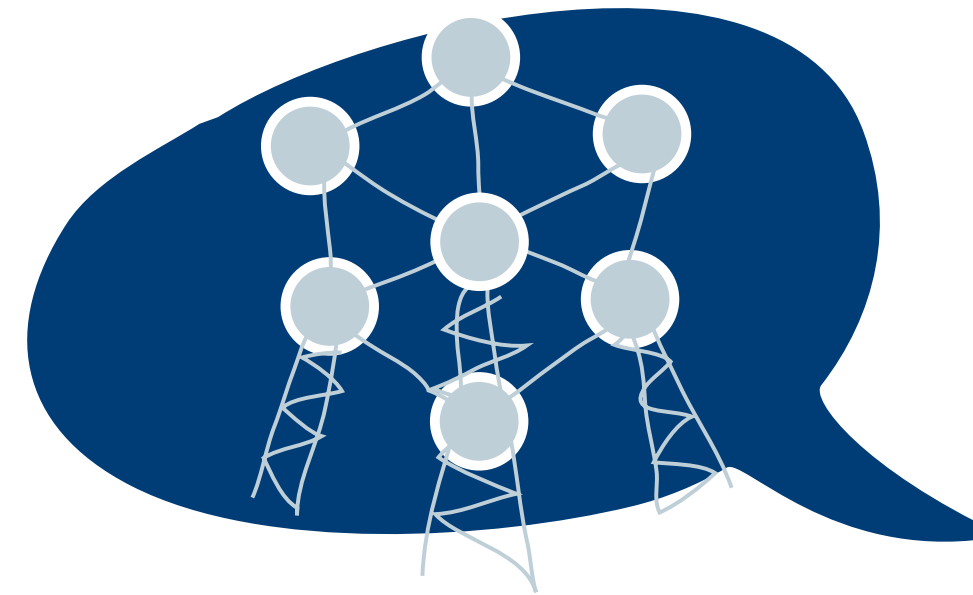
von bürokratischen Brüsseler Vorgaben und einen besseren Zugang insbesondere der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zu den Kapitalmärkten.

Letztere stehen als potentieller Motor für Wachstum und Beschäftigung auch im Fokus des neuen Ressorts „Binnenmarkt, Industrie, Unternehmertum und KMU“ unter Elżbieta Bieńkowska (Polen). Für „Wirtschafts- und Finanzangelegenheiten, Steuern und Zoll“ ist nun Pierre Moscovici (Frankreich) verantwortlich. Der vormalige französische Finanzminister soll dafür sorgen, dass die Steuer- und Zollpolitik fester Bestandteil einer vertieften und echten Wirtschafts- und Währungsunion wird und der Binnenmarkt reibungslos funktioniert.

Aufgewertet und neu zusammengesetzt wurden darüber hinaus die großen Ressorts für „Justiz, Verbraucher und Gleichstellung“ (Věra Jourová, Tschechien) sowie „Digitale Wirtschaft und Gesellschaft“. Im Rahmen des letzteren wird es Günther Oettingers vordringliche Aufgabe sein, Europa und die europäische Wirtschaft digital zu vernetzen und die Reform des Urheberrechts im Internetzeitalter voranzutreiben.

### ZUKUNFTSPROJEKT KAPITALMARKT-UNION

Von besonderer Bedeutung für die Themen des Deutschen Aktieninstituts ist das neue Ressort „Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion“, das von Lord Jonathan Hill (Großbritannien) geführt wird. Schon seit Ankündigung des neuen Ressorts im Sommer 2014 wird darüber spekuliert, was genau die Bestandteile der Kapitalmarktunion sein sollen. Auf dem Herbstempfang des Deutschen Aktieninstituts in Brüssel im November hat Lord Hill wichtige Punkte der Kapitalmarktunion angesprochen. So hob er die Bedeutung attraktiver Kapitalmärkte für Investoren und die Beseitigung der Fragmentierung der europäischen Kapitalmärkte hervor. Im Besonderen betonte er die Bedeutung der Kapitalmärkte für den Wachstumsmotor Realwirtschaft. Damit griff er einen Aspekt auf, für den sich das Deutsche Aktieninstitut seit jeher einsetzt. Es bleibt zu hoffen, dass sich die notwendige Neu-



justierung der Kapitalmarktregulierung zugunsten der Realwirtschaft auch an zentraler Stelle im angekündigten Grünbuch zur Kapitalmarktunion wiederfindet und letztlich durchsetzt. Das im Februar 2015 erscheinende Grünbuch soll vor allem der Präsentation der Leitgedanken zur Kapitalmarktunion dienen. Wie aus Kommissionsskizzen zu entnehmen ist, soll dabei auch die Frage einen besonderen Stellenwert erhalten, wie die EU mehr Direktinvestitionen aus Drittländern anziehen kann.

Die wichtigen Zukunftsthemen, auf die die neue EU-Kommission setzt – von der besseren Rechtsetzung über den digitalen Binnenmarkt bis hin zur Kapitalmarktunion – haben allesamt das Potenzial, Europa seine andauernde Wachstums- und Beschäftigungskrise überwinden zu lassen. Junckers Kommissionsreform und seine Prioritätensetzung sind weit hin begrüßt worden. Um die globalen und immer komplexeren Herausforderungen der Zukunft zu meistern, ist es sicher notwendig, auch innerhalb der EU-Kommission stärker auf Vernetzung zu setzen und den Teamgeist der Kommissare zu stärken. Den Worten müssen nun aber Taten folgen. Die angekündigten Reformvorhaben mit dem übergeordneten Ziel von mehr Wachstum und Beschäftigung müssen durchgesetzt werden und dürfen nicht den Mühlen der Brüsseler Bürokratie zum Opfer fallen. Hierzu bedarf es eines starken Kommissionspräsidenten. Zwar wurde Juncker aufgrund seiner langjährigen politischen Erfahrung schon vor dem Antrittstermin der neuen Kommission als einflussreichster Brüsseler Behördenchef seit Jacques Delors gepriesen.

Doch ist er bereits in seinen ersten Wochen im Amt als Kommissionspräsident in Frage gestellt worden. Das infolge der so genannten Luxleaks-Affäre von den europaskeptischen Fraktionen initiierte Misstrauensvotum im Europäischen Parlament ist von den Abgeordneten zwar mit großer Mehrheit abgelehnt worden, doch sind die Juncker-kritischen Stimmen in der Öffentlichkeit noch lange nicht verstummt.

### SCHNELLE ERFOLGE WÜNSCHENS-WERT

Um sich zu bewähren, muss die Juncker-Kommission rasch Erfolge auf Politikfeldern erzielen, die gemeinhin als Jahrhundertaufgabe gelten oder die aufgrund öffentlicher Debatten emotional besonders aufgeladen sind. Dazu zählen die Energiewende und der Klimaschutz genauso wie das Thema Migration oder das transatlantische Freihandelsabkommen TTIP. Das ist keine leichte Aufgabe. Sie ist nur machbar, wenn die europäischen Institutionen an einem Strang ziehen und ihre Machtspiele und Kraftproben im Interesse von Wachstum und Beschäftigung in Europa hintanstellen. Zum Wohle der Wirtschaft und der Menschen in Europa und mit Blick auf die verbreitete Europaskepsis in den Mitgliedsstaaten muss die Vernunft siegen. Die notwendigen Reformen gelingen nur, wenn sich Europa nicht mit einem „Weiter wie bisher“ zufriedengibt. Es ist Europa zu wünschen, dass die Juncker-Kommission ihren Anspruch auf Spitzenqualität umsetzen kann.



Sabine Heimbach  
Leiterin des Hauptstadtbüros  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

# Berlin arbeitet für Deutschland

Berlin in der zweiten Jahreshälfte 2014 folgte einer bemerkenswert veränderten Tonalität. Nachdem im Frühling der Großen Koalition große Projekte auf den Weg gebracht wurden – Rente mit 63, Mütterrente und Mindestlohn –, sind diese sozialpolitischen Leistungen nicht nur auf Gegenliebe gestoßen. Nicht nur das Herbstgutachten der Wirtschaftsweisen, sondern auch die deutliche Zurückweisung der Bundesregierung eines Zusammenhanges zwischen ihren Entscheidungen und der aktuellen Zurückhaltung seitens der Wirtschaft lassen ahnen: Das politische Stimmungshoch in Deutschland ist eingetrübt. Weitere Faktoren haben die noch vor wenigen Monaten glänzenden Prognosen stark abgeschwächt. Dazu gehören hausgemachte Themen wie die Einführung einer Quote für Frauen in Führungspositionen, aber natürlich auch globale Konstellationen und Katastrophen wie die Ebola-Epidemie oder der sich zuspitzende Nahost-Konflikt.

Zwischenzeitlich sind die Forderungen an die Bundesregierung zumindest im Grundsatz angekommen, dass von weiteren einseitigen Belastungen der Wirtschaft durch zunehmende Regulierung Abstand zu nehmen ist. So stellte die Bundeskanzlerin bei der Haushaltsdebatte ein „One-In-/One-Out-Verfahren“ in Aussicht: Für jede beschlossene Maßnahme, die zusätzliche Bürden für die Wirtschaft nach sich zieht, wird künftig an anderer Stelle eine Entlastung geschaffen, etwa im Bereich der Bürokratie.

## SCHWARZE NULL EIN HISTORISCHER ERFOLG

Positiv zu vermerken ist auch die historische Tat von Bundesfinanzminister Schäuble, erstmals seit 46 Jahren einen ausgeglichenen Haushalt durchzusetzen – gegen vielerlei Begehrlichkeiten in der Heimat und in Europa. Die schwarze Null hat mehr als nur Symbolwert, sie ist ein wichtiges Signal der Haushaltsdisziplin. Und dies erreicht zu haben, bevor die Schuldenbremse greift, ist ein bedeutender politischer Schritt – nicht nur für Wolfgang Schäuble persönlich, sondern für Deutschland insgesamt. Das sollte bei der kritischen Begleitung der aktuellen politischen Weichenstellungen dieser Bundesregierung nicht außen vor bleiben.

## INVESTITIONEN DRINGEND ERFORDERLICH

Gleichzeitig stehen die öffentlichen Haushalte in Bund und Ländern vor neuen Herausforderungen: Infrastrukturinvestitionen in vielfacher Milliardenhöhe sind unvermeidbar und müssen jetzt angegangen werden, wenn Deutschland dauerhaft wettbewerbsfähig bleiben will. Immerhin hat der Bundesfinanzminister 10 Milliarden Euro aus dem Bundeshaushalt zusätzlich für die nächsten drei Jahre in Aussicht gestellt. Dieses Signal ist aber sicherlich nicht hinreichend, um der Vielzahl von anstehenden Projekten Herr zu

werden. Denn nicht nur die Wiederherstellung maroder Verkehrswege wie Straßen, Brücken und Wasserstraßen oder öffentlicher Gebäude und Schulen steht ganz oben auf der Agenda. Ebenso wichtig ist der beschleunigte flächendeckende Breitbandausbau als Voraussetzung für den Erhalt der Zukunftsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Dies hat der neue EU-Kommissar für Digitale Wirtschaft und Gesellschaft, Günther Oettinger, im Rahmen der Vorstandssitzung des Deutschen Aktieninstituts in Brüssel auf eindringliche Weise geschildert. Beim globalen Wettlauf um die digitale Kompetenz geht es in Europa weniger darum, verlorenen Boden innerhalb der Branche zurückzugewinnen. Die marktbeherrschende Position von Google, Facebook und Amazon ist nach allgemeiner Einschätzung ohnehin nahezu uneinholbar.

## INDUSTRIE 4.0 – DIGITALISIERUNG AUF DEM VORMARSCH

Jedoch müssen hierzulande jetzt alle Anstrengungen unternommen werden, Ressourcen und Expertise zu bündeln, um im internationalen Wettbewerb im Bereich der Digitalisierung nicht vollständig abgehängt zu werden. Die flächendeckende Breitbandversorgung bildet dabei nur eine Grundbedingung. Längst werden die anstehenden Jahre als Scheidepunkt

# am Investitionsschub



im Wettbewerb um die Digitalisierung der Realwirtschaft, der „Industrie 4.0“, bezeichnet. Eine neuerliche Revolution der Produktionsprozesse und Anwendungen steht an, für die die Herstellung von Werkstücken mit 3D-Druckern oder die Entwicklung des autonomen Fahrzeugs zwei markante Beispiele von vielen sind, die die unglaublichen Umwälzungen in vielen Branchen erahnen lassen.

In vielen großen Unternehmen sind die Zeichen der Zeit erkannt. Auch Deutschlands „Hidden Champions“ haben verstanden, dass die Sicherung ihrer Spitzenposition maßgeblich davon abhängt, inwieweit sie ihre Produktion digitalisieren. In manchen kleinen oder mittelständischen Unternehmen dürfte der Weckruf noch etwas lauter ausfallen. Entscheidend ist, das Engagement im Bereich von Forschung und Entwicklung zu verstärken. Dazu sind dringend neue Investitionen notwendig – Anschubinvestitionen, die die öffentliche Hand nicht allein zu finanzieren vermag, zumal es um Summen jenseits der bereits geplanten 10 Milliarden zu gehen hat.

## INVESTITIONEN ERLEICHTERN

Die Ressourcen sind zweifelsfrei vorhanden. Große Investoren suchen nach Möglichkeiten, beklagen aber die schwierigen Rahmenbedingungen. Daraus hat Bundeswirtschaftsminister Sigmar Gabriel jetzt die Konsequenz gezogen, eine Expertenkommission aus Unternehmens- und Gewerkschaftsvertretern, Verbandsspitzen und Wissenschaftlern einzuladen, an einer neuen Investitionsstrategie für Deutschland zu arbeiten. Die Kommission soll neue Handlungsoptionen prüfen, um die gesamtwirtschaftliche Investitionsdynamik zu stärken. Es geht zum einen darum, die Rahmenbedingungen für private Investitionen zu verbessern und Investitionshemmnisse abzubauen. Zum anderen geht es um Konzepte, wie in Zukunft der Erhalt und der Ausbau der öffentlichen Infrastruktur finanziert werden kann. Dafür soll insbesondere privates Kapital mobilisiert werden. Innovation zu fördern heißt aber auch, den Fokus verstärkt auf das Thema Venture Capital zu richten. Das bedeutet, für Start-up-Unternehmen in Deutschland den Zugang zu dieser Finanzierung zu erleichtern und umgekehrt für Investoren die Rahmenbedingungen attraktiver zu gestalten. Auch hier gibt es deutliche Signale aus der Bundesregierung wie auch aus dem Deutschen Bundestag, den Austausch zu suchen und gemeinsam an Lösungen zu arbeiten.





# Regierungskommission intensiviert den Dialog

mit der nationalen und europäischen Politik



Dr. Manfred Gentz  
Vorsitzender, Regierungskommission  
Deutscher Corporate Governance Kodex

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex beobachtet und analysiert ständig die Trends zum Thema Corporate Governance in Wissenschaft und Praxis. Dazu gehört, dass sich die Kommission frühzeitig zu Regulierungsvorhaben vor allem aus Brüssel äußert, denn diese prägen immer mehr die künftigen Rahmenbedingungen der Corporate Governance. Ein reines Abwarten wäre fatal.

Eine kritische Begleitung der Regulierungsvorschläge ist umso wichtiger, da die EU-Kommission zwar immer wieder beteuert, dass sie kein Corporate-Governance-System – ob monistisches Board-System, dualistisches System oder Mischsystem – bevorzugt. Aber die meisten Regulierungsvorhaben sind doch geprägt durch das monistische System. Im Bereich der börsennotierten Unternehmen kommt dies nicht von ungefähr. An den Kapitalmärkten dominieren angelsächsische Investoren, die von ihrem speziellen Corporate-Governance-Verständnis geprägte Erwartungen mitbringen. Auch wenn deren Einwirkung wichtige Impulse für die Weiterentwicklung anderer Corporate-Governance-Systeme bringen kann, passt dies keineswegs immer zu den in Deutschland geltenden gesetzlichen Grundstrukturen.

Ein Beispiel ist das Thema Unabhängigkeit von Aufsichtsräten, welches im deutschen Recht bislang kein herausragendes Diskussionsthema war. Ein Grund dafür mag in der Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat liegen. Diese schafft quasi automatisch eine Unabhängigkeit des Aufsichtsrats vom Vorstand, die im Board-System durch die Aufteilung von exekutiv und nicht exekutiv tätigen Direktoren erst einmal hergestellt werden muss. Daneben hat sich eine weitere Aufteilung von unabhängigen und nicht unabhängigen „Non-Executive Directors“ entwickelt.

## THEMA UNABHÄNGIGKEIT IMMER BEDEUTENDER

Die geringere Aufmerksamkeit für das Thema Unabhängigkeit in Deutschland, aber auch in anderen europäischen Rechtsordnungen kann auch mit der traditionell andersartigen Aktionärsstruktur erklärt werden. Während etwa der US-amerikanische Kapitalmarkt von breitem Streubesitz geprägt ist, sind in Kontinentaleuropa auch

größere bis Mehrheitsbeteiligungen üblich, die ihre Vertreter dann auch im Aufsichtsrat sehen wollen. In Kapitalmärkten mit Streubesitzaktionären hingegen wird nicht gern gesehen, wenn ein Klein- oder Minderheitsaktionär dem Unternehmen näher steht als andere.

Es gehört natürlich zu den Aufgaben der Kommission, sich auch mit diesem Corporate-Governance-Thema zu beschäftigen. Das Thema „unabhängige Beratung des Vorstands durch den Aufsichtsrat“ war von Anfang an im Kodex enthalten, im Jahr 2002 noch mit dem Fokus auf ehemalige Mitglieder des Vorstands sowie Organfunktionen und Beratungsaufgaben bei Wettbewerbern. Kurze Zeit später wurde die Idee mit der Empfehlung ausgeweitet, dass dem Aufsichtsrat eine nach seiner Einschätzung ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören soll. Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses soll Finanzexperte und unabhängig sein. Der Kodex ist bewusst als flexibles Instrument angelegt, das den Unternehmen freistellt, Empfehlungen zu befolgen oder eine Abweichung zu erklären. Jedenfalls soll das Unternehmen sich darüber Gedanken machen.

Während der Kodex mit dem Comply-or-Explain-Prinzip eine sinnvolle Ergänzung des Aktienrechts bietet, bedarf eine gesetzliche Regelung einer ausführlichen Abstimmung mit dem bestehenden nationalen Rechtsrahmen. Das beinhaltet auch eine Abwägung der Rechtsfolgen, die man an konkrete Interessenkonflikte auf der einen und das Fehlen von Unabhängigkeit auf der anderen Seite knüpfen will. Der Kodex hat hier einen flexiblen Weg gefunden. Auf der gesetzgeberischen Seite müsste diese Diskussion

erst noch in Gang gesetzt werden. Künftig muss durch die Neuregelung der Abschlussprüferrichtlinie die Mehrheit der Aufsichtsräte im Prüfungsausschuss unabhängig sein.

## EU-VORSCHLÄGE ZUR CORPORATE GOVERNANCE

Auch in den Diskussionen zum aktuellen Vorschlag der EU-Kommission zur Aktionärsrechterichtlinie wird reflexartig nur an die unabhängigen Direktoren gedacht: Konkret geht es um die sogenannten Related Party Transactions. Der Richtlinienentwurf sieht ab einem Schwellenwert von fünf Prozent des Vermögens einen rechtlich verbindlichen Hauptversammlungsbeschluss über Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen oder Personen vor. Dabei kann es sich zum Beispiel um langfristige Lieferverträge zwischen Mutter- und Tochterunternehmen handeln.

Die Regierungskommission hat sich aus verschiedenen Gründen entschieden gegen dieses Vorhaben ausgesprochen. Dazu gehören der bestehende und ausreichende Minderheitenschutz im Konzernrecht, die mit dem Vorschlag verbundene Einschränkung der Möglichkeit, kurzfristig Geschäftschancen nutzen zu können und das Problem, dass für eine informierte Entscheidung der Aktionäre eigentlich Geschäftsgeheimnisse offenbart werden müssen. Die Regierungskommission sieht hier vor allem den Aufsichtsrat in der Pflicht. In den EU-Organen wird jedoch

erwogen, die Aktionärsentscheidung wahlweise durch die eines Ausschusses zu ersetzen, der nur mit unabhängigen Direktoren oder Aufsichtsratsmitgliedern besetzt ist. Ich persönlich halte dies für falsch. Gerade bei wichtigen Einzelfallentscheidungen sollte das Plenum entscheiden. Konkreten Interessenkonflikten ist dann durch Stimmenthaltung oder sogar Abwesenheit bei der Diskussion zu begegnen. Mit der Zuweisung von immer mehr Aufgaben an „Unabhängige“ wird der Rest des Gremiums entwertet – insbesondere wenn nicht geklärt ist, was mit Unabhängigkeit gemeint ist und welche Konsequenzen aus fehlender Unabhängigkeit folgen. Hierüber muss eine offene Diskussion geführt werden, die sich an den Unterschieden der „Checks and Balances“ im monistischen, dualistischen oder in Mischsystemen ausrichtet und die auf europäischer Ebene noch aussteht. Die Regierungskommission wird sich an der Diskussion beteiligen.

Ein weiteres Beispiel dafür, dass die Regierungskommission nicht nur passiv auf europäische Regelungen warten kann, ist das Say-on-Pay. Die Regierungskommission hatte kürzlich die Empfehlung gestrichen, dass der Aufsichtsrat neben der Festvergütung auch eine variable Vergütung erhalten soll. Damit hat sie anerkannt, dass es sinnvolle Gründe geben kann, nur eine Festvergütung zu zahlen, etwa um seine Überwachungsaufgabe zu betonen. Daher soll eine reine Festvergütung keine

Abweichung vom Kodex erforderlich machen. Die Aktionärsrechterichtlinie droht dies zu konterkarieren, indem sie im Zuge der Say-on-Pay-Regulierung eine variable Vergütung auch zum Bestandteil der Aufsichtsratsvergütung macht – also rechtlich vorgibt. Auch hier hat die EU-Kommission einseitig das Board-System vor Augen, in dem etwa strategische Entscheidungen gemeinsam von exekutiven und nicht-exekutiven Direktoren getroffen werden. Im Übrigen will die EU-Kommission offenbar eine Kontrolle über die Qualität der Abweichungserklärungen einführen, was die Flexibilität der Kodizes stark reduzieren und quasi Befolgungszwänge auslösen würde.

Diese wenigen Beispiele sollen illustrieren, wie wichtig es ist, dass die Regierungskommission noch stärker als bisher auf nationaler wie europäischer Ebene mit den politischen Parteien, der Bundesregierung und den Bundestagsfraktionen in einen Dialog eintritt und ihnen ihre Einschätzung zu Regulierungsvorhaben erklärt.

Während die Regierungskommission sich selbst beschränken und nur neue oder geänderte Empfehlungen oder Anregungen verabschieden will, wenn sie davon überzeugt ist, dass sie unerlässlich und sinnvoll sind, erscheint das gerade in Brüssel oftmals nicht der Fall zu sein. Regulatorische Fehlentwicklungen oder Überregulierungen der Corporate Governance mit negativen Folgewirkungen sollten eingedämmt werden.



# Für eine verfassungsfeste Geschlechterquote



Dr. Cordula Heldt  
Leiterin Corporate Governance und  
Gesellschaftsrecht  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Das Anliegen der Bundesregierung, mehr Frauen in Führungspositionen zu bringen, ist begrüßenswert, auch wenn sich das Deutsche Aktieninstitut über die Mittel und Wege zur Erreichung dieses Anliegens mit ihr nicht einig ist. Abgesehen davon, dass flankierende Maßnahmen den notwendigen Rahmen und Rückhalt für Frauen schaffen müssen, ihren beruflichen Weg zu gehen, hat das Deutsche Aktieninstitut erhebliche Bedenken bezüglich der Konformität des Gesetzentwurfs zur Frauenquote mit höherrangigem Recht. Sollte sich die vorgesehene feste Quote von 30 Prozent der Aufsichtsratsmitglieder als verfassungswidrig oder mit Europarecht nicht vereinbar erweisen, wäre der grundsätzlich guten Sache ein Bärendienst erwiesen.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt bereits seit 2011, dass Unternehmen in Vorstand, Aufsichtsrat und oberen Führungsebenen auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben. Seitdem hat sich der Anteil der Frauen auf der Seite der Anteilseigner in Aufsichtsräten der 160 Unternehmen im DAX, MDAX, SDAX, TecDAX verdreifacht. Es ist nicht nachvollziehbar, warum im Gesetzentwurf behauptet wird, die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex hätten nur eine geringe Steigerung des Frauenanteils bewirkt, zumal die Bundesregierung in ihrem Entwurf neben der festen Quote auch auf das Prinzip der selbstgesetzten Quote mit der Rechtsfolge setzt, eine mögliche Abweichung gegebenenfalls erklären zu müssen.

## VERHÄLTNISMÄSSIGKEIT SICHERN

Entscheidet sich der Gesetzgeber für eine Quotenregelung, muss er alle betroffenen rechtlich geschützten Interessen zu einem verhältnismäßigen und damit möglichst schonenden Ausgleich bringen. Vor der Festlegung einer sanktionierten Mindestquote sollte der

Gesetzgeber deshalb den Erfolg der Kodex-Empfehlung zur Diversity abwarten und evaluieren. Nur auf diesem Wege vermeidet er eine unverhältnismäßige Einschränkung der Vereinigungs-, Berufs- und Eigentumsfreiheit durch die gesellschaftsrechtliche Kumulation von Mitbestimmungs-, Unabhängigkeits- und Quotenregelungen.

Auch die mit der festen Quote für börsennotierte und voll mitbestimmte Unternehmen verbundene Nichtigkeitsdrohung – dass also ein Aufsichtsratsitz leer bleibt, wenn er nicht mit einer Frau besetzt werden kann, obwohl ein qualifizierter männlicher Kandidat vorhanden wäre – widerspricht dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Diese erscheint zudem nur gegeben, wenn auch bei individuellen Auswahlentscheidungen adäquate Entscheidungsfreiräume verbleiben und weitere Umstände berücksichtigt werden dürfen – konkret also ausnahmsweise auch ein männlicher Kandidat gewählt werden darf, obwohl die Quote dann nicht eingehalten wird.



## AUSNAHMEN ZULASSEN

Dabei wäre es ein Leichtes, den Gesetzentwurf zur festen Quote um eine Ausnahme- oder Härtefallregelung zu ergänzen oder als „Soll“-Regelung auszugestalten, um ihn damit verfassungsfest zu machen. Das Deutsche Aktieninstitut hat hierzu direkt umsetzbare Vorschläge gemacht. Im Rahmen einer Härtefallregelung könnte beispielsweise die Wahl eines Angehörigen des überrepräsentierten Geschlechts für zulässig erklärt werden, wenn die Wahl dieser Person von entscheidender funktionaler Bedeutung für das Unternehmen oder verbundene Unternehmen ist. Bei einer Ausnahmeregelung könnte vorgesehen werden, dass jedes Aufsichtsratsmitglied über eine Mindestqualifikation verfügen muss – ergänzt um den Hinweis, dass der Aufsichtsrat in seiner Gesamtheit über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung seiner Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen muss. Dieser Zusatz erweitert den Blick auf die Unternehmenssituation, wonach die jeweils geschuldete Sorgfalt von Größe und Art des Unternehmens abhängt und insbesondere sichergestellt sein muss, dass die Qualifikation der Mitglieder nicht zu einseitigen Schwerpunkten führt. Eine Ausgestaltung der Quote als „Soll“-Regelung, wie sie der Gesetzentwurf ohnehin für die Rechtsform der Europäischen Gesellschaft (SE) vorsieht, hätte gleichzeitig den Vorteil, eine Gleichbehandlung aller Unternehmensformen bieten zu können.

## FRISTEN VERLÄNGERN

Aus der Begründung des Gesetzentwurfs geht hervor, dass durch Berichtspflichten faktischer Druck auf die Unternehmen aufgebaut werden soll, möglichst kurze Fristen für die Erreichung der Quoten zu setzen. Die Verpflichtung, maximal zwei- oder dreijährige Fristen zu setzen, ist jedoch wenig sinnvoll und kontraproduktiv zum Gesetzesziel. Selbst in größeren Gesellschaften sind innerhalb von zwei oder drei Jahren vor allem in der obersten Führungsebene unterhalb des Vorstands keine oder relativ wenige Neubesetzungen von Führungspositionen zu erwarten. Müssen Fristen gesetzt werden, die die natürlichen Fluktuationserwartungen nicht abbilden können, ist mit der Setzung weniger ambitionierter Ziele zu rechnen.

Die vorgesehenen Fristen sollten deshalb – in Anlehnung an die Bestellungszeiträume nach dem Aktiengesetz – auf maximal fünf Jahre verlängert werden. Die Fristenregelung sollte Ausnahmen vorsehen, wenn bestehende länger laufende Verträge von Vorstandsmitgliedern oder die Amtszeiten gewählter Aufsichtsratsmitglieder dazu führen, dass Zielquoten nicht eingehalten werden können.

## ZIELE GESTALTEN

Für die Zielgrößen bestimmt der Gesetzentwurf einen Schwellenwert, der auch nach Zielerreichung nicht mehr unterschritten werden darf. Das ist aus Sicht der Bundesregierung verständlich, die ehrgeizige Zielvorgaben fördern will. Allerdings könnte diese Festlegung kontraproduktiv sein: Unternehmen könnten vermeiden, die 30-Prozent-Grenze bei der Frauenförderung zu erreichen, weil sie sich dann kein Ziel mit einem niedrigeren Zielwert mehr setzen dürfen.

Wichtig wäre zudem, wenn die Unternehmen die Zielquoten auf eine konzernweite Betrachtung ausdehnen könnten. Der Wechsel von Frauen vom Inland ins Ausland in eine andere Konzerngesellschaft ist zur Gewinnung internationaler Erfahrung ein wichtiger Karriereschritt, der nicht dadurch faktisch konterkariert werden darf, dass damit die selbst gesetzten Ziele der betroffenen Aktiengesellschaft unterschritten werden.



# Aktien und Stiftungen – ein ideales Paar

Die Aktienkultur eines Landes hängt auch davon ab, ob und in welchem Maße sich institutionelle Investoren mit der Aktie als Anlageinstrument anfreunden können. In einem aktuellen Projekt in Zusammenarbeit mit der Foundation Lindau Nobel Laureate Meetings – der Stiftung Lindauer Nobelpreisträger-tagungen – untersucht das Deutsche Aktieninstitut, wie es sich mit der Aktienanlage von Stiftungen verhält.



Dr. Gerrit Fey  
Leiter Kapitalmarktpolitik  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

## AKTIEN BIETEN RENDITEPLUS

Vor diesem Hintergrund untersucht das Deutsche Aktieninstitut, warum sich viele Stiftungen mit einem nennenswerten Aktienengagement trotzdem schwer tun. Eigentlich entspricht der Langfristcharakter von Aktien den Anforderungen von Stiftungen, die grundsätzlich auf Ewigkeit angelegt sind, in idealer Weise: Historisch gesehen bieten Aktien langfristig bei vergleichbarem Risiko höhere Renditen als festverzinsliche Wertpapiere. Diese Zusatzrendite von durchschnittlich zwei bis drei Prozent pro Jahr kann helfen, die Leistungskraft von Stiftungen bei steigenden Fördervolumen zu erhalten.

Allerdings verspüren Stiftungsorgane häufig eine große Unsicherheit, ein signifikantes Aktieninvestment einzugehen, unter anderem weil sich Stiftungsaufsichten mit einer hohen Aktienquote im Stiftungsvermögen schwer tun. Die Einsicht, dass Aktie und Kapitalmarkt Instrumente zur Lösung gesamtwirtschaftlicher Probleme sein können, ist im politischen Raum leider nicht fest verankert. Den Stiftungen und damit letztlich auch den durch sie unterstützten gesellschaftlichen Vorhaben entgehen dadurch letztlich wichtige Finanzierungschancen. Grund genug für das Deutsche Aktieninstitut, sich im Rahmen des laufenden Forschungsprojekts näher mit den rechtlichen und faktischen Rahmenbedingungen für die Aktienanlage von Stiftungen auseinanderzusetzen, um etwaige Hemmnisse zu identifizieren und zu helfen, diese aus dem Weg zu räumen. Damit könnten Stiftungen zu einem idealen Fürsprecher der Aktienkultur in Deutschland werden.

In Deutschland gibt es nach Angaben des Bundesverbands Deutscher Stiftungen rund 130.000 gemeinnützige Stiftungen. Diese stellen für die Förderung gesellschaftlicher, sozialer, kultureller und anderer satzungsgemäßer Zwecke jährlich 17 Milliarden Euro zur Verfügung. Stiftungen erfüllen damit eine zentrale gesellschaftspolitische Funktion.

## ZINSERTRÄGE HISTORISCH NIEDRIG

Das Fördervolumen der Stiftungen stammt – abgesehen von Spenden – in erster Linie aus der Vermögensverwaltung. Bei der Vermögensanlageentscheidung steht das Stiftungsmanagement vor einem Zielkonflikt: Auf der einen Seite will es aus der Verwaltung des Vermögens möglichst hohe laufende Erträge erzielen und ausschütten, um den Stiftungszweck ideal erfüllen zu können. Auf der anderen Seite muss das Vermögen erhalten werden. Ein nachhaltiges Stiftungsmanagement setzt daher sowohl eine entsprechende Rendite aus dem Stiftungsvermögen als auch einen ausreichenden Schutz vor Vermögensverlusten voraus.

Festverzinsliche Wertpapiere bester Bonität bilden traditionell den zentralen Bestandteil vieler Stiftungsvermögen, weil hier die Erträge gleichmäßig fließen, also gut planbar sind. Außerdem treten normalerweise kaum Kursschwankungen auf. Bei Zinsen auf Staatsanleihen in Höhe von sechs bis sieben Prozent pro Jahr, wie sie auch in Deutschland noch Anfang der 1990er Jahre üblich waren, ließen sich ausreichend hohe Erträge für den Stiftungszweck erzielen und gleichzeitig das Vermögen der Stifter in seinem Wert erhalten.

Die historisch niedrigen Zinsen für festverzinsliche Anlagen stellen die Stiftungen aktuell vor die große Herausforderung, ihren satzungsmäßigen Aufgaben in gewohnter Weiser nachzukommen. Im Extremfall sind Stiftungen gezwungen, im Interesse des Vermögenserhalts ihre laufenden Leistungen zu reduzieren, was auch ihre gesellschaftspolitische Funktion einschränkt. Diese Gefahr droht insbesondere dann, wenn im anhaltenden Niedrigzinsumfeld höher verzinsten Altanlagen auslaufen.

# Belegschaftsaktien

Angemessene Anreize setzen,  
Implementierung entbürokratisieren



Dr. Norbert Kuhn  
Leiter Unternehmensfinanzierung  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Aus vielerlei Gründen braucht Deutschland mehr Unternehmen, die ihre Mitarbeiter am Aktienkapital beteiligen: An Aktien führt in der derzeitigen Niedrigzinsphase kein Weg vorbei. Von den Renditechancen der Aktienanlage können auch weite Teile der Arbeitnehmerschaft profitieren. Für Unternehmen lohnt sich die Einführung von Belegschaftsaktien. Werden Mitarbeiter zu Eigentümer, sind diese oftmals motivierter und produktiver. Ein positiver Beitrag für das Ergebnis des Unternehmens ist regelmäßig die Folge. Schließlich ist die Belegschaftsaktie meist der Einstieg in die Aktienanlage. Ein gut diversifiziertes Aktienportfolio ist ein wesentliches Element des langfristigen Vermögensaufbaus, wie er zunehmend auch von vielen politischen Entscheidungsträgern gefordert wird.

Die Belegschaftsaktie hat also ein enormes Potenzial, das hierzulande noch längst nicht ausgeschöpft ist. Umso wichtiger ist es, dieses Instrument der Vermögensbildung in Arbeitnehmerhand attraktiver zu machen. Hierfür müssen die Rahmenbedingungen verbessert werden. Diese Forderung schreibt das Europäische Parlament den nationalen Regierungen ins Stammbuch. In einem Entschließungsantrag aus dem Januar 2014 heißt es, dass die Mitgliedstaaten angemessene Maßnahmen ergreifen sollen, die zu einer weiteren Verbreitung von Kapitalbeteiligungen beitragen.

## STAATLICHE FÖRDERUNG AUSWEITEN

An der deutschen Bundesregierung ist diese Aufforderung ungehört vorbeigegangen. Das Thema hat keinen Eingang in den Koalitionsvertrag gefunden, der derzeit abgearbeitet wird. Das Deutsche

Aktieninstitut hat deshalb in einem im Dezember 2014 veröffentlichten Positionspapier Vorschläge unterbreitet, wie die Politik der Belegschaftsaktie in Deutschland neuen Schwung verleihen kann.

Wichtiger Ansatzpunkt ist die staatliche Förderung. Mit einem steuer- und abgabenfreien Betrag von gerade einmal 360 Euro liegt Deutschland im internationalen Vergleich weit hinten. Jeder über diesen Betrag hinausgehende Rabatt, der vom Arbeitgeber auf die Aktien gewährt wird, muss als geldwerter Vorteil versteuert werden und wird mit Sozialabgaben belastet. In der Konsequenz hat der Mitarbeiter, obwohl er vom Arbeitgeber etwas geschenkt bekommt, netto weniger auf dem Gehaltszettel. Kein Wunder, dass dies abschreckt. Der Förderbetrag muss daher auf mindestens 1.000 Euro jährlich angehoben werden.

## RECHTLICHE HÜRDEN ABBAUEN

Außerdem schreckt die Unternehmen der bürokratische Aufwand bei der Einführung von Belegschaftsaktien. Ein Beispiel hierfür ist die Depotverwahrung. Wer schon einmal ein Wertpapierdepot eröffnet hat, weiß, wie viel Zeit die damit verbundenen Formalien kosten. Dem Mitarbeiter, der pro Jahr eine Handvoll Aktien des eigenen Unternehmens zeichnet, ist dies nicht zumutbar. Deswegen gibt es die Möglichkeit, dass das Unternehmen die Formalitäten für den Mitarbeiter übernimmt. Ob und in welcher Form dies geht, entscheidet allerdings die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen in jedem Einzelfall. Dies ist äußerst aufwendig. Daher ist eine allgemeingültige Klarstellung seitens der Politik notwendig, unter welchen Bedingungen das Unternehmen im Namen der Mitarbeiter ein Konto eröffnen kann. Diese müssen so schlank wie möglich sein.

Die rechtlichen Unwägbarkeiten werden massiv, wenn das Unternehmen auch seine Mitarbeiter im Ausland beteiligen will. Unterschiede im Arbeitsrecht, den Steuerregimes und bei den gesetzlichen Sozialleistungen machen einen grenzüberschreitenden Aktienplan in der Regel sehr komplex und ressourcenaufwendig. Umso wichtiger sind internationale Harmonisierungsbemühungen, wie sie das Europäische Parlament für die EU gefordert hat.

Angemessene Förderung und Entbürokratisierung – diese Schlagworte stecken den politischen Handlungsrahmen ab, um mehr Unternehmen von den Vorteilen der Belegschaftsaktie zu überzeugen. Die Mitarbeiterkapitalbeteiligung gehört auf die politische Agenda. Hierfür setzt sich das Deutsche Aktieninstitut ein.



# Eine frühe Volksaktie mit viel Energie



**WER DAS WORT „VOLKSAKTIE“** hört, denkt sicher zuerst an die Telekom-Aktie. Doch die Papiere des Telekommunikationskonzerns waren bei weitem nicht die ersten Anteilsscheine, die breite Bevölkerungskreise an ehemaligem Staatseigentum beteiligen sollten.

Um zu den ersten „Volksaktien“ zu gelangen, muss man das Rad der Zeit gute 55 Jahre zurückdrehen. Bereits Ende der 1950er Jahre begann der Staat, sein Eigentum gewinnbringend in private Hände zu legen. Im Jahre 1965 hatte die Bundesregierung Großes vor – unter anderem die Modernisierung des Stromnetzes – aber nur wenig, um nicht zu sagen gar kein Geld. Also wurde ein Filetstück aus der bundeseigenen Schatzkammer auf den Teller gelegt und in mundgerechte Häppchen aufgeteilt. Das Filet hieß VEBA, die Kurzform für „Vereinigte Elektrizitäts- und Berg-

werks-Aktiengesellschaft“. Zuvor war das Modell Volksaktie bereits zweimal erfolgreich ausprobiert worden – im Jahre 1959 mit der VEBA-Tochter Preussag AG und 1961 mit der Volkswagen AG.

Der Gang an die Börse sollte auch kleine Leute im großen Rahmen zu Aktieninhabern machen und sie am VEBA-Kapital beteiligen. 210 Mark war der Preis für eine Aktie, fünf davon standen jedem Bürger maximal zu. Mehr als zweieinhalb Millionen neue Privatanleger wurden auf diesem Weg geboren.

Die Chronik der VEBA ist nicht minder interessant als ihr Part als Volksaktie. Die Historie der VEBA ging zurück bis ins Jahr 1923, als der Freistaat Preußen die „Preußische Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft“ und spätere Preussag AG gründete. 1929 erblickt dann die „Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks-Aktiengesellschaft“ als Dachgesellschaft mehrerer Bergwerksunternehmen in Berlin das Licht der Welt.

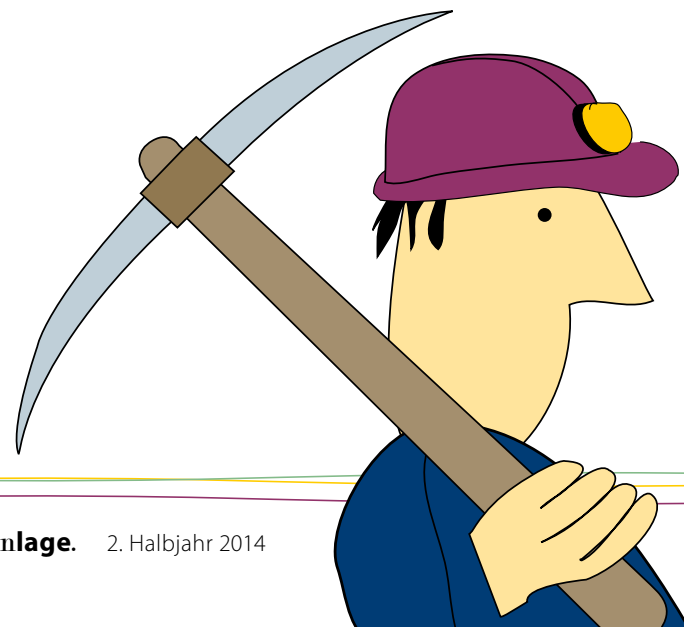
1965 verkauft die Bundesrepublik Deutschland die Mehrheit der Aktien an freie Aktionäre. Im Laufe der Jahre wandelt sich der Energiedienstleister

zum breit aufgestellten Industrie-Allrounder. 1987 veräußert der Bund auch seine letzten 25,5 Prozent der VEBA-Papiere am internationalen Kapitalmarkt.

## VEBA + VIAG = E.ON

In den 1990er Jahren folgte auch die VEBA den Zeichen der Zeit. Verkauf von unrentablen Sparten sowie umfangreiche Umstrukturierungen in allen Unternehmensbereichen waren nun das A und O.

Im Jahr 2000 wird der Name VEBA Geschichte. Die Zusammenführung mit der VIAG AG schafft neue Energie. Die entlädt sich unter dem Namen E.ON, der Konzern geht mit genau diesem Slogan – „neue Energie“ – am 27. September 2000 an den Start.



# Veranstaltungs- termine 2015



**AKTUELLE INFORMATIONEN SOWIE WEITERE VERANSTALTUNGEN  
DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS FINDEN SIE UNTER  
[WWW.DAI.DE/VERANSTALTUNGEN](http://WWW.DAI.DE/VERANSTALTUNGEN) AUF UNSERER WEBSITE.**

**20. Januar 2015**

**Compliance konkret – Umgang mit missglückten  
Business-Judgement-Entscheidungen**

Entlang des Szenarios einer Unternehmensübernahme werden die verschiedenen Dimensionen und Facetten einer missglückten Vorstandsentscheidung aufgearbeitet. Moderatoren und Teilnehmer entwickeln gemeinsam Methoden zum Umgang mit Krisensituationen und Lösungsvorschläge unter forensischen, rechtlichen und Kommunikationsaspekten. „Was ist wann von wem zu tun?“ steht als übergeordnete Frage im Zentrum der Diskussion.

**19. März 2015**

**Konferenz Corporate Bonds**

Die traditionelle Konferenz des Deutschen Aktieninstituts zum Thema „Corporate Bonds“ hat sich in den vergangenen Jahren zu einem wichtigen Forum des Austauschs zwischen Unternehmen, Banken, Investoren und Beratern entwickelt. Im Jahr 2015 beleuchtet sie rechtliche und betriebswirtschaftliche Fragen der Finanzierung über Unternehmensanleihen.

**14. April 2015**

**Konferenz zur Umsetzung von MiFID II und MiFIR**

Die Konferenz befasst sich mit den Arbeiten der europäischen Wertpapieraufsicht ESMA zur Umsetzung der MiFID II/MiFIR. Im Fokus stehen die Regeln zu Anlageberatung, Marktinfrastruktur, Transparenz, Hochfrequenzhandel sowie zu den Derivate- und Anleihemärkten.

**21. April 2015**

**Mitgliederversammlung**

Bei seiner satzungsgemäß alle zwei Jahre stattfindenden Mitgliederversammlung ist das Deutsche Aktieninstitut 2015 zu Gast in den Räumen der Commerzbank AG in Frankfurt am Main. Im Anschluss an die Mitgliederversammlung findet ein Abendempfang statt, auf dem Sabine Lautenschläger Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank, den Gastvortrag halten wird. Im Rahmen der Abendveranstaltung wird auch der vom Deutschen Aktieninstitut gestiftete Hochschulpreis verliehen.

**13. Mai 2015**

**Konferenz Corporate Governance und  
Gesellschaftsrecht**

Im Rahmen der Konferenz diskutieren Experten aktuelle Themen und Gesetzesvorhaben im Bereich Corporate Governance, unter anderem die Änderungen der EU-Aktionärsrechterichtlinie. Zudem wird zum Stand des Deutschen Corporate Governance Kodex berichtet.

**17./18. Juni 2015**

**Konferenz der Regierungskommission  
Deutscher Corporate Governance Kodex**

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex richtet ihre jährliche Konferenz inzwischen zum 14. Mal aus. Veranstaltungsort ist diesmal das Allianz-Forum am Pariser Platz in Berlin. Vertreter aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft diskutieren über Fragen der guten Unternehmensführung. Die Veranstaltung ist geladenen Gästen vorbehalten.

**8. Juli 2015**

**Auf dem Weg zum Nachhaltigkeitsbericht**

Der Workshop bietet Unternehmen in MDAX und SDAX sowie mittelständischen kapitalmarktorientierten Unternehmen Anregungen für ihr CSR-Reporting. Nach dem Motto „Von Unternehmen für Unternehmen“ präsentieren Unternehmenspraktiker ihre Nachhaltigkeitsberichterstattung und stellen sich den Fragen der Teilnehmer. Ein besonderes Augenmerk der Veranstaltung liegt auf der Frage, welche Änderungen aufgrund der verabschiedeten Richtlinie zur Offenlegung nichtfinanzieller Informationen auf die Unternehmen zukommen.

**15. September 2015**

**Jahrestagung Hauptversammlung**

Experten aus Wirtschaft, Wissenschaft und Beraterpraxis geben jährlich einen umfassenden Überblick zu aktuellen Trends, neuester Rechtsprechung und Gesetzgebung rund um die Hauptversammlung börsennotierter Gesellschaften. Die Tagung ist eine ideale Informations- und Austauschplattform für alle Mitarbeiter von Unternehmen, Banken und Beratungsunternehmen, die mit der Planung und Durchführung einer Hauptversammlung befasst sind.

**24. September 2015**

**20 Jahre Wertpapierhandelsgesetz**

Im Jahr 2015 jährt sich das Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes zum 20. Mal. Im Rahmen der Konferenz wird die Entwicklung dieses „Grundgesetzes des Kapitalmarktes“ beleuchtet. Weiterhin werden aktuelle Veränderungen, die sich etwa aus der Umsetzung der Revision von EU-Marktmisbrauchsverordnung und EU-Transparenzrichtlinie ergeben, diskutiert.

**September/Oktober 2015**

**Organhaftung**

Experten diskutieren den Stand der Organhaftung. Besprochen werden die aktuelle gesetzliche Lage, möglicher Reformbedarf und die Entwicklung der Rechtsprechung.

**13. Oktober 2015**

**Herbstempfang in Brüssel**

Der traditionelle Brüsseler Empfang des Deutschen Aktieninstituts mit hochrangigen politischen Rednern bietet Vertretern aus Wirtschaft und Politik Gelegenheit, sich über aktuelle europapolitische Themen auszutauschen. Im Anschluss ist eine Vorstandssitzung des Deutschen Aktieninstituts mit EU-Parlamentariern geplant.

**November 2015**

**Mitarbeiterkapitalbeteiligung mit Aktien**

Die Veranstaltung knüpft an die Konferenz des Deutschen Aktieninstituts vom November 2013 an. Neueste Trends bei der Implementierung von Aktienprogrammen sowie aktuelle politische Entwicklungen stehen im Fokus.

Die Veranstaltungen und Termine des Deutschen Aktieninstituts geben den Stand der Planung zum 1. Januar 2015 wieder.



”

*„Meine Hauptaufgabe im Deutschen Aktieninstitut sind die Finanzen. Alle Rechnungen laufen über meinen Schreibtisch – von der Reisekostenabrechnung bis zur Rechnung für eine Veranstaltungsteilnahme. Im Jahr 2015 unterstütze ich verstärkt auch unser Veranstaltungsmanagement.“*



**Claudia Franke**, Buchhaltung und Finanzen,  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

# Politische Arbeit

## 2. Halbjahr 2014

Primärmärkte, Sekundärmärkte, Corporate Governance und ökonomische Bildung sind die vier Themenbereiche, in denen sich das Deutsche Aktieninstitut engagiert. Wie dieses Engagement im zweiten Halbjahr 2014 ausgesehen und welche Themen das Aktieninstitut konkret bearbeitet hat, lässt sich den nachfolgenden Seiten zur politischen Arbeit des Deutschen Aktieninstituts entnehmen.

### PRIMÄRMÄRKTE

Das Deutsche Aktieninstitut fordert funktionierende Primärmärkte, damit Aktien und Anleihen für Investitionen in Wachstum und Beschäftigung zur Verfügung stehen und Derivate für ein effizientes Risikomanagement genutzt werden können.

### SEKUNDÄRMÄRKTE

Intakte Märkte für Aktien, Anleihen und andere Finanzierungsinstrumente sind attraktiv für Unternehmen und Investoren. Attraktivität bedeutet, die Anleger zu schützen, ohne Unternehmen mit überbordender Bürokratie und Rechtsunsicherheit zu belasten.

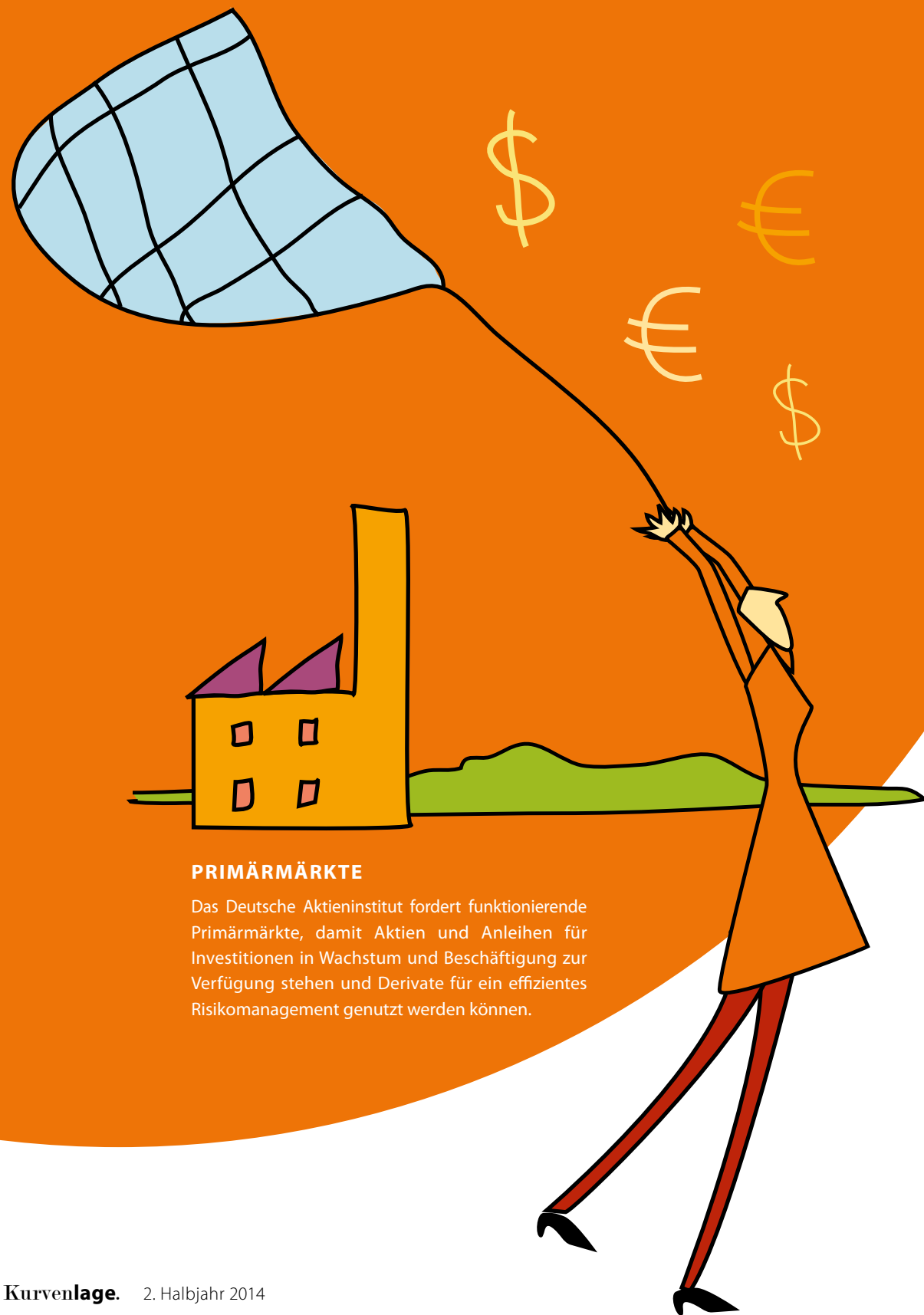
### CORPORATE GOVERNANCE

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für gute Unternehmensführung ein. Gute Corporate Governance sichert unternehmerische Verantwortung und den langfristigen unternehmerischen Erfolg. Sie dient den Unternehmen selbst, ihren Eigentümern und Kapitalgebern, aber auch der Gesellschaft.

### ÖKONOMISCHE BILDUNG

Unser Leitbild ist der urteilsfähige Anleger, der aufgrund seiner ökonomischen Grundbildung die Informationen von Unternehmen und Banken versteht und kritisch nutzt. Nur so ist er in der Lage, Anlageentscheidungen zu treffen – eigenständig oder nach entsprechender Beratung. Darum setzen wir uns seit Jahren für eine bessere ökonomische Bildung ein.

# Primärmärkte



## PRIMÄRMÄRKTE

Das Deutsche Aktieninstitut fordert funktionierende Primärmärkte, damit Aktien und Anleihen für Investitionen in Wachstum und Beschäftigung zur Verfügung stehen und Derivate für ein effizientes Risikomanagement genutzt werden können.

## 1

### MARKT FÜR NEUEMISSIONEN

! Das Deutsche Aktieninstitut fordert intelligente Rahmenbedingungen, damit über die Börse mehr Kapital zur Finanzierung von Innovationen, Wachstum und Beschäftigung bereitgestellt werden kann.

In einem im Dezember 2014 veröffentlichten Positionspapier setzt sich das Deutsche Aktieninstitut mit der aktuellen politischen Forderung auseinander, den Börsengang insbesondere für junge, wachstumsstarke Unternehmen zu erleichtern. Im Koalitionsvertrag hat sich die Bundesregierung dafür ausgesprochen, die Einführung eines neuen Börsensegments „Markt 2.0“ zu prüfen. Auch die Europäische Kommission will im Rahmen der geplanten Kapitalmarktunion den Kapitalmarktzugang insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen erleichtern.

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts ist das diskutierte neue Börsensegment „Markt 2.0“ nicht der Schlüssel zur Lösung des Problems der zu geringen Zahl von Neuemissionen. Wirkungsvoller wäre es, die Bereitschaft von privaten und institutionellen Investoren zu erhöhen, ihr Kapital auch für Neuemissionen zur Verfügung zu stellen. Wenn insbesondere deutsche Privatanleger aus renditearmen Anlagen wie Bankeinlagen in die renditestarke Anlageform Aktie umschichten, könnten mittel- bis langfristig rund 22 Milliarden Euro in Börsenneulinge investiert werden. Zusätzlich könnten rund vier Milliarden Euro pro Jahr in Neuemissionen fließen, wenn wenigstens ein geringer Teil des jährlichen Zuwachses an Geldvermögen der privaten Haushalte an der Börse angelegt würde. Bei einem derzeitigen jährlichen Emissionsvolumen von zwei bis drei Milliarden Euro könnten diese zusätzlichen Gelder dem IPO-Markt in Deutschland neuen Schwung verleihen.

Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass es auch in Deutschland gelingt, eine fest verankerte Risikokultur zu etablieren. Die aktuellen Rahmenbedingungen laden nicht dazu ein, Wagniskapital in Form von Aktien bereitzustellen. Dies beginnt bei der Altersvorsorge, die – anders als beispielsweise in den USA – immer noch weitgehend auf dem gesetzlichen Umlageverfahren basiert. Kontraproduktiv ist auch die gut gemeinte Anforderung, bei Riester-Sparplänen mindestens das Kapital erhalten zu müssen, was die schwankungsanfälligeren, aber rendite-trächtigere Aktienanlage diskriminiert. Außerdem muss mit Blick auf die Diskussion um Abgeltungsteuer und Finanztransaktionssteuer die Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung der Aktie auf die politische Agenda. Unterstützend muss die Politik auch endlich Maßnahmen zur Verbesserung der ökonomischen Bildung ergreifen, um den Deutschen zu helfen, die Skepsis gegenüber der Aktienanlage zu überwinden.

Neben der Mobilisierung von Anlegerkapital ist eine kritische Masse an börsennotierten Unternehmen eine grundlegende Voraussetzung für das Anspringen des IPO-Motors. Je mehr Unternehmen sich erfolgreich über die Börse finanzieren, desto attraktiver wird der Börsengang für weitere Unternehmen. Auch die Bedingungen für die vorbörsliche Wachstumsfinanzierung von jungen innovativen Unternehmen – wie beispielsweise die Möglichkeiten der steuerlichen Anerkennung von Verlustvorträgen – müssen verbessert werden.

Dringend erforderlich ist es zudem, die Regeln für den Börsengang zu entbürokratisieren. Nach der Finanzkrise wurden die Vorschriften für die Börsennotiz nochmals stark ausgeweitet. Gerade auf kleinere Unternehmen wirken beispielsweise umfassende Publizitätspflichten abschreckend. Insgesamt muss der gesamte Regulierungsrahmen des Kapitalmarkts im Interesse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und des Wohlstands der deutschen Volkswirtschaft auf den Prüfstand.

Das Deutsche Aktieninstitut arbeitet in einer konzertierten Aktion daran, das Thema Belegschaftsaktien auf die politische Agenda zu heben.

Unternehmen, die ihre Mitarbeiter am Aktienkapital beteiligen, leisten wichtige Aufklärungsarbeit. Im Rahmen ihrer Belegschaftsaktienprogramme informieren sie ihre Mitarbeiter über die Vorteile der Aktienanlage und klären über den Umgang mit den Risiken auf. Die Belegschaftsaktie ist damit für viele Mitarbeiter der Einstieg in die Aktienanlage.

Aus vermögenspolitischer Perspektive ist es daher wichtig, dass das Thema Belegschaftsaktien sowohl in der Politik als auch bei den Unternehmen einen höheren Stellenwert erhält. Hierzu will das Deutsche Aktieninstitut mit einer dreistufigen Strategie beitragen.

Zentral ist das Positionspapier „Neuer Schwung für die Belegschaftsaktie in Deutschland“, das das Deutsche Aktieninstitut gemeinsam mit den Mitgliedsunternehmen im Rahmen seines Arbeitskreises Belegschaftsaktie erarbeitet und im Dezember 2014 veröffentlicht hat. Neben der Forderung, die staatliche Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung auszubauen, umfasst das Papier Vorschläge, wie die Einführung von Belegschaftsaktien entbürokratisiert werden kann, um es den Unternehmen zu erleichtern, ihre Mitarbeiter am Aktienkapital zu beteiligen.

„Dem Appell des Europäischen Parlaments sollte die Bundesregierung folgen und endlich die richtigen Weichen zur Stärkung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung stellen.“  
Dr. Christine Bortenlänger, Handelsblatt, 19. August 2014

Um die Politik besser zu erreichen und die Kräfte der relevanten gesellschaftlichen Gruppen im Rahmen einer konzertierten Aktion zu bündeln, hat das Deutsche Aktieninstitut den Austausch mit den Arbeitgeberverbänden, den Gewerkschaften und anderen Verbänden initiiert. In der letzten Sitzung des Arbeitskreises Belegschaftsaktien wurden mit der Bundesvereinigung der deutschen Arbeitgeberverbände und der Hans-Böckler-Stiftung die Positionen diskutiert und die Möglichkeiten eines gemeinsamen Vorgehens sondiert. Unterstützt wurde der Arbeitskreis von Prof. Dr. Matthias Zimmer, MdB, dem stellvertretenden Vorsitzenden des Bundestagsausschusses für Arbeit und Soziales.

In der Debatte ergaben sich wesentliche Übereinstimmungen zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften: Beide betonen die Vorteile der Mitarbeiterkapitalbeteiligung, die Notwendigkeit angemessener staatlicher Anreize sowie des Abbaus überflüssiger Bürokratie, damit Unternehmen ihre Mitarbeiter leichter am Kapital beteiligen können. Auf dieser Basis will das Deutsche Aktieninstitut Anfang 2015 gemeinsam mit Arbeitgebern, Gewerkschaften und anderen interessierten Verbänden das Thema Mitarbeiterkapitalbeteiligung in der Politik konkret adressieren.

Um zögernde Unternehmen von den Vorteilen der Belegschaftsaktie zu überzeugen und ihnen die Scheu vor der Implementierung zu nehmen, arbeitet das Deutsche Aktieninstitut derzeit gemeinsam mit EY an einem Leitfaden für Unternehmen. Dessen Grundgerüst wurde im Arbeitskreis Belegschaftsaktien mit den Mitgliedsunternehmen besprochen. Diese gaben zahlreiche wertvolle Hinweise, welche Stolpersteine bei der Einführung von Belegschaftsaktien existieren und wie diese effektiv aus dem Weg geräumt werden können. Viele Unternehmen haben sich bereit erklärt, Anschauungsbeispiele aus der Praxis bereitzustellen. Der Leitfaden soll im ersten Halbjahr 2015 veröffentlicht werden.

Das Deutsche Aktieninstitut vertritt gegenüber der BaFin erfolgreich die Position, dass Take-or-Pay-Klauseln nichtfinanzieller Unternehmen keine Derivate sind.

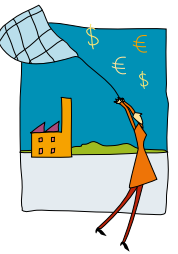
Ein zentrales Thema auf der Agenda des Deutschen Aktieninstituts waren auch im zweiten Halbjahr 2014 Absicherungsderivate, die von nichtfinanziellen Unternehmen als wesentlicher Bestandteil ihres Risikomanagements eingesetzt werden. In zahlreichen Stellungnahmen und Gesprächen mit Politik und Aufsichtsbehörden hat das Deutsche Aktieninstitut auf die Notwendigkeit praxisgerechter Regulierungen hingewiesen, die den effizienten Einsatz dieser Instrumente nicht beeinträchtigen.

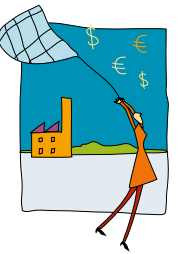
Bereits im ersten Halbjahr 2014 war insbesondere in Deutschland die Frage intensiv diskutiert worden, ob sogenannte Take-or-Pay-Klauseln in Verträgen über die Lieferung von Rohstoffen unter den Derivatebegriff fallen. Nichtfinanzielle Unternehmen hätten dann ihre gesamten Lieferverträge mit einem enormen und nicht angemessenen Aufwand daraufhin kontrollieren müssen, ob ein Derivat vorliegt. In Stellungnahmen gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hatte das Deutsche Aktieninstitut betont, dass Take-or-Pay-Klauseln keine Derivate sind, weil ihr vorwiegender Zweck in der Lieferung von Waren und nicht in einem Finanzgeschäft liegt.

Mit seiner Forderung hatte das Deutsche Aktieninstitut Erfolg. Die BaFin hat in einem nicht öffentlichen Schreiben vom 19. September 2014 klargestellt, dass Take-or-Pay-Klauseln in Warenlieferverträgen nicht als Derivate anzusehen sind, wenn Lieferant und Abnehmer davon ausgehen, dass die vertraglich vereinbarte Menge an Rohstoffen abgenommen wird. Allerdings bleibt nun abzuwarten, welche Regelungen auf europäischer Ebene im Hinblick auf die Definition „Warenderivat“ erarbeitet werden.

Im Rahmen der Konsultation der europäischen Wertpapieraufsicht ESMA zu den Details der Anfang Juli 2014 in Kraft getretenen überarbeiteten Finanzmarkttrichtlinie MiFID II/MiFIR hat das Deutsche Aktieninstitut darauf hingewiesen, dass auch die Arbeiten der ESMA an den technischen Regulierungsstandards und Empfehlungen die Besonderheiten des Derivateinsatzes nichtfinanzieller Unternehmen ausreichend beachten müssen. Dabei hat es folgende Kernforderungen vertreten:

- Damit nichtfinanzielle Unternehmen keine Gefahr laufen, künftig unter MiFID als Wertpapierfirma qualifiziert zu werden, bedarf es der Festlegung angemessen hoher und unbürokratisch nachzuweisender Schwellenwerte durch die ESMA für den „lizenzfreien“ Einsatz von Warenderivaten und Emissionszertifikaten sowie Derivaten hierauf unter MiFID II.
- In Bezug auf den ESMA-Vorschlag zur Nachhandelstransparenz für illiquide Derivate hält das Deutsche Aktieninstitut eine verzögerte Nachhandelstransparenz von mindestens fünf Tagen nach Abschluss der Transaktion für unabdingbar – und nicht wie von ESMA vorgeschlagen lediglich von einem Tag. Außerdem muss sichergestellt werden, dass nicht nur das Volumen verzögert transparent gemacht wird, sondern auch alle anderen Details der Transaktion. Andernfalls würden die Preise insbesondere für größere, illiquide Transaktionen und damit auch die Kosten des Risikomanagements für nichtfinanzielle Unternehmen steigen.
- Schließlich müssen zusätzliche Reportingpflichten vermieden werden, soweit auf bereits vorhandene Informationen zurückgegriffen werden kann. Insbesondere für das Positions-





reporting für Warenderivate, Emissionszertifikate und deren Derivate müssen die Informationen genutzt werden, die von den Marktteilnehmern bereits unter der Derivateverordnung EMIR an die Transaktionsregister gemeldet werden.

Weiterhin hat sich das Deutsche Aktieninstitut im zweiten Halbjahr 2014 an der Konsultation der internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO zu Risikominderungstechniken für nicht geclearte Derivate beteiligt und gefordert, dass die Regeln der IOSCO nicht den bereits existierenden Regeln insbesondere der EMIR widersprechen dürfen.

Auch an einer Konsultation der europäischen Aufsichtsbehörden EBA, EIOPA und ESMA zur bilateralen Besicherung von Derivaten unter EMIR hat sich das Deutsche Aktieninstitut beteiligt und unter anderem auf zu strikte Anforderungen an die Befreiung von gruppeninternen Geschäften hingewiesen.

Die EU-Bankenaufsichtsbehörde EBA arbeitet derzeit an einem Bericht zur Behandlung von Gegenparteirisiken aus Derivatetransaktionen bei Banken. Dabei stellt sie auch die für die Realwirtschaft wichtige Ausnahme von der Pflicht zur Disposition, das Risiko von Bonitätsveränderungen realwirtschaftlicher Gegenparteien mit Eigenkapital zu unterlegen. Für diese hatte sich das Deutsche Aktieninstitut erfolgreich eingesetzt. In einem Schreiben an die EBA vom Dezember 2014 hat das Deutsche Aktieninstitut die Notwendigkeit dieser Ausnahme nochmals unterstrichen.

## 4

## WERTPAPIERPROSPEKTE

”

*„Investoren brauchen vor allem einen einfachen Zugang zu verständlichen Informationen. Immer detaillierte Vorgaben, was und wie außerhalb der Prospekte kommuniziert werden darf, behindern die offene Kommunikation durch die Unternehmen.“*

**Holger Lehen**, Assistent der Geschäftsführung und Referent Gesellschaftsrecht, Deutsches Aktieninstitut e.V.



**Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich dafür ein, dass die ESMA beim Setzen technischer Regulierungsstandards für Wertpapierprospekte ihr Mandat nicht überschreitet.**

Das Deutsche Aktieninstitut hat im Dezember 2014 Stellung zu den das Prospektrecht betreffenden Regulatory Technical Standards der EU-Wertpapieraufsicht ESMA genommen und darauf hingewiesen, dass die ESMA an einigen Stellen ihr Mandat überschreitet. Die Standards betreffen die Billigung und Veröffentlichung von Prospekten, die begleitende Werbung sowie die in Prospekten enthaltenen Verweise auf andere Dokumente.

Hinsichtlich der Veröffentlichung von Prospekten möchte die ESMA insbesondere die elektronische Veröffentlichung standardisieren. Unter anderem muss auf der Website des betreffenden Unternehmens darauf hingewiesen werden, für welche Mitgliedstaaten der Prospekt gebilligt oder notifiziert wurde. Gleichzeitig soll aber künftig kein Disclaimer mehr benutzt werden dürfen, mit dem nach heute gängiger Marktpraxis sichergestellt wird, dass die Wertpapiere im Mitgliedstaat des Internetnutzers tatsächlich angeboten werden. Die ESMA scheint damit ein im April ergangenes EuGH-Urteil umsetzen zu wollen (sogenanntes „Timmel-Urteil“). Dieses hatte allerdings einen haftungsausschließenden Disclaimer zum Gegenstand. Das Deutsche Aktieninstitut hat die ESMA deshalb zu der Klarstellung aufgefordert, dass Disclaimer weiterhin erlaubt sind, die lediglich die Nationalität abfragen, um dem Nutzer der Website mitteilen zu können, ob sich das Angebot an ihn richtet. Ein Verbot könnte zu Missverständnissen beim Besuch der Website führen und wäre damit dem Anlegerschutz abträglich.

Für Verweise auf bereits veröffentlichte Dokumente hat die ESMA eine abschließende Liste vorgeschlagen. Künftig soll nur noch auf Prospekte und Nachträge sowie Informationen verwiesen werden dürfen, die die Transparenzrichtlinie vorgibt. Aufgrund der geänderten Transparenzrichtlinie, die noch nicht in deutsches Recht umgesetzt worden ist, könnte dann künftig nicht mehr auf Quartalsberichte verwiesen werden, was für die Unternehmen zu erheblichem Mehraufwand und höheren Kosten führen würde. Das Deutsche Aktieninstitut spricht sich gegen die vorgeschlagene Verengung der prospektrechtlich zulässigen Verweise aus. Sofern die Informationen bei einer Behörde hinterlegt werden können, sollte ein Verweis ebenfalls möglich sein.

Die von der ESMA vorgeschlagenen Standards zur prospektbegleitenden Werbung drohen die Investor-Relations-Arbeit stark zu erschweren. Unter anderem soll verboten werden, über nicht im Prospekt genannte Zahlen zu sprechen. Damit müssten ältere Zahlen, die nicht im Prospekt enthalten sind, selbst bei Nachfrage verschwiegen werden. Auch die angestrebte Verpflichtung, jedes gesprochene Wort im Nachgang in Kopie zur Verfügung stellen zu können, ist nicht praktikabel. Unternehmensvertreter könnten sich dann nur nach festem Skript äußern. Den Unternehmen würde die Möglichkeit genommen, offen und transparent mit ihren Investoren zu kommunizieren.

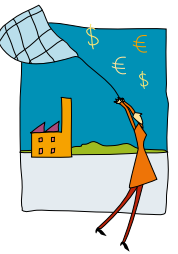
## 5

## BANKENSTRUKTUREREFORM

**Das Deutsche Aktieninstitut lehnt die geplante EU-Bankenstrukturreform wegen der befürchteten Negativfolgen für die Realwirtschaft weiter ab.**

Nach dem Vorschlag der EU-Kommission zur Bankenstrukturreform vom Januar 2014 sollen Banken mit systemischer Bedeutung künftig keinen Eigenhandel mehr betreiben dürfen und andere Aktivitäten innerhalb einer Bankengruppe auf sogenannte Handelsbanken verlagern, wenn dies die Aufsicht anordnet. Ziel ist dabei, das Einlagen- und Kreditgeschäft der Kernbank von den Risiken aus dem Handelsgeschäft zu trennen.

Der Wirtschafts- und Währungsausschuss des EU-Parlaments will bis zum Frühjahr 2015 seine Änderungswünsche zu dem Vorschlag vorstellen. Ob die EU-Mitgliedstaaten angesichts sehr unterschiedlicher nationaler Gesetzgebungen bis dahin ebenfalls mit einer gemeinsamen Position im Rat aufwarten können, ist ungewiss.



Das Deutsche Aktieninstitut sieht die Bankenstrukturreform weiterhin kritisch, denn die Pläne bedeuten einen Eingriff in das bewährte Universalbankensystem. Der Vorschlag der EU-Kommission beeinträchtigt überdies das Absicherungsgeschäft mit Derivaten für realwirtschaftliche Unternehmen. So darf die nach einer Abspaltungsentscheidung verbleibende Kernbank nur noch clearingfähige Derivate anbieten und nutzen. Realwirtschaftliche Unternehmen benötigen aber regelmäßig Derivate mit individueller Gestaltung der Laufzeiten, des Volumens und anderer Vertragsparameter. Solche Derivate sind häufig nicht clearingfähig. Der Vorschlag der EU würde daher das Derivategeschäft mit der Industrie beschränken beziehungsweise eine Verlagerung auf die Handelseinheit einer Bank erzwingen. Höhere Kosten und/oder eine geringere Verfügbarkeit von Absicherungen wären die Folge; Risiken würden in stärkerem Maße in der Realwirtschaft verbleiben.

Das Deutsche Aktieninstitut hat seine Kritik auf Basis des im Mai 2014 verfassten Positionspapiers daher auch im zweiten Halbjahr vorgetragen. Gelegenheit hierzu bot sich etwa im Rahmen einer Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages. Dabei hat sich das Deutsche Aktieninstitut auch dafür ausgesprochen, das Inkrafttreten des deutschen Trennbankengesetzes bis nach dem Abschluss der Diskussionen auf EU-Ebene zu verschieben. Die Politik sollte die zusätzliche Zeit dazu nutzen, noch einmal grundlegend über die Notwendigkeit der Aufspaltung von Universalbanken zu diskutieren, da es für diese aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts weder theoretisch noch empirisch überzeugende Argumente gibt.

## 6

## INDEXREGULIERUNG

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich in Bezug auf die EU-Indexregulierung für mehr Transparenz statt Verbote ein.

Vor dem Hintergrund der Manipulationen des LIBOR und des EURIBOR werden seit 2013 EU-weite Verhaltensregeln für Anbieter von Finanzmarktindizes verhandelt. Auch Index-Datenlieferanten müssen sich auf neue Regeln einstellen.

Der Anwendungsbereich der geplanten Regulierung ist weit und wird voraussichtlich auch die Bestimmung von Referenzkursen am Devisenmarkt (Fixings) umfassen. Halten sich Index-Anbieter nicht an die Auflagen, kann die Verwendung ihrer Indizes in Finanzinstrumenten und Kreditverträgen verboten werden. Dies gilt auch für die Verwendung von Indizes aus Drittstaaten, die nicht den EU-Regeln entsprechen.

Sowohl die EU-Mitgliedstaaten als auch das EU-Parlament haben die Arbeiten an der Benchmark-Verordnung im zweiten Halbjahr 2014 intensiviert. Um diesen Prozess zu begleiten, hat das Deutsche Aktieninstitut ein Positionspapier erstellt, das die Bedenken der Unternehmen als Nutzer von Indizes verdeutlicht: Zwar haben die Unternehmen ein Interesse an Verlässlichkeit und Transparenz der Prozesse der Indexerstellung, jedoch sind die vorgeschlagenen Regeln zu streng und schießen über das Ziel hinaus. Als Folge könnten das Angebot an Indizes sinken und damit wichtige Bezugsgrößen für Finanzmarktprodukte nicht länger verfügbar sein. Realwirtschaftliche Unternehmen nutzen zahlreiche Finanzinstrumente und -verträge, die Bezüge zu Indizes beziehungsweise Benchmarks enthalten, so etwa Derivate für das Hedging von Zinsrisiken, Währungsrisiken, Rohstoffpreisrisiken und Mitarbeiteraktienprogrammen, aber auch Anleihen und Kreditverträge.



*„There is the general concern among non-financial companies that the proposed benchmark regulation will have a number of unintended negative consequences for a wide range of financial contracts and instruments which are currently used by non-financial companies.“*

Positionspapier vom 23. Oktober 2014

Besonders problematisch ist in diesem Zusammenhang die Einschränkung von Benchmarks aus Drittstaaten. So ist zum Beispiel bei der Absicherung von Währungsrisiken in Ländern mit eingeschränkter Konvertibilität die Bezugnahme auf Fixings aus diesen Ländern oft unverzichtbar. Dass die betroffenen Länder vergleichbare Regeln wie in der EU schaffen werden, ist unwahrscheinlich. Damit droht jedoch ein unmittelbares Verbot der Verwendung dieser Benchmarks durch EU-Banken. Anstelle von bindenden Auflagen für die Indexanbieter sollte aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts stärker auf Transparenz über die Mechanismen der Indexerstellung gesetzt werden. Gerade für Anbieter aus Drittstaaten wäre dieses Vorgehen deutlich weniger problematisch.

## 7

## REGULIERUNG VON GELDMARKTFONDS



Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich in Bezug auf die EU-Regulierung von Geldmarktfonds dafür ein, dass Cash-Management und kurzfristige Finanzierungen von Unternehmen nicht beeinträchtigt werden.

Finanzaktivitäten, bei denen die Transformation von Ersparnissen in Investitionen ganz oder teilweise außerhalb des Bankensektors erfolgt, werden von der Politik seit geraumer Zeit kritisch betrachtet. Als Teil dieses sogenannten Schattenbankwesens gelten auch Geldmarktfonds. Seit 2013 wird auf EU-Ebene eine verschärfte Regulierung diskutiert. Deren Hauptziel soll es sein, etwaige Ansteckungsrisiken bei einem möglichen Zusammenbruch von Geldmarktfonds zu vermeiden.

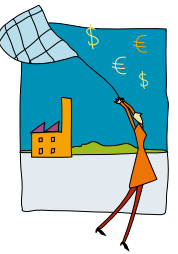
Im zweiten Halbjahr hat die Debatte hierzu deutlich an Fahrt gewonnen. Es wird damit gerechnet, dass sowohl von den Mitgliedstaaten als auch im EU-Parlament im ersten Halbjahr 2015 jeweils eigene Kompromissvorschläge präsentiert werden.



*„Money Market Funds (MMFs) allow companies to diversify their cash reserves in order to reduce counterparty risks related to the exclusive use of bank deposits. Companies of the real economy are therefore concerned that the beneficial role of MMFs in the cash and risk management will be seriously harmed by the upcoming regulation.“*

Schreiben an die Berichterstatter des EU-Parlaments, 1. Dezember 2014

Den Vorschlag der EU-Kommission aus dem September 2013 hatte das Deutsche Aktieninstitut seinerzeit kritisiert, weil Geldmarktfonds mit festem Anteilswert (sogenannte CNAV-Fonds) durch den geplanten Kapitalpuffer in Höhe von drei Prozent ihres Vermögenswerts unwirtschaftlich werden. CNAV-Fonds spielen jedoch eine wichtige Rolle im Cash-Management von Industrieunternehmen und helfen, das Anlagerisiko zu streuen. Die bisherigen



Kompromissvorschläge sowohl aus dem Rat der EU als auch dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des EU-Parlaments schaffen hier leider keine Abhilfe.

Außerdem tragen Geldmarktfonds zur kurzfristigen Unternehmensfinanzierung bei. Dem stehen die geplanten Beschränkungen des Anlagespektrums von Geldmarktfonds trotz einiger Verbesserung an konkreten Formulierungen weiter entgegen, insbesondere mit Blick auf Verbriefungen.

Um diese und andere Bedenken der Nutzer von Geldmarktfonds unter den Unternehmen zu verdeutlichen, ist das Deutsche Aktieninstitut im zweiten Halbjahr noch einmal auf die zuständigen Abgeordneten des Europäischen Parlaments sowie das Bundesfinanzministerium zugegangen. Seine politischen Bemühungen wird es auch im Jahr 2015 fortsetzen.

## 8

### INKONSISTENZEN IN DER FINANZMARKTREGULIERUNG

Das Deutsche Aktieninstitut gibt Bundesfinanzministerium und BaFin wichtige Hinweise auf inkonsistente Kapitalmarktregulierungen.

Das Bundesministerium der Finanzen und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unternehmen derzeit den Versuch, Inkonsistenzen in Kapitalmarktregulierungen aufzudecken. Im Vordergrund steht dabei die möglichst zielgenaue Identifikation konkreter Verbesserungsmöglichkeiten aufgrund eventueller Inkonsistenzen zwischen verschiedenen Vorhaben und bestehenden Regulierungen.

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt und unterstützt diese Initiative ausdrücklich und hat Ende November eine entsprechende Stellungnahme abgegeben. Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts gibt es vor allem im Bereich der Derivateregulierung eine Vielzahl inkonsistenter Regelungen. So ist bereits der Derivatebegriff nicht einheitlich geregelt. Wünschenswert wäre es, wenn konsistente Regelungen nicht nur innerhalb der EU, sondern auch international angestrebt würden. Der US-Dodd-Frank Act gewährt beispielsweise andere Ausnahmeregelungen als die EMIR.

Ein weiteres Beispiel inkonsistenter Regelungen findet sich im Prospektrecht, wo Primärmarktpflichten unter Umständen mit Sekundärmarktpflichten kollidieren. So können die Nachtragspflicht nach dem Prospektgesetz und die Ad-hoc-Pflicht nach dem Wertpapierhandelsgesetz gleichzeitig zur Anwendung kommen. Die Möglichkeit einer Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Pflicht gilt nicht für die Nachtragspflicht, weshalb schützenswerte Unternehmensinformationen unter Umständen trotzdem veröffentlicht werden müssen.

Mangelnde Konvergenz der Finanzmarktregulierung zeigt sich beispielsweise auch bei den Regeln zum Verbriefungsmarkt, bei den Umsetzungsregeln der neuen Marktmissbrauchsverordnung, den unterschiedlichen Regelungen zu Corporate-Governance-Aspekten in Kapitalmarktgesetzen und Aktiengesetz sowie im Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz.

## 9

### KLEINANLEGERSCHUTZGESETZ

Das Deutsche Aktieninstitut führt die Klarstellung herbei, dass Commercial Papers und Schuldscheindarlehen nicht vom Vermögensanlagengesetz erfasst werden sollen.

Die Bundesregierung hat im November den Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes vorgelegt, das Anleger dank neuer Transparenzregeln in die Lage versetzen soll, die Risiken von Vermögensanlagen (sogenannte Produkte des Grauen Kapitalmarkts) künftig besser einzuschätzen. Daneben soll bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht der kollektive Verbraucherschutz als Aufsichtsziel verankert werden.

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt die Einführung des kollektiven Verbraucherschutzes als Aufsichtsziel ab – jedenfalls solange die damit verbundenen Kompetenzen der BaFin nicht klar definiert sind. Auch dann müsste eine Ausweitung der Zielsetzung zu einer Anpassung der Finanzierung der BaFin führen.

Der ursprüngliche Referentenentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes sah vor, das Vermögensanlagengesetz auch auf Commercial Papers und Schuldscheindarlehen auszuweiten. Außerdem sollten die Regelungen von MiFID II/MiFIR zu den Produkt-Governance-Regeln der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vorgezogen werden.

Mit seiner im Oktober abgegebenen Stellungnahme zum Referentenentwurf erreichte das Deutsche Aktieninstitut, dass in der Gesetzesbegründung nunmehr klargestellt wird, dass Commercial Papers und Schuldscheindarlehen grundsätzlich nicht dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes unterfallen. Auch von einer vorgezogenen Einführung der europäischen Regeln wird mittlerweile abgesehen.

# Sekundär- märkte

## SEKUNDÄRMÄRKTE

Intakte Märkte für Aktien, Anleihen und andere Finanzierungsinstrumente sind attraktiv für Unternehmen und Investoren. Attraktivität bedeutet, die Anleger zu schützen, ohne Unternehmen mit überbordender Bürokratie und Rechtsunsicherheit zu belasten.



## 1

## FINANZTRANSAKTIONSSTEUER

! Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich dafür ein, dass die Pläne zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer endgültig zu den Akten gelegt werden.

Die Verhandlungen der elf Mitgliedstaaten zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer bleiben zäh. Trotz der Erklärung aus dem Mai 2014, in einem ersten Schritt ab spätestens 2016 Aktien und einige Derivate zu besteuern, sind wichtige Punkte nach wie vor offen. Umstritten ist vor allem das Prinzip der Besteuerung, die entweder am Sitz des mit einem Finanzinstrument handelnden Finanzinstituts anknüpfen kann (Ansässigkeitsprinzip) oder am Ort der Ausgabe des Finanzinstruments (Emissionsprinzip). Während Länder wie Italien und Frankreich Finanztransaktionen bereits heute nach dem Emissionsprinzip besteuern und ihr Modell beibehalten möchten, fürchten gerade die kleineren Länder, beim Emissionsprinzip mit leeren Händen dazustehen. Die meisten börsennotierten Unternehmen finden sich eben in Deutschland, Italien oder Frankreich und nicht in Estland, Griechenland oder der Slowakei.

Ein weiterer Streitpunkt ist, welche Derivate besteuert werden sollen. Auch hier sieht sich insbesondere Frankreich mit seiner Besteuerung von Kreditderivaten auf Staatsanleihen als Vorreiter. Mittlerweile haben sich die Staaten im Januar 2015 auf eine breite Bemessungsgrundlage verständigt, was eine Vielzahl von Derivaten der Besteuerung zu unterwerfen droht.

Das Deutsche Aktieninstitut unterstreicht in Gesprächen mit der Politik weiterhin seine Ablehnung der Finanztransaktionssteuer und macht deutlich, dass der im Koalitionsvertrag ausgedrückte Wunsch, negative Auswirkungen für Realwirtschaft und Privatanleger zu vermeiden, nicht realisierbar ist. Wie die Mehrwertsteuer wird auch die Finanztransaktionssteuer in den Preisen an die Endkunden weitergegeben. Außerdem ist ein herber Rückschlag für die Aktienanlage zu befürchten, wenn diese mit einer weiteren Steuer belastet wird. Eine Finanztransaktionssteuer konterkariert alle politischen Absichtserklärungen, den langfristigen Vermögensaufbau insbesondere mit Aktien zu fördern und Risikokapital zur Finanzierung von Innovationen bereitzustellen. Das Deutsche Aktieninstitut macht sich deshalb dafür stark, dass die Finanztransaktionssteuer endgültig ad acta gelegt wird.

## 2

## MARKTMISSBRAUCH

! Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich gegenüber der EU-Wertpapieraufsicht ESMA für eine praxistaugliche Umsetzung der EU-Marktmissbrauchsverordnung ein.

Für börsennotierte Unternehmen gehören die Ad-hoc-Publizität, die Meldung von Aktiengeschäften von Führungskräften sowie die Führung von Insiderlisten zu den zentralen Kapitalmarktpflichten. Diese ergeben sich aus der EU-Marktmissbrauchsverordnung, die in



den vergangenen Jahren umfassend überarbeitet wurde. Die neue Fassung der Verordnung ist im Juni 2014 im EU-Amtsblatt erschienen und muss ab 2016 unmittelbar von den börsennotierten Unternehmen angewendet werden.

Bis dahin müssen jedoch die ESMA und die EU-Kommission einige zentrale Bestimmungen der Verordnung auf dem sogenannten Level 2 durch delegierte Rechtsakten konkretisieren. Dazu hat die ESMA im Frühsommer zwei Konsultationspapiere veröffentlicht, die das Deutsche Aktieninstitut kommentiert hat.

„Gelingt es nicht, bei Insiderlisten, Ad-hoc-Publizität und Directors’ Dealings praxistaugliche Regelungen zu finden, entstehen den Unternehmen massive Compliance-Risiken und Compliance-Kosten. Die Folge ist klar: Organisierte Kapitalmärkte verlieren weiter an Attraktivität – und dies, obwohl sich die Politik die Förderung der Risikokapitalfinanzierung auf die Fahnen geschrieben hat.“  
Dr. Christine Bortenlänger, Börsen-Zeitung, 7. Oktober 2014

Insgesamt schießt die ESMA bei ihren Vorschlägen deutlich über das Ziel der Regulierung hinaus. So will sie unter anderem private E-Mail-Adressen und Mobilfunknummern zu Personen auf Insiderlisten erfragen, was weder der aktuellen Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht entspricht noch vor dem Hintergrund des Regulierungszwecks notwendig ist. Auch bei den Meldungen von Aktiengeschäften von Führungskräften drohen zusätzliche Bürokratie und praxisferne Anforderungen. So will die ESMA auch Schenkungen und Erbschaften einer Meldepflicht unterwerfen, obwohl von diesen keine Signalwirkung an den Kapitalmarkt ausgeht. Schließlich könnten sich für die Selbstbefreiung von Ad-hoc-Meldepflichten Neuregelungen ergeben, die die Compliance der Emittenten erschweren.

Seine Kritik an den geplanten Level-2-Maßnahmen hat das Deutsche Aktieninstitut Anfang Oktober bei Anhörungen der BaFin und der ESMA vorgetragen und in ein Positionspapier seines europäischen Dachverbands European Issuers eingebracht. Auch die Öffentlichkeit hat das Deutsche Aktieninstitut verstärkt für die Problematik sensibilisiert: So waren die Level 2-Maßnahmen der ESMA Gegenstand mehrerer Artikel in Zeitungen und Fachzeitschriften sowie der gut besuchten Konferenz „Die Neuordnung des Marktmissbrauchsrechts“ am 24. September 2014.

### 3 EU-TRANSPARENZRICHTLINIE

Das Deutsche Aktieninstitut plädiert für den Verzicht auf ein einheitliches elektronisches Format für die Veröffentlichung von Finanzberichten, wenn es über Einreichungen im PDF-Format hinausgeht.

Die Revisionsarbeiten an der EU-Transparenzrichtlinie, die unter anderem den Rahmen für Beteiligungsmeldungen und die Finanzberichterstattung vorgibt, sind mittlerweile weitgehend abgeschlossen. So hat die EU-Wertpapieraufsicht ESMA kurz vor Jahresende den

Entwurf zu den delegierten Rechtsakten an die EU-Kommission übermittelt, der Details zu der Praxis der Beteiligungsmeldungen, auch in Bezug auf Instrumente mit Barausgleich, festlegt. Das Deutsche Aktieninstitut hatte sich bereits im Frühjahr für eine zurückhaltende Interpretation und Anwendung der gesetzlichen Ausnahmetatbestände der Transparenzrichtlinie durch die ESMA ausgesprochen, damit nicht durch die Hintertür das Anschleichen an börsennotierte Unternehmen wieder erleichtert wird. Diesem Anliegen ist die ESMA in einigen Punkten gefolgt.

Bis Ende 2016 muss die EU-Transparenzrichtlinie nun in nationales Recht umgesetzt werden. Das mittlerweile im Entwurf vorliegende deutsche Umsetzungsgesetz wird das Deutsche Aktieninstitut begleiten, um eine konsistente Umsetzung zu erreichen.

„European regulators should accept PDF reports as standard electronic reports. Any other format would turn the cost-benefit analysis into the negative. This applies in particular to a mandatory use of XBRL.“  
Positionspapier, 15. September 2014

Nach der überarbeiteten Transparenzrichtlinie sollen Finanzberichte börsennotierter Unternehmen ab dem Jahr 2020 zudem in einem einheitlichen elektronischen Berichtsformat erstellt und zentral zugänglich gemacht werden. Voraussetzung dafür ist, dass eine Auswirkungsanalyse der ESMA dieses einheitliche Format ebenfalls gutheißt. Mit den Arbeiten an dieser Auswirkungsanalyse ist im zweiten Halbjahr begonnen worden.

Das Deutsche Aktieninstitut hat sich in diesen Prozess mit einer Stellungnahme eingebracht. Generell sieht das Deutsche Aktieninstitut ein einheitliches elektronisches Berichtsformat skeptisch, wenn es über Einreichungen im PDF-Format hinausgeht. Dies gilt insbesondere für die mögliche verpflichtende Einführung des Berichtsstandards XBRL (eXtensible Business Reporting Language), zu dem keine Nachfrage unter den Investoren besteht, der aber enorme Zusatzkosten für die Unternehmen mit sich bringen würde.

### 4 TRANSPARENZ DER AKTIENMÄRKTE

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die Stärkung der Vor- und Nachhandelstransparenz durch die ESMA und lehnt ein Verbot der kostenlosen Bereitstellung von Unternehmensanalysen ab.

In der Konsultation zur Konkretisierung der MiFID II/MiFIR-Anforderungen für den Aktienmarkt durch die EU-Wertpapieraufsicht ESMA hat sich das Deutsche Aktieninstitut für eine höhere Transparenz bei der Preisbildung und dem Handel auf den Aktienmärkten ausgesprochen. Viele börsennotierte Unternehmen sehen den Trend zur Abwicklung einer zunehmenden Anzahl von Aktientransaktionen über Dark Pools oder andere intransparente Handelsplätze äußerst kritisch, da sie immer schwerer nachvollziehen können, wo und in welchem Um-



fang ihre Aktien gehandelt werden. Außerdem leidet die Liquidität der jeweiligen Aktie unter der zunehmenden Fragmentierung des Aktienhandels auf unterschiedliche Handelsplätze. Ein liquider Handel ist Grundvoraussetzung dafür, dass sich bei einem Börsengang überhaupt Investoren für die Aktien finden. Insgesamt müssen die Vorschriften zur Marktstruktur und zur Transparenz unter MiFID II daher Sorge dafür tragen, dass die Effizienz des Aktienhandels steigt, was eine wichtige Voraussetzung dafür ist, dass wieder mehr deutsche Unternehmen den Börsengang als Finanzierungsalternative wählen.

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt daher, dass MiFID II eine Handelspflicht für Aktien vorsieht und die ESMA die Vor- und Nachhandelstransparenz auf den Aktienmärkten stärken will, um den Aktienhandel zu verbessern und den Börsengang attraktiver zu machen.

Das mit angeblichen Interessenkonflikten begründete Vorhaben der ESMA, die kostenlose Bereitstellung von Unternehmensanalysen (Research) zu verbieten, ist vor diesem Hintergrund hingegen kontraproduktiv. Die Bereitstellung von Research wird von der ESMA als nicht-monetäre Zuwendung eingestuft, die als Leistung des Brokers die Verwendung der Kundengelder durch den Investmentmanager beeinträchtigen könnte.

Das geplante Verbot der ESMA würde das Aktienresearch insbesondere zu mittelständischen und jungen, wachstumsstarken Unternehmen weiter verringern. Dies widerspricht der politischen Absichtserklärung, Kapitalmarkt und Börsengang zu stärken. Damit würde die Liquidität weiter sinken, was die Börsennotiz verteuert und den Kreis potenzieller Investoren in diese Aktien verkleinert. Die Regelung sollte deshalb nicht eingeführt werden.

## 5

### BAFIN-UMLAGEFINANZIERUNG

”

*„Die Transparenz ist eines der wertvollsten Güter am Kapitalmarkt. Offenlegungspflichten dürfen aber nicht nur einseitig den Unternehmen auferlegt werden. Auch Gesetzgeber und Behörden müssen klar und nachvollziehbar darstellen, was sie Emittenten abverlangen. Das erhöht die Akzeptanz auf beiden Seiten.“*



**Dr. Franz-Josef Leven**, Stellvertretender Geschäftsführer, Deutsches Aktieninstitut e.V.

**Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für eine bessere Transparenz der BaFin-Umlagefinanzierung und eine angemessenere Verteilung der Finanzierungslasten der BaFin ein.**

Durch den seit 2013 geltenden neuen Finanzierungsschlüssel für den Bereich Wertpapieraufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht werden die Emittenten wesentlich stärker belastet als zuvor. Da die Änderungen weder von ihrer Struktur noch von ihrer

Höhe her nachvollziehbar sind, hat das Deutsche Aktieninstitut den intensiven Dialog mit der BaFin gesucht und in mehreren Fragebögen sowie im persönlichen Gespräch versucht, eine Transparenz der Berechnungen zu erreichen. Dies ist bislang nur ansatzweise gelungen.

Ein Mindestmaß an Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Umlagebeträge ist jedoch erforderlich, da die Emittenten auch ihren Aktionären gegenüber Rechenschaft über die Verwendung ihrer Mittel ablegen müssen. Das Deutsche Aktieninstitut wird das Thema der BaFin-Umlagefinanzierung deshalb weiter intensiv begleiten und auf eine angemessene Beteiligung aller Kapitalmarktteilnehmer an der Finanzierung der Wertpapieraufsicht hinwirken.

## 6

### EXTRATERRITORIALE ANWENDUNG VON US-RECHT

**Das Deutsche Aktieninstitut erreicht gemeinsam mit anderen europäischen Wirtschaftsverbänden die Nichtanwendung von US-Recht auf den Übernahmeversuch von VW durch Porsche im Jahr 2008.**

US-Gerichte sind dafür bekannt, den Anwendungsbereich des US-amerikanischen Rechts großzügig zu definieren, selbst dann, wenn der zur Entscheidung stehende Sachverhalt keinerlei Bezugspunkte zum US-Territorium aufweist. Diese für viele europäische Unternehmen ärgerliche Vorgehensweise wird vom Deutschen Aktieninstitut mit zunehmendem Erfolg kritisiert: Auch unter US-amerikanischen Richtern wächst die Einsicht, dass es für die Zuständigkeit der US-Justiz eines belastbaren Nexus zu den USA bedarf.

So hat das für den Bezirk New York zuständige Bundesberufungsgericht am 15. August 2014 der Anwendung des US-Wertpapierrechts auf einen extraterritorialen Sachverhalt unter Bezugnahme auf die vielbeachtete „Morrison-Entscheidung“ des US Supreme Court aus dem Jahr 2010 eine Absage erteilt. Im zugrundeliegenden Fall hatten sich mehrere US-Hedgefonds zu einer Klage gegen die Porsche SE wegen angeblicher Kursmanipulationen an der VW-Aktie im Herbst 2008 zusammengeschlossen. Anlässlich dieses Falls hatte das Deutsche Aktieninstitut gemeinsam mit dem Bundesverband der Deutschen Industrie und weiteren europäischen Wirtschaftsverbänden einen „Amicus Brief“ – wörtlich „Schriftsatz eines Freundes des Gerichts“ – an das erkennende Gericht gezeichnet und sich darin gegen eine Zuständigkeit der US-Justiz ausgesprochen, da sich der Klagesachverhalt ausnahmslos außerhalb der USA zugetragen hatte. Das Bundesberufungsgericht ist dieser Argumentation gefolgt. Es bleibt zu hoffen, dass von dieser Entscheidung eine Signalwirkung auch für weitere in den USA anhängige Rechtsverfahren mit extraterritorialem Sachverhalt gegen deutsche oder andere europäische Unternehmen ausgehen wird.

Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt, vor eventuellen gesetzlichen Veränderungen beim Delisting die Folgen der „Frosta“-Entscheidung des Bundesgerichtshofs weiter zu beobachten.

In seinem Delisting-Urteil vom Oktober 2013 („Frosta“) hat der Bundesgerichtshof in Abkehr von seiner bisherigen Rechtsprechung entschieden, dass Aktionäre bei einem Widerruf der Zulassung einer Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft keinen Anspruch auf eine Barabfindung haben. Dem Urteil nach bedarf es weder eines Beschlusses der Hauptversammlung über den Widerruf der Börsenzulassung, noch muss das Unternehmen den Aktionären ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien vorlegen.

Die Entscheidung wurde in der Öffentlichkeit intensiv diskutiert. Im Rahmen einer Konferenz des Deutschen Aktieninstituts zum Thema Übernahmerecht im Dezember 2014 besprachen Experten Gestaltungsmöglichkeiten für Unternehmen, die sich auf Grund der neuen Rechtslage ergeben. Anlegerschützer werten die Entscheidung als anlegerschädlich, da sie zu einer Vielzahl von kurzfristigen Delistings geführt habe. Den Unternehmen würde der Rückzug von der Börse nun zu einfach gemacht, da er allein auf der Grundlage eines Vorstandsbeschlusses erfolgen könne und die Anleger ohne angemessene Entschädigung lasse. Unternehmensvertreter und Berater wiederum begrüßen die aus der Entscheidung resultierende Rechtssicherheit und die Gestaltungsalternativen im unternehmerischen Handeln.

Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt, die Folgen der „Frosta“-Entscheidung weiter zu beobachten. Folgt der Gesetzgeber dem Ruf nach einer Regelung, wäre es begrüßenswert, wenn er einen abgestuften Prozess definiert. Bereits heute informieren bestimmte Transparenzregelungen darüber, ob etwa ein Großaktionär am Unternehmen beteiligt ist. Schon wer mehr als 30 Prozent der Stimmrechte einer börsennotierten Gesellschaft erlangt, ist nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz verpflichtet, den übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot zu unterbreiten. Nehmen diese das Angebot nicht an, kann es sich um eine bewusste Entscheidung handeln, die Aktien trotz der steigenden Gefahr eines späteren Delistings weiter zu halten.

### Neubesetzung des Übernahmebeirats

Im September 2014 wurde das Deutsche Aktieninstitut von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht um Kandidatenvorschläge für die vier Emittentenvertreter im BaFin-Übernahmebeirat gebeten, der die BaFin bei der Überwachung von Unternehmensübernahmen unterstützt und in Fragen des Übernahmerechts berät. In dem insgesamt 15-köpfigen Gremium sind neben den Emittenten institutionelle und private Anleger, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Arbeitnehmer und Wissenschaftler repräsentiert. Für jeden Vertreter sind zwei Stellvertreter zu stellen. Das Deutsche Aktieninstitut hat die insgesamt zwölf zu benennenden Kandidaten in Abstimmung mit dem Bundesverband der Deutschen Industrie und dem Deutschen Industrie- und Handelskammertag vorgeschlagen. Die Ernennung wird nun durch das Bundesministerium für Finanzen erfolgen.

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich dafür ein, für grenzüberschreitende Spaltungen und Sitzverlegungen einen Rechtsrahmen nach dem Vorbild des deutschen Rechts zu entwickeln.

Das Deutsche Aktieninstitut hat sich im Dezember 2014 an einer Online-Konsultation der EU-Kommission zu grenzüberschreitenden Verschmelzungen und Spaltungen beteiligt und für seine Mitglieder Empfehlungen für die Abstimmung bei der Konsultation erarbeitet. Die sogenannte Verschmelzungsrichtlinie beinhaltet zwar Vorgaben zum Schutz der Gläubiger und Minderheitsanteilseigner sowie zur Arbeitnehmermitbestimmung. Allerdings wurden diese von den Mitgliedstaaten so unterschiedlich umgesetzt, dass sich die nationalen Regelungen teilweise widersprechen. Für grenzüberschreitende Spaltungen existiert kein Rechtsrahmen, so dass es besonderer rechtlicher Konstruktionen bedarf, um eine grenzüberschreitende Spaltung faktisch zu vollziehen.

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts sollte im Interesse der Mobilität von Unternehmen ein widerspruchsfreier Rechtsrahmen auch für grenzüberschreitende Spaltungen und grenzüberschreitende Sitzverlegungen entwickelt werden. Dabei ist eine einheitliche Umsetzung der Regelungen zu gewährleisten. Bei vielen Regelungen – wie beispielsweise dem Spruchverfahren, bei dem eventuelle Entschädigungsleistungen in einem gesonderten Verfahren festgelegt werden, ohne die Verschmelzung an sich zu behindern – kann das deutsche Recht als Vorbild dienen. Ferner ist die Zusammenarbeit der Behörden zu verbessern: Was die Behörde des Heimatstaates anerkennt, sollte von einer ausländischen Behörde nicht bezweifelt werden können.

Das Deutsche Aktieninstitut wendet sich gegen die Diskriminierung mittelständischer Kreditverbriefungen in den Liquiditätsvorschriften der Bankenregulierung Basel III.

Mit ihren Plänen zur Kapitalmarktunion und anderen Initiativen will die EU-Kommission den Kapitalmarktzugang insbesondere für mittelständische Unternehmen verbessern. Ein Element ist die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes, der nach der Finanzkrise fast vollständig zum Erliegen gekommen ist. Das Deutsche Aktieninstitut sieht im Verbriefungsmarkt eine Einstiegsmöglichkeit in die Kapitalmarktfinanzierung insbesondere für mittelständische Unternehmen, der weitere Schritte in Form einer Anleihe- oder Aktienplatzierung folgen könnten.





Die Regulierung der Verbriefungsmärkte darf diesem politischen Willen nicht widersprechen. Gemeinsam mit dem Bundesverband der Deutschen Industrie und dem Verband Deutscher Treasurer hat das Deutsche Aktieninstitut in einem Schreiben an die EU-Kommission gefordert, dass die Liquiditätsvorschriften gemäß Basel III Verbriefungsinstrumente auf der Basis von Mittelstandskrediten nicht unangemessen benachteiligen dürfen. Bei der Definition derjenigen Verbriefungsinstrumente, die als liquide Mittel unter der Liquidity Coverage Ratio anerkannt werden, müssen etablierte und bewährte Marktstandards berücksichtigt werden. Eine zu enge Definition schließt qualitativ hochwertige Verbriefungen mittelständischer Kredite zu Unrecht aus. Banken werden davon abgehalten, in diese Instrumente zu investieren, da sie diese bei der Berechnung ihrer aufsichtsrechtlich geforderten Liquiditätsreserven nicht berücksichtigen können.

Leider wurde diese zu enge Definition in den delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission zur Liquidity Coverage Ratio aufgenommen, der ab Oktober 2015 zu beachten ist. Hier muss dringend gegengesteuert werden, um die Effizienz des Verbriefungsmarktes zur Finanzierung des Mittelstands nicht zu gefährden. Dafür hat sich das Deutsche Aktieninstitut Mitte Januar 2015 in einer Konsultation der Europäischen Bankenaufsicht EBA zu Standards für transparente und einfache Verbriefungen eingesetzt.

Ohne jegliche Übergangsfrist wird die von der Kommission vorgeschlagene Lösung zu einem abrupten Ende des Mandats führen. Unternehmen, die ihren Abschlussprüfer zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Verordnung weniger als elf Jahre lang beauftragt hatten, werden damit schlechter gestellt als Unternehmen, die ihren Abschlussprüfer zum Zeitpunkt des Inkrafttretens elf Jahre oder länger hatten.

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich deshalb dafür ein, dass die Europäische Kommission im Rahmen des von ihr organisierten Implementierungsworkshops für eine sachgerechte Umsetzung der Reform unter Einbezug der Interessen der Wirtschaft und insbesondere auch unter Beteiligung betroffener Unternehmen sorgt.

## 10

## EU-REFORM DER ABSCHLUSSPRÜFUNG

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für erweiterte Übergangsfristen beim verpflichtenden Wechsel des Abschlussprüfers ein.

Kernpunkt des neuen europäischen Regelungsrahmens für Abschlussprüfungen ist die verpflichtende externe Rotation des Abschlussprüfers nach zehn Jahren bei Unternehmen des öffentlichen Interesses. Die entsprechende EU-Verordnung, die zusammen mit der geänderten Richtlinie über Abschlussprüfungen Mitte Juni 2014 in Kraft getreten ist, soll im Juni 2016 zur Anwendung kommen.

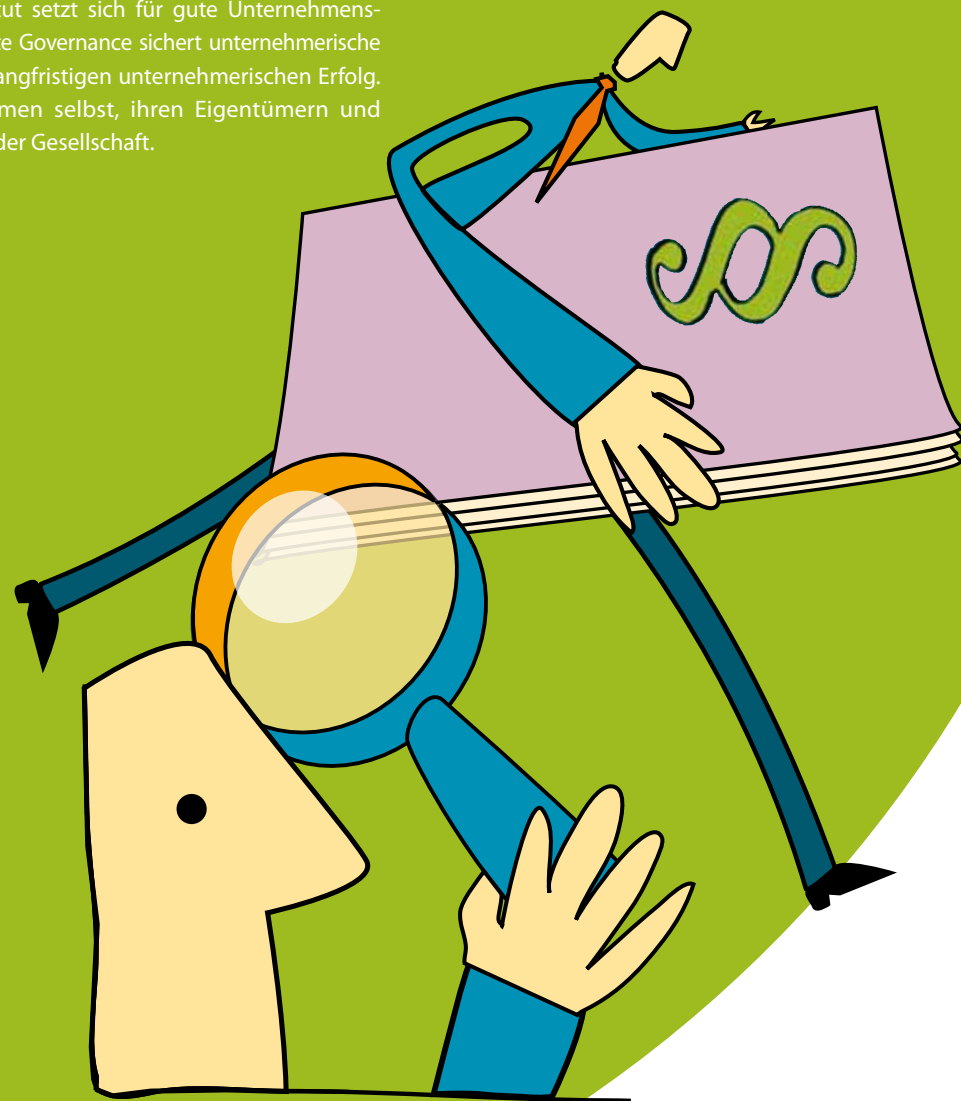
Für bestehende Mandate sieht die Verordnung Übergangsvorschriften vor: Bei Abschlussprüfern, die bereits seit zwanzig oder mehr Jahren zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Verordnung bestellt sind, ist eine externe Rotation erstmalig sechs Jahre nach dem Inkrafttreten der Verordnung notwendig. Bei einem Beststellungszeitraum zwischen elf und 19 Jahren muss der Prüfer spätestens nach neun Jahren ausgewechselt werden.

Für Mandatslaufzeiten von weniger als elf Jahren gibt es bisher keine Übergangsregelung. Die Europäische Kommission vertritt die Auffassung, dass bei solchen „Kurzläufern“ eine Anrechnung der bisherigen Mandatslaufzeiten zu erfolgen hat. Dies hätte zur Folge, dass betroffene Unternehmen im schlimmsten Fall bereits mit der Anwendung der Verordnung im Juni 2016 den Prüfer wechseln müssten. Dem widerspricht das Deutsche Aktieninstitut entschieden:

# Corporate Governance

## CORPORATE GOVERNANCE

Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich für gute Unternehmensführung ein. Gute Corporate Governance sichert unternehmerische Verantwortung und den langfristigen unternehmerischen Erfolg. Sie dient den Unternehmen selbst, ihren Eigentümern und Kapitalgebern, aber auch der Gesellschaft.



1

## CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

”

„Das Deutsche Aktieninstitut setzt sich dafür ein, dass die Interessen der Unternehmen in den Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung stärkere Berücksichtigung finden. Sowohl auf nationaler als auch europäischer Ebene sollten die freiwilligen Maßnahmen der Unternehmen in den Mittelpunkt gestellt werden. Die Unternehmen können am besten einschätzen, was Markt und Stakeholder in Sachen Nachhaltigkeit von ihnen fordern.“



**Dr. Uta-Bettina von Altenbockum,**

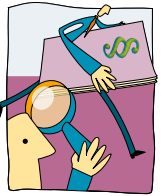
Leiterin Presse- und Öffentlichkeitsarbeit, Deutsches Aktieninstitut e.V.

**! Das Deutsche Aktieninstitut plädiert auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene für einheitliche und sachgerechte Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung der Unternehmen.**

Der Rat für Nachhaltige Entwicklung hat im Juni einen zweiten Aktualisierungsentwurf des Deutschen Nachhaltigkeitskodex zur Diskussion gestellt und den überarbeiteten Kodex im August veröffentlicht. In seiner Stellungnahme vom Juli hat das Deutsche Aktieninstitut drei Punkte betont:

- Die Anforderungen des Kodex sollten mit denen der EU-Richtlinie zur Offenlegung nichtfinanzieller Informationen synchronisiert werden.
- Der Deutsche Nachhaltigkeitskodex sollte sich stärker an Unternehmen richten, die bisher noch keine umfangreiche Nachhaltigkeitsberichterstattung vorgelegt haben. Damit könnte er ein Einstiegsformat für kleinere und mittelgroße Unternehmen werden, die umfangreiche internationale Standards (noch) nicht erfüllen wollen oder können.
- Die Leistungsindikatoren des Deutschen Nachhaltigkeitskodex sollten sich am Wortlaut der geänderten G4-Richtlinien der Global Reporting Initiative (GRI) orientieren. Von Umformulierungen und Änderungen sollte der Kodex Abstand nehmen.

Weiterhin hat sich das Deutsche Aktieninstitut im August an der Online-Konsultation der EU-Kommission zur CSR-Strategie der vergangenen Jahre und zu den zukünftigen Schwerpunkten beteiligt, deren Ergebnisse Anfang Dezember veröffentlicht wurden. In seiner Antwort auf den Online-Fragebogen der Kommission hat das Deutsche Aktieninstitut betont, dass es nach der Verabschiedung der Richtlinie zur Offenlegung nichtfinanzieller Informationen keine weiteren gesetzlichen Schritte für notwendig hält. Stattdessen sollte sich die Europäische Union dafür einsetzen, dass die CSR-Anstrengungen der Unternehmen seitens des Marktes stärker honoriert werden. Damit könne die Kommission das Bewusstsein für die



Bedeutung von CSR schärfen. Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts besteht die größte Herausforderung für die europäische CSR-Politik aktuell darin, ein Level Playing Field auf internationaler Ebene zu schaffen, damit europäische Unternehmen gegenüber Unternehmen aus Drittländern, die soziale und Umweltbelange weniger achten, keinen Wettbewerbsnachteil erleiden.

*“The role of the EU Commission in CSR is international leadership in CSR in order to have CSR requirements introduced or reinforced in third countries. International standards already exist and are sufficient. Additional standard setting is not required.”*  
Positionspapier vom 1. August 2014

Im Oktober 2014 hat das Deutsche Aktieninstitut in den Arbeitskreisen Nachhaltigkeit, Midcaps und Emittenten eine Umfrage zum Thema „Integrierte Nachhaltigkeitsberichterstattung“ durchgeführt. Dabei ging es vor allem um die Frage, wie die Mitglieder das vom International Integrated Reporting Council IIRC vorgelegte Rahmenwerk „International <IR> Framework“ einschätzen. Als Ergebnis der Umfrage lässt sich festhalten, dass die weitgehenden Anforderungen, die der IIRC an das Integrated Reporting stellt, kritisch gesehen werden. Die vom Deutschen Aktieninstitut vertretene Linie, dass Unternehmen freigestellt bleiben muss, ob sie einen separaten oder integrierten Nachhaltigkeitsbericht vorlegen, wurde von allen Teilnehmern der Umfrage unterstützt.

## 2 AKTIONÄRSRECHTERICHTLINIE UND COMPLY-OR-EXPLAIN-PRINZIP

**Das Deutsche Aktieninstitut wendet sich bei der Änderung der EU-Aktionärsrechterichtlinie gegen die Hauptversammlungszuständigkeit für „Related Party Transactions“.**

Im April 2014 hat die EU-Kommission einen Änderungsentwurf zur EU-Aktionärsrechterichtlinie sowie eine Empfehlung zur Qualität der Entsprechenserklärungen vorgelegt. Ziel der Richtlinienüberarbeitung ist es, das Engagement der Aktionäre zu erhöhen, um damit Corporate-Governance-Defizite zu lösen. Durch die stärkere Einbindung der Aktionäre in unternehmerische Entscheidungen und erhöhte Transparenzpflichten will die Kommission zudem auf eine langfristige Anlagestrategie der Aktionäre hinwirken. Um die Ausübung von Aktionärsrechten zu erleichtern, sieht der Kommissionsentwurf Maßnahmen zur Identifizierung von Aktionären sowie zur Verbesserung der Informationsübermittlung vor.

Als besonders kritisch sieht das Deutsche Aktieninstitut die im Richtlinienentwurf vorgesehene Zuständigkeit der Hauptversammlung für sogenannte Related Party Transactions:

Geschäfte des Unternehmens mit nahestehenden Personen und Unternehmen ab einem Volumen von fünf Prozent des Unternehmenswerts sollen künftig vorab von der Hauptversammlung bestätigt werden müssen. Zuvor können sie nur unter dem Vorbehalt dieser Zustimmung eingegangen werden.

Die Idee, die Hauptversammlung über diese Geschäfte abstimmen zu lassen, mag zwar zu dem von Streubesitz geprägten angelsächsischen Kapitalmarkt passen, jedoch nicht zu kontinentaleuropäischen Konzernstrukturen. Hierzulande darf eine „Mutter“ ihre „Tochter“ verpflichten, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen, wenn sie dieses kompensiert. Auf diesem Grundsatz baut das gesamte Konzernrecht in Deutschland auf, das andernfalls seinen praktischen Nutzen verlieren würde.

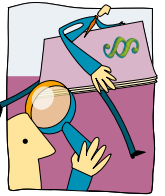
Nach der geplanten Regelung zu Related Party Transactions, die diesen Grundsatz durchbricht, könnten Aktionäre größere Rechtsgeschäfte künftig auch dann ablehnen, wenn diese aufgrund eines Unternehmensvertrags oder einer Kompensation eigentlich zulässig sind. Die Aktionäre wären in ihrer Abstimmung völlig frei und profitierten daneben von anderen aktionärsschützenden Regelungen des Konzernrechts. Damit wäre eine verlässliche Konzernleitung selbst im Vertragskonzern nicht mehr möglich. Gleichzeitig dürfte die Anzahl der abzustimmenden Transaktionen wegen des weiten Anwendungsbereichs der geplanten Regelung, der über das britische Vorbild deutlich hinausgeht, sehr hoch sein und Anleger mit breit gestreutem Portfolio deshalb tendenziell überfordern.

Seine bereits seit Frühjahr 2014 unter anderem gegenüber Vertretern der EU-Kommission vorgetragenen Bedenken hat das Deutsche Aktieninstitut im November 2014 noch einmal in einer umfangreichen Stellungnahme zusammengefasst.

*“Wenn Aktionäre über Geschäftsvorfälle entscheiden sollen, müssen sie dies zudem auf der Grundlage angemessener Information tun. Die geplante Vorschrift wird daher wahrscheinlich zur Preisgabe von Geschäftsgeheimnissen zwingen, die auch für die Konkurrenz interessant sein dürften.”*  
Dr. Cordula Heldt, BOARD, 3/2014

Weiterhin will die EU-Kommission die Aktionäre künftig dazu verpflichten, mit bindender Wirkung über die Vergütungspolitik des Unternehmens und später auch über den Vergütungsbericht abzustimmen. In der Vergütungspolitik muss eine maximale Vergütungshöhe angegeben werden. Das Deutsche Aktieninstitut warnt vor einem solchen Eingriff in das austarierte Kompetenzgefüge der deutschen Unternehmensführung von Vorstand und Aufsichtsrat. Ein nicht bindendes Votum der Aktionäre hat – wie sich in der Praxis bereits gezeigt hat – eine völlig ausreichende Signalwirkung.

Mit dem Änderungsentwurf zur EU-Aktionärsrechterichtlinie hat die EU-Kommission außerdem einen gesetzlichen Katalog von Verhaltensstandards für Stimmrechtsberater vorgelegt, der der langjährigen Forderung des Deutschen Aktieninstituts entspricht, Transparenz und Verlässlichkeit von Proxy Advisors zu verbessern. Ein wichtiger Punkt wird von den Vorschlägen jedoch nicht abgedeckt: Emittenten sollten standardmäßig die Möglichkeit erhalten, Abstimmungsempfehlungen von Proxy Advisors vor ihrer Veröffentlichung auf offensichtliche Fehler zu überprüfen. Eine solche Fehlerkontrolle würde aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts die Aktionärskommunikation deutlich verbessern. Eine gesetzliche Regelung ist hier nicht zwingend, die Stimmrechtsberater könnten den Punkt auch in ihren im Frühjahr 2014 erstmals veröffentlichten Verhaltenskodex aufnehmen.



Das Deutsche Aktieninstitut hat zudem in Gesprächen mit der EU-Kommission seine kritische Haltung zur Kommissionsempfehlung über die Qualität der Entsprechenserklärungen vorgetragen. Die Kommission geht in der Empfehlung davon aus, dass es Prinzipien in den nationalen Kodizes gibt, von denen nicht abgewichen werden kann. Damit hat sie das Konzept des Comply-or-Explain-Ansatzes gegenüber der Richtlinienvorgabe eingeschränkt. Eine Abweichung soll künftig nur darin liegen können, dass die Unternehmen erklären, welche alternativen Methoden sie angewandt haben, um den „Geist“ des jeweiligen Kodex-Prinzips zu erfüllen. Dies stellt jedoch aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts keine echte Abweichungsmöglichkeit im Sinne des heutigen Comply-or-Explain-Prinzips dar.

### 3

## AKTIENRECHTSNOVELLE

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt die Ausweitung des Record Date auf Namensaktiengesellschaften nach dem Muster der Inhaberaktie ab.

Der am 7. Januar 2015 vom Bundeskabinett beschlossene Gesetzentwurf zur Aktienrechtsnovelle beinhaltet eine Zusammenstellung thematisch nicht verbundener, vorrangig technischer, aber teilweise durchaus bedeutsamer Änderungen des Aktienrechts.

Zum vorangegangenen Referentenentwurf vom April 2014 hatte das Deutsche Aktieninstitut Anfang Juli 2014 eine Stellungnahme gegenüber dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz abgegeben. In der Vergangenheit hat das Deutsche Aktieninstitut den Arbeitskreis Namensaktie bei der Forderung nach einer Stichtagsregelung unterstützt, um damit die Abwicklung von Hauptversammlungen für Namensaktiengesellschaften zu erleichtern. Der Gesetzentwurf sieht nun aber vor, dass bei Namensaktien ebenso wie bei Inhaberaktien am 21. Tag vor der Hauptversammlung rechtssicher bestimmt werden soll, welche Aktionäre an der Hauptversammlung teilnehmen dürfen. Ein Bestandsstichtag am 21. Tag verkürzt die Zeitspanne drastisch, die einer Namensaktiengesellschaft verbleibt, um nach dem Versand der Einladung am 30. Tag vor der Hauptversammlung Direkteintragungen der wahren Aktionäre in das Aktienregister oder wenigstens deren Offenlegungen durch Finanzintermediäre zu erreichen. Das Deutsche Aktieninstitut fordert, unter diesen Umständen auf einen Record Date für Namensaktiengesellschaften lieber ganz zu verzichten.



„Das Deutsche Aktieninstitut sieht (...) die Gefahr, dass bei einem Record Date auf den 21. Tag die Transparenz für die betroffenen Namensaktiengesellschaften über ihre Aktionäre eher abnimmt.“

Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 4. Juli 2014

Mit einer Neuregelung der Ausgabe von Inhaberaktien folgt der Gesetzentwurf zur Aktienrechtsnovelle einem Vorschlag des Deutschen Aktieninstituts: Aus Transparenzgründen dürfen nicht börsennotierte Aktiengesellschaften auch weiterhin Inhaberaktien verwenden, wenn sie diese in Sammelurkunden verbriefen und bei einer Wertpapiersammelbank oder entsprechend einem Zentralverwahrer hinterlegen. Das Deutsche Aktieninstitut hatte sich er-

folgreich für diese Regelung eingesetzt und damit das drohende Verbot der Inhaberaktie für nicht börsennotierte Unternehmen verhindert.

In den Regierungsentwurf aufgenommen wurde auch eine Regelung zur relativen Befristung nachgeschobener Nichtigkeitsklagen, die das Deutsche Aktieninstitut in seiner Stellungnahme gefordert hatte und die bereits in einem früheren Entwurf der Aktienrechtsnovelle aus dem Jahr 2012 vorgesehen war.

### 4

## GESCHLECHTERQUOTE

Das Deutsche Aktieninstitut fordert die verfassungsfeste Ausgestaltung der geplanten Geschlechterquote durch die Ergänzung um eine Ausnahme- oder Härtefallregelung.

Das Deutsche Aktieninstitut hat im Oktober 2014 eine Stellungnahme zum „Referentenentwurf eines Gesetzes für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst“ abgegeben. Dieser war vom Bundesministerium für Familie, Senioren, Frauen und Jugend sowie vom Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz vorgelegt worden. Dabei hat das Deutsche Aktieninstitut Vorschläge für eine Ausnahme- oder Härtefallregelung zur festen Geschlechterquote von 30 Prozent unterbreitet, welche der Entwurf für die Aufsichtsräte börsennotierter und voll mitbestimmter Unternehmen vorsieht.

Das Deutsche Aktieninstitut hat in seiner Stellungnahme noch einmal verdeutlicht, dass der Gesetzgeber für die von den Unternehmen festzulegenden Zielgrößen für die Beteiligung von Frauen in Aufsichtsrat, Vorstand und den beiden darunterliegenden Führungsebenen auf fast denselben Mechanismus setzt, den der Deutsche Corporate Governance Kodex bereits erfolgreich anwendet: So hat sich seit der erstmaligen Anwendbarkeit der entsprechenden Kodexempfehlung im Januar 2011 der Anteil der Frauen in den Aufsichtsräten der 160 Unternehmen aus DAX, MDAX, SDAX und TecDAX auf der Seite der Anteilseigner bis Mai 2014 verdreifacht.

Das Deutsche Aktieninstitut fordert, dass die Zielquoten konzernweit betrachtet werden können. Der Wechsel von Frauen in eine andere Konzerngesellschaft im Ausland ist zur Gewinnung internationaler Erfahrung ein bedeutender Karriereschritt, der nicht dadurch belastet werden darf, dass damit die selbst gesetzten Ziele der betroffenen Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland unterschritten werden.

”

„Ein spezielles Unternehmensstrafrecht benötigen wir in Deutschland nicht. Zum einen haben wir für die Einführung kein kriminalpolitisches Bedürfnis; zum anderen gibt es bei uns schon ein effektives Sanktionssystem zur Bekämpfung von Wirtschaftskriminalität.“



**Maximilian Lück**, Referent EU-Verbindungsbüro, Deutsches Aktieninstitut e.V.



Das Deutsche Aktieninstitut lehnt die im Gesetzentwurf des Landes Nordrhein-Westfalen vorgesehene Einführung eines Unternehmensstrafrechts in Deutschland ausdrücklich ab und spricht sich stattdessen für eine Stärkung der Compliance in den Unternehmen aus.

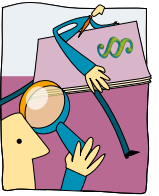
Das Deutsche Aktieninstitut hat im Dezember 2014 zum Gesetzentwurf des Landes Nordrhein-Westfalen zur „Einführung der strafrechtlichen Verantwortung von Unternehmen und sonstigen Verbänden“ Stellung genommen und sich darin erneut gegen die geplante Einführung eines Unternehmensstrafrechts in Deutschland ausgesprochen.

Der Ende 2013 vom nordrhein-westfälischen Landesjustizminister Thomas Kutschatzy vorgelegte und mittlerweile in den Bundesrat eingebrachte Gesetzentwurf soll für juristische Personen sowie für nicht rechtsfähige Vereine und rechtsfähige Personengesellschaften des privaten und öffentlichen Rechts gelten, soweit die geahndeten Handlungen nicht in Ausübung hoheitlicher Befugnisse vorgenommen werden.

Nach Ansicht des Deutschen Aktieninstituts besteht weder ein kriminalpolitisches Bedürfnis noch eine rechtliche Notwendigkeit für die Einführung eines Unternehmensstrafrechts in Deutschland. Die Wirtschaftskriminalität ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich rückläufig und die vielfältigen vorhandenen Sanktionsmaßnahmen im deutschen Recht entfalten bereits die notwendige Präventionswirkung gegenüber Unternehmen. Auch ein Defizit gegenüber anderen Rechtsordnungen ist nicht gegeben.

Zudem sieht das Deutsche Aktieninstitut die vorgesehenen Strafen als unverhältnismäßig an: Im Falle eines Ausschlusses von Subventionen oder von der Vergabe von öffentlichen Aufträgen oder einer Verbandsauflösung als Ultima Ratio müssten auch Arbeitnehmer, Aktionäre und Gläubiger, die nicht verantwortlich für die begangene Tat waren, unter der Sanktion leiden, da der Gesetzesantrag keine Sicherungsrechte vorsieht.

Eine weitere Stärkung der Compliance-Kultur in deutschen Unternehmen ist aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts der geeignete Ansatz, um gesetzestreu Verhalten sicherzustellen. Viele deutsche Unternehmen haben in den vergangenen Jahren ihre Verantwortung in Compliance-Fragen ernst genommen und wirkungsvolle Compliance-Systeme eingerichtet. Dieser Weg sollte weiter verfolgt und unterstützt werden.



”

„Bei allem Verständnis für das Vorgehen gegen Fehlverhalten und die entsprechenden Forderungen nach Schadensersatz muss bei Urteilen gegen Organmitglieder das Augenmaß gewahrt bleiben.“



**Dr. Claudia Royé**, Leiterin Kapitalmarktrecht, Deutsches Aktieninstitut e.V.



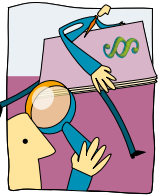
Das Deutsche Aktieninstitut plädiert dafür, bei einer möglichen Reform der Organhaftung die wirtschaftliche Existenz von Organmitgliedern nicht unbillig zu gefährden.

Die zunehmende gerichtliche Verfolgung von Haftungsansprüchen gegenüber Vorständen und Aufsichtsräten stellt börsennotierte Unternehmen, ihre Organe und ihre Berater vor wachsende praktische Herausforderungen. Vor dem Hintergrund einiger aufsehenerregender Urteile wurde die Reformbedürftigkeit der Organhaftung im Jahr 2014 intensiv diskutiert. Auch die wirtschaftsrechtliche Abteilung des 70. Deutschen Juristentags hat sich im September in Hannover unter dem Aspekt „Materielles Haftungsrecht und seine Durchsetzung in privaten und öffentlichen Unternehmen“ mit der Reform der Organhaftung befasst.

Das Deutsche Aktieninstitut hat sich an dieser Diskussion beteiligt und teilt die grundsätzliche Position des Gutachters Prof. Dr. Gregor Bachmann, die materiellen Haftungsregeln des Aktiengesetzes und damit die Business Judgement Rule nicht zu ändern. Die unbillige Zerstörung der wirtschaftlichen Existenz der Organmitglieder ist grundsätzlich zu verhindern, wobei der Gesetzgeber allerdings zur Beobachtung und Nachsteuerung bei Fehlentwicklungen aufgefordert ist.

Der Juristentag nahm unter anderem Beschlussvorschläge zur Zugriffsmöglichkeit der ausgeschiedenen Organmitglieder auf Unternehmensinformationen im Haftungsfall und zu – allerdings befristeten – Haftungsbeschränkungen in der Satzung an. Außerdem soll die Ressortverantwortlichkeit von Vorstandsmitgliedern bei Haftungsfragen stärker berücksichtigt und die zehnjährige Verjährungsfrist für Haftungsansprüche gegenüber Organmitgliedern börsennotierter Gesellschaften modifiziert werden. Die dreijährige Sperrfrist für eine Einigung zu Haftungsverzichten und Vergleichen soll entfallen. Die Umsetzung der Beschlüsse des Juristentages durch den Gesetzgeber ist in dieser Legislaturperiode allerdings unwahrscheinlich.

Fragen der aktuellen Praxis bei Organhaftungsfällen hat das Deutsche Aktieninstitut im November 2014 im Rahmen einer Konferenz beleuchtet. Experten und Teilnehmer diskutierten, wie im derzeitigen regulatorischen Umfeld am besten zu verfahren ist, wie man sich gegen Haftungsrisiken absichert und welche Prozessstrategien sinnvoll sind. Im Jahr 2015 wird das Deutsche Aktieninstitut besonderes Augenmerk auf die Entwicklung der Rechtsprechung und die mediale Aufbereitung des Themas legen. Bei allem Verständnis für



den Wunsch nach Sanktionierung von vergangenem Fehlverhalten durch hohe Schadensersatzpflichten muss es bei Urteilen mit Augenmaß bleiben. In dem Bestreben, ein Exempel zu statuieren, dürfen keine Existenzen vernichtet werden.

## 7

### REGIERUNGSKOMMISSION DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt die Arbeit der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex bei der Erarbeitung von Stellungnahmen.

Das Deutsche Aktieninstitut hat auch im zweiten Halbjahr 2014 die Tätigkeit der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex als Geschäftsstelle tatkräftig unterstützt. Nach der Durchführung der diesjährigen Kodex-Konferenz im Juni lag der Schwerpunkt im zweiten Halbjahr in der Unterstützung bei der Erarbeitung von Stellungnahmen gegenüber der EU-Kommission und dem deutschen Gesetzgeber, hier insbesondere zur Geschlechterquote.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex selbst wurde Ende September im Anhang bei den Erläuterungen der Mustertabellen für die Vorstandsvergütung präzisiert, welche schon seit 2013 im Kodex enthalten sind.

Mit den präzisierten Erläuterungen wurde unter anderem klargestellt, wo und wie sogenannte Deferrals – also Anteile einjähriger variabler Vergütung, die aufzuschieben sind und nicht unmittelbar ausbezahlt werden – in den Mustertabellen zur Vorstandsvergütung abgebildet werden sollen. Zudem wurde der Ausweiszeitpunkt der zugeflossenen einjährigen und mehrjährigen variablen Vergütung vereinheitlicht. Leistungen Dritter, die bereits in Ziffer 4.2.3 des Kodex aufgegriffen wurden, sollen explizit genannt werden, sofern sie mit der Vorstandstätigkeit zusammenhängen. Die Präzisierungen sind auf der Website der Kodex-Kommission [www.dcgk.de](http://www.dcgk.de) verfügbar.

## 8

### EVALUIERUNG DES SPRUCHVERFAHRENSGESETZES

Das Deutsche Aktieninstitut legt Reformvorschläge zur Vereinfachung und Beschleunigung des Spruchverfahrens vor.

Das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz evaluiert aktuell die Regelungen des Spruchverfahrensgesetzes. Das Spruchverfahren kommt zur Anwendung, wenn Aktionäre bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen wie Verschmelzungen oder einem Squeeze-out der Auffassung sind, dass der ihnen für den Verlust ihrer Anteilsrechte zur Verfügung gestellte Ausgleich zu gering bemessen ist. In einem Spruchverfahren kann ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss nicht kassiert und die gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme somit nicht blockiert werden, allerdings kann das Gericht die Höhe des Ausgleichs anpassen.

Das Deutsche Aktieninstitut hat sich an der Evaluierung mit einer Stellungnahme beteiligt. Es schlägt unter anderem die Abschaffung des Landgerichts als erster Instanz und die Zuweisung zum Oberlandesgericht als einziger Tatsacheninstanz vor. Daneben sollen die Verfahren durch einen restriktiveren Einsatz von Gutachten erheblich beschleunigt werden. In diesem Zusammenhang wäre zu prüfen, ob nicht der Börsenkurs – in Anlehnung an Entscheidungen der Rechtsprechung – als grundsätzliche Schätzmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes festgelegt werden kann und die Ertragswertmethode nur ausnahmsweise angewendet werden sollte.

# Ökonomische Bildung

## ÖKONOMISCHE BILDUNG

Unser Leitbild ist der urteilsfähige Anleger, der aufgrund seiner ökonomischen Grundbildung die Informationen von Unternehmen und Banken versteht und kritisch nutzt. Nur so ist er in der Lage, Anlageentscheidungen zu treffen – eigenständig oder nach entsprechender Beratung. Darum setzen wir uns seit Jahren für eine bessere ökonomische Bildung ein.



## REGULIERUNG DER ANLAGEBERATUNG

! Das Deutsche Aktieninstitut fordert, dass erfahrene Kunden künftig auf die Protokollierung ihrer Beratungsgespräche verzichten dürfen.

Die Diskussion um die Regulierung der Anlageberatung in den Banken und Sparkassen ist in vollem Gange. Dabei wird auch der Festlegung der Regierungsparteien im Koalitionsvertrag Rechnung getragen, wonach „die Zweckmäßigkeit und Verständlichkeit von Produktinformationsblättern und Beratungsprotokollen regelmäßig zu prüfen“ ist.

Das Deutsche Aktieninstitut hatte im ersten Halbjahr 2014 eine Studie veröffentlicht, nach der sich zahlreiche deutsche Banken aufgrund der gesetzlichen Pflichten zu Beratungsprotokoll, Produktinformationsblättern und anderen Regularien aus der Beratung zu Einzelaktien zurückziehen oder diese stark reduzieren. Das Deutsche Aktieninstitut hatte daher gefordert, dass zumindest erfahrene Bankkunden auf die Protokollierung der Beratung verzichten dürfen, was bislang gesetzlich ausgeschlossen ist. Außerdem muss die Pflicht, ein Produktinformationsblatt für jede Einzelaktie bereitzustellen zu müssen, wieder abgeschafft werden. Ein allgemeines Produktinformationsblatt für die Gattung Aktie würde bei gleichem Informationsnutzen den Aufwand der Banken deutlich senken.



„Der Gesetzgeber muss dringend reagieren und den Exodus der Banken und Sparkassen aus der Aktienberatung stoppen.“

Dr. Norbert Kuhn, Sparkassen-Zeitung, 25. Juli 2014

Darauf aufbauend hat sich das Deutsche Aktieninstitut im August an einer Konsultation des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz beteiligt. In einem Kommentar hat es zu den Ergebnissen und der methodischen Vorgehensweise eines vom Bundesjustizministerium beim Institut für Transparenz in Auftrag gegebenen Gutachtens zum Beratungsprotokoll in der Anlageberatung Stellung genommen. Dabei hat das Deutsche Aktieninstitut die auch vom Institut für Transparenz erhobene Forderung begrüßt, dass erfahrene Anleger auf die Beratungsdokumentation verzichten können sollen. Ein kritischer Punkt ist hierbei die Definition, wer als „erfahren“ gelten soll. Um die Verzichtsmöglichkeit nicht leer laufen zu lassen, darf diese Definition nicht zu eng sein.

Die Forderung nach einer Verzichtsmöglichkeit für das Beratungsprotokoll bei erfahrenen Anlegern hat das Deutsche Aktieninstitut im zweiten Halbjahr 2014 mit unterschiedlichen politischen Entscheidungsträgern diskutiert. Diese haben Offenheit signalisiert. Zu beachten sind allerdings die in der EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID II vorgesehenen Anforderungen an die Dokumentation des Beratungsgesprächs („Europäisches Beratungsprotokoll“). Hier ist bislang noch keine explizite Verzichtsmöglichkeit vorgesehen, was es dem deutschen Gesetzgeber erschwert, eine solche einzuführen. Daher ist es wichtig, dass die Europäische Kommission bei der Konkretisierung dieser Regeln eine Verzichtsmöglichkeit für erfahrene Anleger aufnimmt. Hierfür setzt sich das Deutsche Aktieninstitut ein, ebenso wie für eine sachliche Anpassung der Pflicht, Produktinformationsblätter für jede Einzelaktie zur Verfügung zu stellen.

# Positionspapiere

[www.dai.de/positionen](http://www.dai.de/positionen)

## 2. Halbjahr 2014

„Positionen auf den Punkt zu bringen – das ist meine Aufgabe im Deutschen Aktieninstitut. Mit der gedanklichen Brille der ‚interessierten Fachjournalistin‘ versuche ich, komplizierte Sachverhalte in verständliche Sprache umzusetzen. Das kommt nicht nur der ‚Kurvenlage‘, sondern auch den Positionspapieren des Deutschen Aktieninstituts zugute.“



**Petra Kachel**, Leiterin Kommunikation und IT, Deutsches Aktieninstitut e.V.

Mit seinen Positionspapieren bringt sich das Deutsche Aktieninstitut in die politische Debatte und die Fachdiskussion zu Kapitalmarktfragen ein und vertritt damit die Interessen seiner Mitglieder. Im zweiten Halbjahr 2014 entstanden 24 Stellungnahmen zu Gesetzesvorhaben und Positionsbestimmungen zu aktuellen Kapitalmarktfragen, die die unterschiedlichen Bereiche der inhaltlichen Kernarbeit abdecken: den Primärmarkt, den Sekundärmarkt, die Governance börsennotierter Unternehmen und die ökonomische Bildung.

- Kommentar „Anmerkungen zur Aktienrechtsnovelle 2014“ (4. Juli 2014)
- Stellungnahme „Für einen zukunftsfähigen Deutschen Nachhaltigkeitskodex“ zum zweiten Aktualisierungsentwurf des Deutschen Nachhaltigkeitskodex (4. Juli 2014)
- Comment „ESA-Consultation Paper: Draft regulatory technical standards on risk mitigating techniques not cleared by a CCP“ (14. Juli 2014)
- Response to the „ESMA Consultation on MiFID II/MiFIR“ (1. August 2014)
- Response to the Questionnaire „The European Commission's strategy on Corporate Social Responsibility (CSR) 2011-

2014: achievements, shortcomings and future challenges“ (1. August 2014)

- Kommentar „Evaluierung des Spruchverfahrens: Das erreichte Vertrauen in die Kapitalmarkteffizienz sollte genutzt werden“ (6. August 2014)
- Kommentar „Dokumentation der Wertpapierberatung muss angemessen sein: Regulierung darf Banken nicht aus der Aktienberatung drängen“ zur BMJV-Studie „Evaluierung der Beratungsdokumentation im Geldanlage- und Versicherungsbereich“ (15. August 2014)
- Comment „Non-Impairment Requirements for High-Quality Securitisation under the LCR and Solvency II will not be appropriate for SMEs“, gemeinsam mit dem Bundesverband der Deutschen Industrie und dem Verband Deutscher Treasurers (3. September 2014)
- Response to the „Impact Assessment Questionnaire on the European Single Electronic Format (ESEF)“ (15. September 2014)
- Kommentar „Angemessene Zuwendungsregeln unter MiFID II: Die Einschränkungen bei der Nutzung von Research erschweren den Kapitalmarktzugang kleiner und mittlerer Unternehmen“ (8. Oktober 2014)



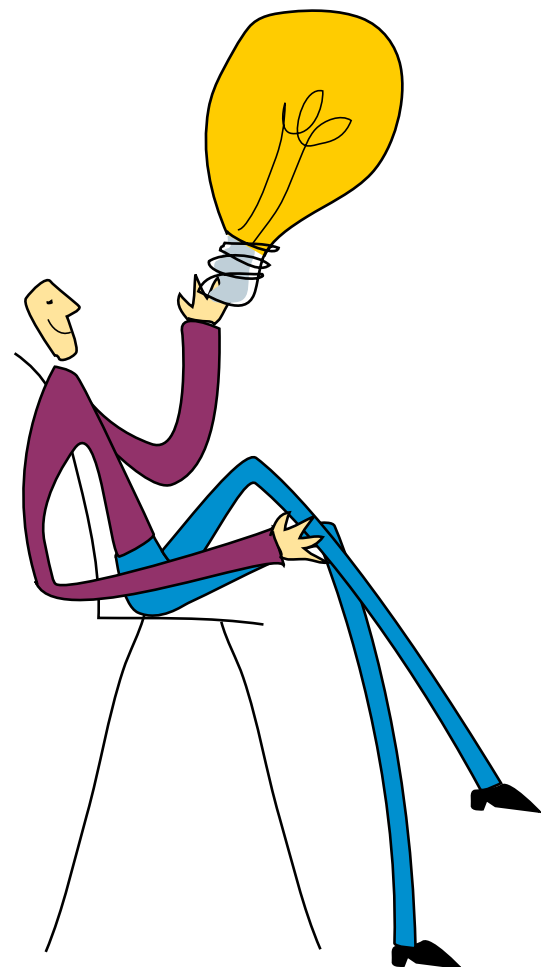
- Stellungnahme „Verfassungsfeste Regelung dient allen Seiten – Deutsches Aktieninstitut setzt sich für Härtefallregelung ein“ zum Referentenentwurf eines Gesetzes für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst (15. Oktober 2014)
- „Reply form for the ESMA MAR Technical advice“ (15. Oktober 2014)
- „Reply form for the ESMA MAR Technical standards“ (15. Oktober 2014)
- Comment on „IOSCO's Consultation Paper on Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared Derivatives“ (17. Oktober 2014)
- Stellungnahme „Kleinanlegerschutzgesetz: Keine Hürden für die Unternehmensfinanzierung“ zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes (17. Oktober 2014)
- Position Paper „Benchmark Regulation and Non-Financial Companies – Danger of serious market disruptions due to reduced availability of benchmarks“ on the Proposal of the EU Regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts (23. Oktober 2014)
- Position „Vorschlag mit Nebenwirkungen: EU-Kommission fördert (unintendiert) Geschäftsmodell von Hedge Funds“ zum Vorschlag der EU-Kommission zur Überarbeitung der EU-Aktionärsrechterichtlinie (7. November 2014)

- Position Paper „The Road to Growth: Setting the Capital Markets Regulation Right – Guiding Principles for a Capital Markets Union“ (13. November 2014)
- „Empfehlungen zur Abstimmung beim Online-Fragebogen im Rahmen der EU-Konsultation zu grenzüberschreitenden Verschmelzungen und Spaltungen“ (25. November 2014)
- Positionspapier „Inkonsistenzen in der Kapitalmarktregulierung“ (28. November 2014)
- Position „Gegen die Einführung eines Unternehmensstrafrechts: Deutsches Aktieninstitut schließt sich der Kritik der Industrie am ‚Verbandsstrafgesetzbuch‘ an“ zur Gesetzesinitiative für ein „Verbandsstrafgesetzbuch“ des Landes Nordrhein-Westfalen (9. Dezember 2014)
- Positionspapier „Neuer Schwung für die Belegschaftsaktie in Deutschland: Angemessene Anreize setzen – Hindernisse beseitigen. Vorschläge des Deutschen Aktieninstituts“ (10. Dezember 2014)
- Positionspapier „Wachstumsmotor Börse stärken: Kapital mobilisieren – Regulierung entschlacken“ (16. Dezember 2014)
- Position paper „When setting standards for the approval and publication of prospectuses, their advertisement and the incorporation by reference, ESMA has to stay within its mandate“ on the Consultation Paper „Draft Regulatory Standards on prospectus related issues under the Omnibus II Directive“ (19. Dezember 2014)



Technik, Geld und Kunst auf schönste Weise vereint: Die allererste Siemens-Aktie gestaltete kein Geringerer als Ludwig Sütterlin (1865-1917). Der berühmte Schriftkünstler und Grafiker illustrierte eines der bedeutendsten deutschen Wertpapiere.

# Mit Anlauf an die Börse



**VOM TELEGRAFENBAUER** zum multinationalen Hightech-Konzern und Dienstleister: Siemens hat eine mehr als 160 Jahre lange Erfolgsgeschichte.

Jeder fängt mal klein an. Auch ein Unternehmen wie Siemens, heute ein Global Player mit einem weitreichenden Portfolio an Produkten und Dienstleistungen, startete mit einem Winzling: Mit den Zutaten Weißblech, einigen Eisenstücken und etwas isoliertem Kupferdraht, untergebracht in einer Zigarrenkiste, trug Werner Siemens – damals noch ohne das „von“ im Namen – im Jahre 1847 entscheidend zur Verbesserung der Nachrichtenübermittlung bei.

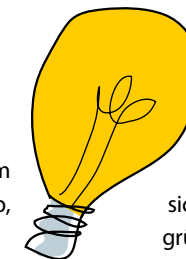
Noch im gleichen Jahr gründete der Erfinder zusammen mit Johann Georg Halske, von Beruf Universitätsmechaniker, die „Telegraphen-Bau-Anstalt Siemens & Halske“ in Berlin. Die Produktion elektrischer Zeigertelegraphen lief alsbald auf Hochtouren. 1848 wurde das Unternehmen dann auf die Langstrecke geschickt. Den Auftrag, eine Ferntelegraphenlinie zwischen Berlin und Frankfurt am Main einzurichten, meisterten „Siemens & Halske“ mit Bravour. Eine noch größere Aufgabe wartete in Russland, hier verlegte die Sparte „Kommunikation“ des Hauses 10.000 Kilometer Staatstelegraphennetz und erhielt im Nachgang den Auftrag zur Wartung.



## SIEMENS – EIN TAUSENDSASSA DER ELEKTROTECHNIK

Eine Reihe weiterer Erfindungen folgte. Im Jahre 1866 das dynamoelektrische Prinzip, im Jahre 1878 die Differential-Bogenlampe, dann die elektrische Eisenbahn, gefolgt von der Straßenbahn. Das war im Jahre 1881, und schon 15 Jahre später wurde die „Elektrische“ tiefer gelegt. In Budapest – wer hätte das gedacht – wurde mit der Ingenieurkunst von Siemens die erste U-Bahn in Europa gebaut.

Innovativ und erfolgreich auf vielen Feldern vergaß Werner von Siemens auch seine Arbeiter und Angestellten nicht. Ab 1858 beteiligte er seine Lohnarbeiter am Unternehmensgewinn, eine gute Tat für beide Seiten. Denn auf diese Weise konnte der Firmenchef seine Arbeiter an den Betrieb binden. Ähnliche Motive waren für die Einführung einer hauseigenen Pensions-, Witwen- und Waisenkasse im Jahr 1872 ausschlaggebend: soziale Absicherung der Belegschaft und deren Bindung an ein – sowohl geografisch als auch von der Produktpalette her gesehen – immer weiter expandierendes Unternehmen. Die gesetzliche Alters- und Hinterbliebenenversorgung ging übrigens erst fast zwanzig Jahre später an den Start.



## 50 JAHRE NACH GRÜNDUNG AN DIE BÖRSE

Für die Expansion im großen Stil musste frisches Kapital in großen Mengen generiert werden, so dass sich die Aktienfinanzierung anbot. 50 Jahre nach Firmengründung folgte die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und zwei Jahre später der Schritt an die Börse. Am 8. März 1899 wurde die 1.000-Mark-Aktie (Eintausend Mark Deutsche Reichswährung) erstmals notiert. Nur wenige Papiere erreichten allerdings den freien Markt. Ein Großteil verblieb im Familienbesitz, auch um den Einfluss von außen begrenzen zu können.

Eine Vielzahl an Entwicklungen folgte, die Siemens weltweit berühmt machten, etwa die Metallfaden-Glühlampe aus dem Jahr 1905, der Rundfunkempfänger aus dem Jahr 1923 und 1939 das Elektronenmikroskop. Auch Firmenübernahmen wie die der Motoren Fabrik Protos GmbH im Jahr 1908 trugen zur Expansion bei.

Nach Kriegsende ging es dynamisch weiter: Einstieg in die Elektronische Datenverarbeitung 1954, Herzschrittmacher und Hausgeräte, Medizintechnik und ISDN-Kommunikation, Handys und Verkehrsleittechnik – so wurde Siemens zu einem Konzern mit weltweit rund 343.000 Beschäftigten und einem Umsatz von knapp 72 Milliarden Euro im Jahr 2014.

# Konferenzen und 2. Halbjahr 2014

Aktuelle Entwicklungen des Marktes sowie Entscheidungen der deutschen und der europäischen Politik verändern das Spielfeld des Kapitalmarktes täglich. Umso wichtiger sind der fortlaufende persönliche Austausch und die themenspezifische Information der Entscheider. Den Rahmen dafür schafft das Deutsche Aktieninstitut mit Konferenzen, Tagungen und Workshops zu aktuellen Schwerpunktthemen. Im zweiten Halbjahr 2014 trafen sich Vertreter der Wirtschaft und der Politik zu elf dieser Veranstaltungen.

## DIE KAPITALMÄRKTE: EINE EINFÜHRUNG

(10. und 11. September 2014)

In einem zweitägigen Seminar erhielten Stipendiaten der Stiftung der Deutschen Wirtschaft (sdw) verschiedener Fachrichtungen eine Einführung in die Funktion und Arbeitsweise der Kapitalmärkte und in die Grundzüge der Kapitalmarktregulierung in Deutschland und Europa. Bei einem Besuch der Frankfurter Wertpapierbörse konnten die Teilnehmer Börsenluft schnuppern. Das Seminar wurde in Zusammenarbeit mit der sdw und der IHK Frankfurt am Main durchgeführt.

## DIE NEUORDNUNG DES MARKTMISSBRAUCHS- RECHTS – AUSWIRKUNGEN AUF DIE PRAXIS

(24. September 2014)

Die sehr gut besuchte Konferenz bot den Teilnehmern einen Überblick über die Neuregelungen des Marktmissbrauchsrechts in Deutschland und Europa. Wichtige Detailregelungen beispielsweise zu Ad-hoc-Publizität, Directors'-Dealings-Meldungen, Insiderlisten oder zum Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation wurden diskutiert.

## DIE HAUPTVERSAMMLUNG IM STETEN WANDEL

(30. September 2014)

Im Rahmen der Jahrestagung wurden aktuelle Gesetzesvorhaben wie die EU-Aktionärsrechterichtlinie, die Aktienrechtsnovelle mit der Einführung eines Record Date für Namensaktien sowie das Vorhaben der Bundesregierung zur Geschlechterquote bei Führungspositionen lebhaft diskutiert. Auch ein aktueller Erfahrungsbericht zur „Aktiendividende“ sowie die Darstellung und Bewertung der jüngsten Rechtsprechung waren Bestandteile des Programms.

# Tagungen

[www.dai.de/veranstaltungen](http://www.dai.de/veranstaltungen)



„Bei Veranstaltungen in Berlin ist das Hauptstadtbüro des Deutschen Aktieninstituts natürlich besonders gefordert. Mein Highlight des Jahres 2014 war die Jahreskonferenz der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, die ich drei Wochen nach meinem Start im Deutschen Aktieninstitut mit organisieren durfte.“

”

**Marina Neuhold**, Sekretariat Hauptstadtbüro, Deutsches Aktieninstitut e.V.



#### WERTPAPIERPROSPEKTRECHT UND ANLEIHE-EMISSIONEN – AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

(9. Oktober 2014)

Rechtliche Neuerungen im Prospekt- und Anleiherecht sowie aktuelle Trends bei Bondemissionen standen im Fokus der Konferenz. Hochkarätige Referenten stellten unter anderem die Delegierte Verordnung zu Prospektnachträgen vor und diskutierten Fragen zur Haftung bei grenzüberschreitenden Emissionen sowie zu anderen rechtlichen Aspekten bei der Emission von Anleihen. Ein Erfahrungsbericht zur Emission der ersten „Panda-Anleihe“ in China rundete das Programm ab.

#### 6. JAHRESTAGUNG BILANZKONTROLLE – AKTUELLE ENTWICKLUNGEN RUND UM ENFORCEMENT, BILANZIERUNG UND ABSCHLUSSPRÜFUNG

(15. Oktober 2014)

Auf der hochkarätig besetzten Veranstaltung sprach unter anderem der Präsident der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung e.V. (DPR), Prof. Dr. Edgar Ernst, über aktuelle Fragen beim Enforcement sowie die Entwicklung des regulatorischen Umfeldes. Zudem referierten Wissenschaftler, Unternehmenspraktiker und Wirtschaftsprüfer über praxisrelevante Aspekte der Bilanzkontrolle und der Rechnungslegung, wie beispielsweise die Accounting-Compliance und die Umsetzung des neuen DRS 20 zur Konzernlageberichterstattung.

#### VERGÜTUNGEN FÜR VORSTÄNDE UND AUFSICHTSRÄTE: AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

(4. November 2014)

Die Konferenz griff aktuelle Trends rund um das Thema Vergütung auf. Dazu gehörten Neuerungen bei Vergütungsstruktur und Vergütungssystemen sowie aktuelle Entwicklungen bei der Aufsichtsratsvergütung und in der Gesetzgebung, insbesondere zum Say-on-Pay und zur Transparenz von Organvergütungen. Aber auch die Beurteilung des Themas Vergütung aus Investorensicht sowie die Frage nach der Angemessenheit der Altersversorgung für Vorstände wurden diskutiert.

#### EU-AKTIONÄRSRECHTERICHTLINIE UND RELATED PARTY TRANSACTIONS

(11. November 2014)

Auf der vom Deutschen Aktieninstitut in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) und Freshfields Bruckhaus Deringer organisierten Konferenz standen die aktuellen Vorschläge der EU-Kommission zu Transaktionen mit verbundenen Unternehmen und nahestehenden Personen zur Diskussion. Mit Vertretern aus Politik, Wissenschaft und Wirtschaft wurde darüber gesprochen, inwieweit die Einräumung von mehr Mitsprache- und Kontrollrechten für Aktionäre negative Auswirkungen auf die Geschäftsführungspraxis von Unternehmen hat und das austarierte Kompetenzgefüge zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung durcheinanderbringt.

#### BRÜSSELER HERBSTEMPfang

(13. November 2014)

Auch der diesjährige Brüsseler Empfang des Deutschen Aktieninstituts bot wieder eine herausragende Gelegenheit zum Austausch über aktuelle und zukünftige Brüsseler Themen zwischen Vorstandsvertretern von Mitgliedsunternehmen, EU-Vertretern in Schlüsselfunktionen und weiteren hochkarätigen Gästen aus Wirtschaft und Politik. Begleitend zur Neuaufstellung der europäischen Institutionen konnte eine Brücke zwischen Wirtschaft und Politik geschlagen werden.

#### BILANZEN LESEN, VERSTEHEN UND VERMITTELN

(20. November 2014)

In der Unternehmensberichterstattung spielen Bilanzen eine herausragende Rolle. Diese richtig zu bewerten und den Lesern Bilanzthemen näher zu bringen, ist eine journalistische Herausforderung. Auf dem Seminar für Journalisten wurden Fragen diskutiert, die von der Entstehung einer Bilanz im Unternehmen über ihre Analyse bis hin zur Berichterstattung in den Medien reichte. Dabei standen die praktischen Aspekte von Auswertung und Kommunikation im Vordergrund.

#### ORGANHAFTUNG IN DER PRAXIS: RECHTSPRECHUNG, PROZESSSTRATEGIE, D&O-VERSICHERUNG

(25. November 2014)

Die zunehmende gerichtliche Verfolgung von Haftungsansprüchen gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat hat nicht nur eine Reformdebatte ausgelöst, sondern stellt Organmitglieder, Unternehmen und Berater auch vor wachsende praktische Herausforderungen. Auf der Konferenz diskutierten Experten mögliche Prozessstrategien, die Nutzung von Schiedsverfahren, die Gestaltung von D&O-Versicherungen und die europäische Sicht auf die Organhaftung.

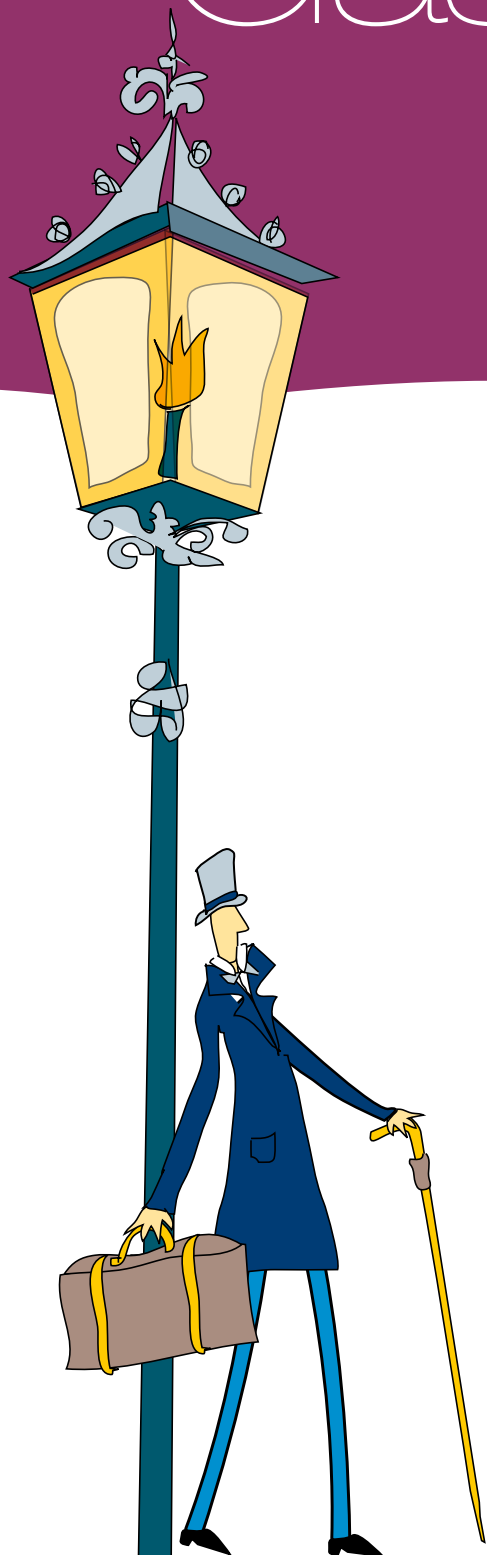
#### UNTERNEHMENSÜBERNAHMEN: RECHTLICHE ASPEKTE, FINANZIERUNG UND KOMMUNIKATION

(1. Dezember 2014)

Aufgrund der hohen Liquiditätsreserven vieler Unternehmen und der günstigen Fremdfinanzierung im Niedrigzinsumfeld mehren sich die Anzeichen, dass der Übernahmemarkt an Fahrt gewinnt. Hochkarätige Referenten stellten die aktuellen Entwicklungen am Übernahmemarkt vor, erläuterten die wesentlichen rechtlichen Aspekte öffentlicher Übernahmen und informierten über die verschiedenen Facetten einer effizienten Kommunikationsstrategie. Ein Praxisvortrag zur Akquisitionsfinanzierung rundete die Konferenz ab.



# Fürth geht ein Gaslicht auf

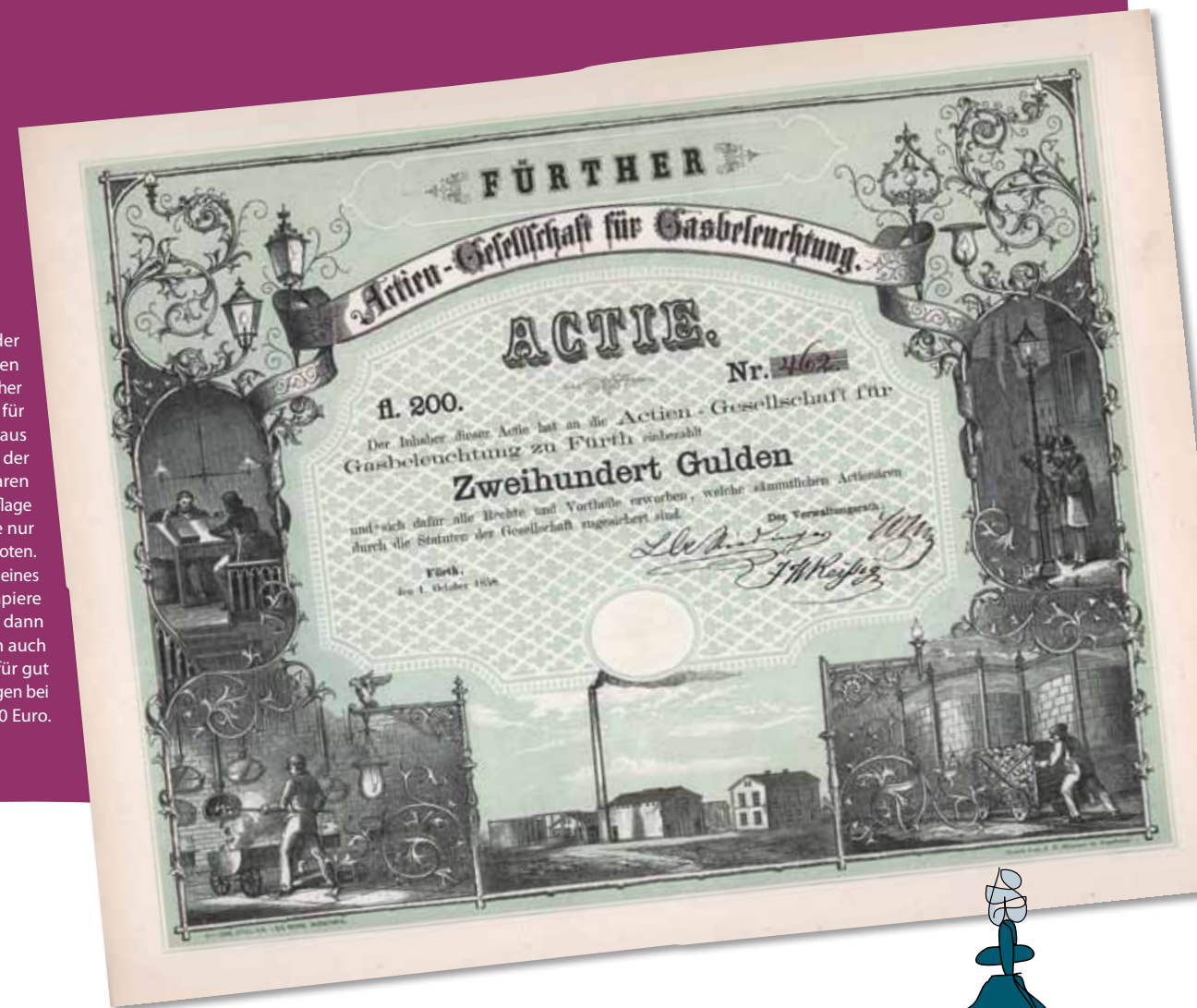


**KAUM VORSTELLBAR** in der heutigen Zeit, in der man vom Weltall aus auf der Erde bei Nacht die großen Metropolen als Lichtflecken erkennen kann: Straßenbeleuchtung war vor 200 Jahren keine Selbstverständlichkeit.

Auch in Fürth sahen die Menschen des Nachts die Hand vor Augen kaum. Das 19. Jahrhundert hatte gerade begonnen, als einige progressive Bürger der Stadt im Jahre 1808 die Beleuchtung der wichtigsten Straßen anregten. Knappe 14 Jahre später war es soweit: 85 Öllaternen brachten Licht ins Dunkel der bayrischen Stadt und legten den Grundstein zur städtischen Erleuchtung, auch wenn die Ölfunzeln insgesamt eher leuchtschwach waren.

Besseres Licht musste her, und glücklicherweise brach bald darauf die Zeit des Leuchtgases an. Mit dem Augsburger Gasapparate-Fabrikanten Ludwig August Riedinger wurde ein Vertrag ausgehandelt, nach dem Riedinger erstens ein Gaswerk errichten und zweitens die Straßenbeleuchtung auf Gasbetrieb umstellen musste. Die Erleuchtung wuchs mächtig, war doch sowohl die Lichtausbeute bei der Gasverbrennung besser, als auch die Zahl der Laternen höher – die stieg im Zuge der Arbeiten auf 233.

Abbildung der äußerst dekorativen Gründeraktie der „Fürther Actien-Gesellschaft für Gasbeleuchtung“ aus dem Jahr 1858. Von der aus 925 Exemplaren bestehenden Erstauflage werden Originale nur äußerst selten angeboten. Kommt doch einmal eines der raren Wertpapiere unter den Hammer, dann entpuppt es sich auch als solcher: Preise für gut erhaltene Stücke liegen bei 1.500 Euro.



## DAS ERSTE GAS FÜR DEUTSCHLAND KAM AUS ENGLAND

Die Erkenntnis, dass aus Steinkohle ein Gas herzustellen ist, welches zu Beleuchtungszwecken verbrannt werden kann, hatten zwei Tüftler namens Hales und Clayton schon in der ersten Hälfte des 18. Jahrhunderts. Aber erst im 19. Jahrhundert wurde die Theorie auch in die Praxis umgesetzt. Die erste Gasgesellschaft ging 1810 in London an den Start. Von England aus bediente die Imperial Continental Gas Association zunächst die deutschen Städte Hannover und Berlin. In der Folge errichteten die größeren deutschen Städte eigene Gasanstalten, um ihren Bürgern mit Hilfe von Leuchtgas heimzuleuchten.

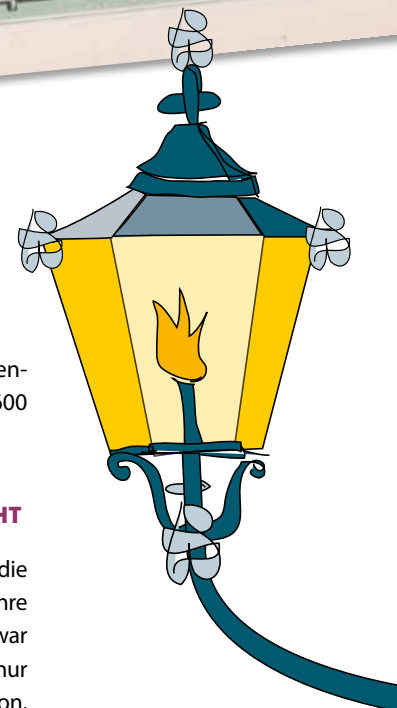
Um die Fürther Investitionen zu finanzieren, kam wieder die Aktie ins Spiel. Am 1. Oktober 1858 wurden von der neu installierten „Fürther Actien-Gesellschaft für Gasbeleuchtung“ 925 Gründeraktien zu je 200

Gulden emittiert. Das größte Stück vom Aktienkuchen verblieb bei der Stadt Fürth, die sich mit 600 Aktien beteiligte.

## DAS LETZTE GASLICHT WURDE 1967 GELÖSCHT

Am Tag darauf wurde das Gaswerk eingeweiht, die Straßenlaternen gingen ans Netz. 1871, also 13 Jahre nach der Premiere, war es dann soweit: ganz Fürth war umgerüstet, sämtliche Straßen und Plätze wurden nur noch mit Gas beleuchtet. Eine Jahrhundertinvestition, wenn man bedenkt, dass erst im Jahre 1967 der letzten Fürther Gaslaterne der Hahn zugezogen wurde.

Die Aktie mit der romantisch anmutenden Gestaltung durch das Xylographische Atelier Leo Bock in München zeigt Holzschnitt-Abbildungen mit Ansichten von Gaswerk, Öfen und Gasometern. Für den Druck der Originale zeichnete die Augsburger Druckerei J.P. Himmer verantwortlich.



# Publikationen und Studien

## 2. Halbjahr 2014

Wertvolles Aktienwissen und aktuelles Kapitalmarkt-Know-how vermittelt das Deutsche Aktieninstitut mit seinen regelmäßig oder anlassbezogen erscheinenden Publikationen und Studien. Die „starke Stimme des Kapitalmarktes“ zeigt damit Präsenz bei einem breiten Fachpublikum. So wirkt das Deutsche Aktieninstitut im Sinne seiner Mitglieder aktiv an der Gestaltung und Stärkung des Kapitalmarktes mit.

### STUDIE ZUR REGULIERUNG DER AKTIENBERATUNG (10. Juli 2014)

Die Studie dokumentiert die Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts bei Banken und Sparkassen zu den Folgen der Neuregulierung der Aktienberatung, insbesondere durch die Pflicht zur Erstellung von Beratungsprotokollen und Produktinformationsblättern. Zentrales Ergebnis der Studie ist, dass sich rund ein Fünftel der Umfrageteilnehmer wegen der zunehmenden Regulierungsdichte aus der Aktienberatung zurückgezogen haben. Gleichzeitig zeigt der enorme Anstieg des beratungsfreien Aktiengeschäfts, dass Kunden in Folge der „bürokratisierten“ Aktienberatung zunehmend zu „Selbstentscheidern“ werden. Insgesamt gehen mit den Banken und Sparkassen wichtige Botschafter für die Aktie verloren, die auf die Vorteile der Aktienanlage hinweisen und über den richtigen Umgang mit Aktien informieren. Das Deutsche Aktieninstitut hält eine Neujustierung der Regulierung der Anlageberatung deshalb für dringend erforderlich.

### DAX-RENDITE-DREIECK DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS (Juli 2014)

Seine Rendite-Dreiecke illustrieren das Credo des Deutschen Aktieninstituts: Mit breiter Streuung und langfristigem Anlagehorizont bietet die Aktienanlage überlegene Renditechancen, und gleichzeitig sind die Risiken kurzfristiger Kursschwankungen beherrschbar. Das Ende Juli

veröffentlichte Rendite-Dreieck mit den DAX-Renditen der letzten 50 Jahre zeigt die langfristige Entwicklung der Aktienanlage in deutsche Standardwerte bis zum 30. Juni 2014. Aktien oder Aktienfonds sollten – natürlich in Abhängigkeit von der persönlichen Lebenssituation – ein fester Bestandteil der Vermögensbildung und Altersvorsorgestrategie sein. Auch bei geringem Zeitaufwand können Anleger von der Aktie einen hohen Ertrag erwarten, sofern sie auf eine ausreichende Streuung und eine langfristige Ausrichtung achten.

### KURVENLAGE 1. HALBJAHR 2014, SCHWERPUNKT: EUROPA HAT GEWÄHLT (Juli 2014)

Bereits zum zweiten Mal hat das Deutsche Aktieninstitut im Juli seine „Kurvenlage“ veröffentlicht. Der halbjährlich erscheinende Bericht spiegelt die politische Arbeit des Instituts wider und gibt mit aktuellen Beiträgen Anregungen zu kapitalmarktrelevanten Themen. In der aktuellen Ausgabe mit dem Schwerpunkt Europa reflektierten Autoren wie der Chefvolkswirt der Allianz AG, Prof. Dr. Michael Heise, den Ausgang der Europawahl. Beiträge von Dr. Jens Weidmann, Präsident der Deutschen Bundesbank, und Werner Baumann, Präsident des Deutschen Aktieninstituts, widmeten sich der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung der Kapitalmärkte und der Wiederbelebung der Innovationsfinanzierung über die Börse. Darüber hinaus berichtete die „Kurvenlage“ in Bild und Text über die Jahreskonferenz der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, die in diesem Jahr zu Gast bei der Deutschen Telekom in Berlin war.

### NEWSLETTER FÜR MITGLIEDER DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

Mit seinem elektronischen Newsletter, den das Deutsche Aktieninstitut seinen Mitgliedern regelmäßig und exklusiv zur Verfügung stellt, informiert es zeitnah und in komprimierter Form über aktuelle Entwicklungen zu den nationalen und internationalen Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt. Daneben wird auch auf neue Aktivitäten, Veranstaltungen und Publikationen des Deutschen Aktieninstituts hingewiesen. Weiterführende Links ermöglichen es, zum Thema gehörende Dokumente und Informationen abzurufen.

### JAHRESPARTNERSCHAFT MIT DEM GOINGPUBLIC MAGAZIN

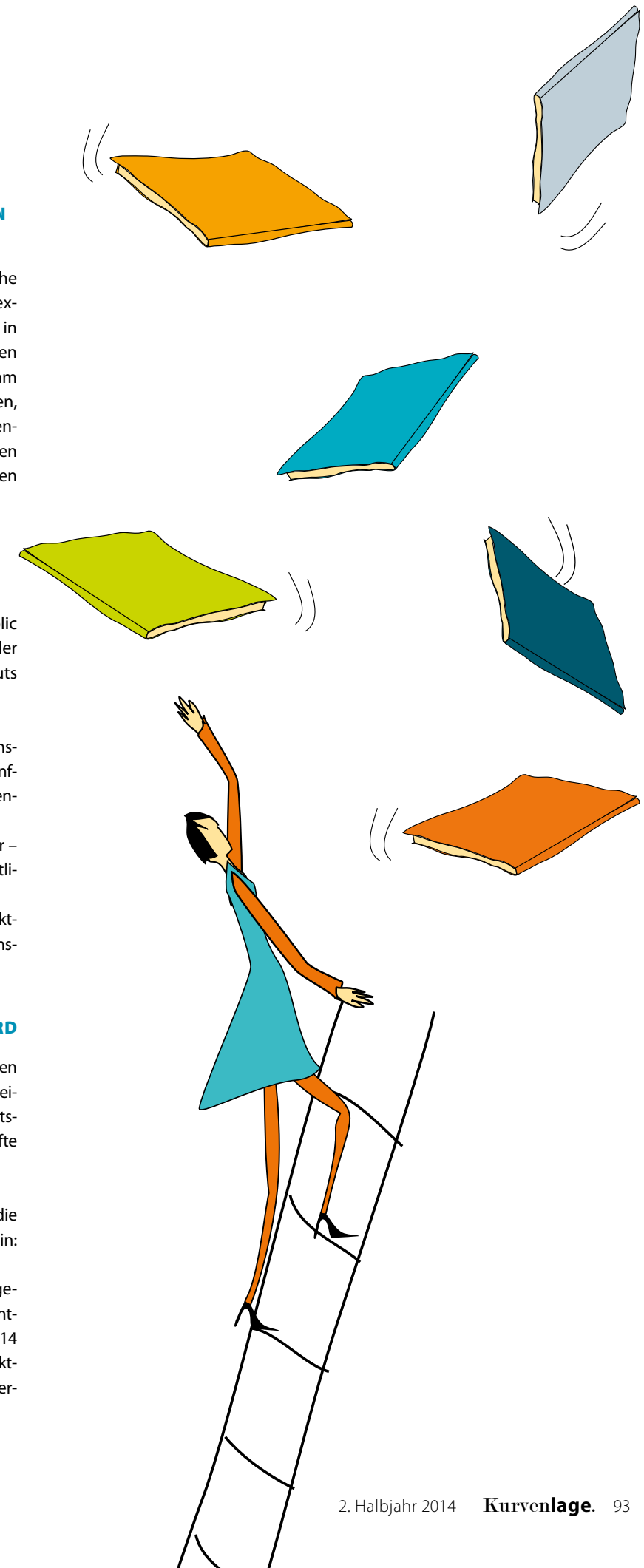
Im Rahmen der Jahrespartnerschaft mit dem GoingPublic Magazin sind im 2. Halbjahr 2014 drei Beiträge von oder Interviews mit Mitarbeitern des Deutschen Aktieninstituts in Publikationen des GoingPublic-Verlages erschienen:

- Dr. Claudia Royé und Dr. Gerrit Fey, Marktmissbrauchsverordnung ändert Kapitalmarkt-Compliance – Künftige Neuerungen und Änderungen der Emittentenpflichten, in: GoingPublic Magazin 12/2014
- Dr. Cordula Heldt, Deutsches Konzernrecht in Gefahr – Entwurf zur überarbeiteten EU-Aktionärsrechterichtlinie, in: HV Magazin 02/2014
- Interview mit Dr. Christine Bortenlänger, Geldmarktfonds haben eine wichtige Rolle für die Unternehmensfinanzierung, in: VentureCapital Magazin 10/2014

### ZUSAMMENARBEIT MIT DER ZEITSCHRIFT BOARD

Seit April 2014 ist das Deutsche Aktieninstitut mit der festen Kolumne „Aus dem Deutschen Aktieninstitut“ in der zweimonatlich erscheinenden BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland vertreten. In der zweiten Jahreshälfte wurden folgende Beiträge veröffentlicht:

- Holger Lehnen, Die Kodexkommission steht für die deutsche Corporate Governance – auch in Europa, in: BOARD 4/2014
- Dr. Christine Bortenlänger und Maximilian Lück, Ausgestaltung des Compliance-Systems muss in der Verantwortung des Unternehmens bleiben, in: BOARD 5/2014
- Dr. Gerrit Fey und Dr. Claudia Royé, Die neue EU-Marktmissbrauchsverordnung – Meldepflichten für Unternehmen und Organmitglieder, in: BOARD 6/2014.



# Bewag elektrisiert Berlin

**DIE GESCHICHTE DER BERLINER BEWAG** ist auch ein Stück deutsch-deutscher Historie. Nach Ende des Zweiten Weltkriegs verlor der Konzern mit den Ost-Berlinern 40 Prozent seiner Kunden. Zur Wiedervereinigung in Sachen Energie kam es in Berlin Anfang der 1990er Jahre. Ihr neues Heim hat die Berliner Energieversorgung im europäischen Konzern Vattenfall.

Knapp ein Jahr nach Gründung der „Deutschen Edison-Gesellschaft für angewandte Elektrizität“ brachte diese am 8. Mai 1884 die „Städtische Elektrizitäts-Werke AG“ auf den Weg – den Vorläufer der stadteigenen „Berliner Städtische Elektrizitätswerke AG“, die 1923 gegründet wurde. Das Kürzel Bewag war geboren, nicht einfach ein Unternehmensname, sondern vielmehr eine Marke.

Berlin und Strom, das passte schon immer. Als im Jahre 1882 Berlins Oberbürgermeister Max von Forckenbeck 36 elektrische Bogenlampen in Betrieb nahm, war das gleichzeitig die Geburtsstunde der elektrischen Straßenbeleuchtung, welche Gas als bewährtes Leuchtmittel für den öffentlichen Raum nach und nach verdrängte.

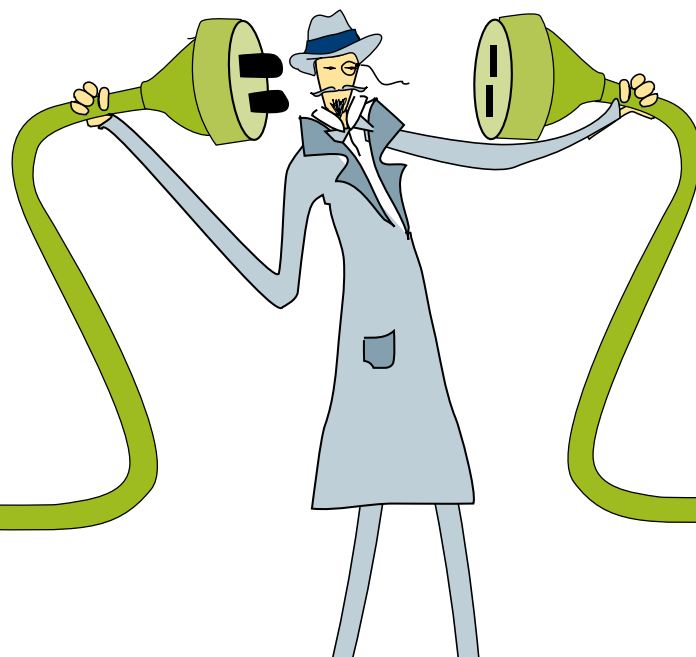
## BERLIN, DIE STADT DER ELEKTRIZITÄT

Der technische Fortschritt und gute Startbedingungen zogen weitere Unternehmen aus der Branche Elektro in die Stadt. Berlin mutierte zum Mittelpunkt in Sachen Elektrizität – das Etikett „Elektropolis“ ist auch heute noch durchaus gängiger Sprachgebrauch.

Im Strudel der Weltwirtschaftskrise stand Berlin am Rande der Pleite und musste neues Kapital erlösen. Man tat sich in der Politik nicht leicht und verkaufte die Bewag 1931 dann doch an die privatwirtschaftlich getragene Bekula, auch ein Kürzel, und zwar für Berliner Kraft- und Licht-AG. Der Kaufpreis betrug 560 Millionen Reichsmark, der Name Bewag blieb erhalten.

## DER BAU DER „STROMMAUER“

Schon 1948 begann die sowjetische Zentralkommandantur in Berlin eine Mauer zu errichten, nicht physisch sichtbar,



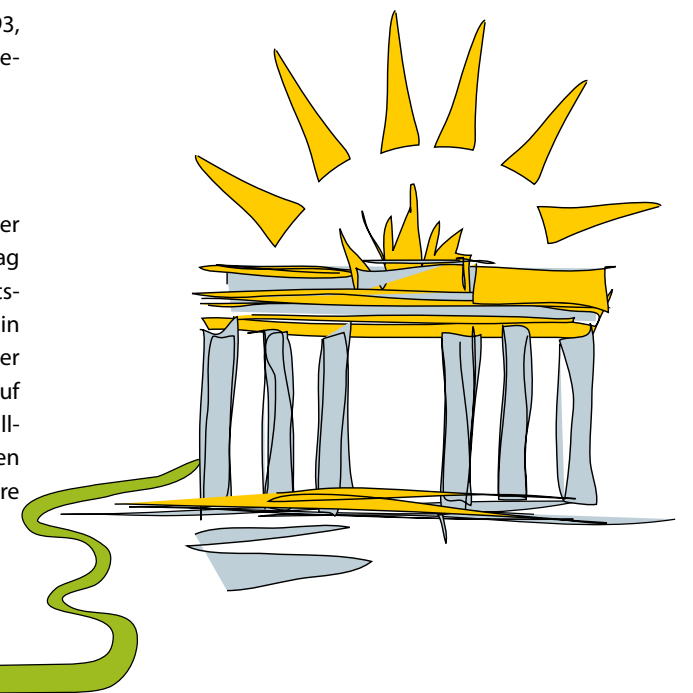
aber für den Stromlieferanten unüberwindlich: Der Bewag wurde die Kontrolle über den Ostsektor der Stadt genommen, mit einem Schlag verlor sie 40 Prozent ihrer Kunden. Vier Jahre später kappten die Sowjets den Anschluss West-Berlins an das Verbundnetz, und West-Berlin wurde zur Strominsel.

Nachdem die folgenden Jahrzehnte bis zur Wende für die Bewag eher spannungsarm verliefen, erfolgte die Wiedervereinigung im Berliner Strommarkt im Jahr 1993, als die Bewag und ihr Ost-Berliner Pendant, die Energieversorgung Berlin AG (Ebag) verschmolzen wurden.

## BEWAG IM BLICKFELD DER ENERGIERIESEN

Ab 1997 dann wurde der traditionelle Energieversorger zum Spielball größerer Konzerne und die Ära Bewag näherte sich dem Ende. Das Land Berlin als Mehrheits-eigner verkaufte seine Bewag-Papiere zunächst an ein Konsortium aus Veba, Viag und Southern Energy. Der Fusion von Veba und Viag zu E.ON folgte der Verkauf von 49,9 Prozent der Bewag-Aktien an die Vattenfall-Tochter HEW im Januar 2001. Im Dezember des gleichen Jahres konnte Vattenfall von Southern Energy weitere 44,8 Prozent der Bewag-Wertpapiere erwerben.

Der Name Bewag hat sich hartnäckig ins öffentliche Bewusstsein einprägt. Der offizielle Börsenname Bekula konnte der Bezeichnung Bewag nie den Rang ablaufen. Das gemeinsame Verschwinden beider Namen aus dem Börsengeschäft fiel ins Jahr 2003. Der schwedische Energiekonzern Vattenfall versuchte, alle noch am Markt befindlichen Aktien zu erwerben. Nach einem Squeeze-out wurden später auch die Aktien von Minderheitsaktionären an den schwedischen Mutterkonzern übertragen, so dass die Börsennotierung im Jahr 2008 endete.



# Arbeitskreise

Kapitalmarktrechtliche und wirtschaftsbezogene Themen stehen im Fokus der Arbeitskreise des Deutschen Aktieninstituts. Diese bieten den Mitgliedsunternehmen die Möglichkeit, sich über aktuelle Themen aus diesen Bereichen auszutauschen und gemeinsame Positionen zu formulieren. Einige Arbeitskreise des Deutschen Aktieninstituts bestehen bereits seit Jahren, wie etwa der Arbeitskreis Emittenten. Dessen Mitglieder treffen sich in regelmäßigen Abständen zum Informationsaustausch über aktuelle kapitalmarktrechtliche Entwicklungen. Daneben gibt es projektbegleitende Arbeitskreise wie beispielsweise den Arbeitskreis Belegschaftsaktie.

Im **Arbeitskreis Corporate Finance/Treasury**, der sich als Sprachrohr der deutschen Industrie in Kapitalmarktfragen etabliert hat, treffen sich Mitarbeiter aus den Abteilungen Finanzierung und Treasury der Mitgliedsunternehmen des Deutschen Aktieninstituts zu Meinungsaustausch und politischer Positionierung insbesondere in Finanzierungsfragen der Realwirtschaft. Auch Gespräche mit der Politik, den Aufsichtsbehörden und anderen Marktteilnehmern werden geführt. Die wichtigsten Themen des letzten Halbjahrs waren die Anforderungen der Derivateregulierung EMIR, die Finanzmarktrichtlinie MiFID II/MiFIR sowie die Finanztransaktionssteuer. Außerdem befasste sich der Arbeitskreis mit der Regulierung von Geldmarktfonds und Indizes sowie mit dem Vorhaben eines Trennbankensystems in Europa.

Der **Arbeitskreis Emittenten** bietet den Vertretern von Rechts- und Investor-Relations-Abteilungen der börsennotierten Mitgliedsunternehmen des Deutschen Aktieninstituts ein Forum, sich auszutauschen und zu vernetzen. Seine Diskussionen bilden eine wichtige Grundlage für die politischen Stellungnahmen des Deutschen Aktieninstituts. Im zweiten Halbjahr 2014 befasste sich der Arbeitskreis unter anderem mit der EU-Aktionärsrichtlinie, den Level-2-Maßnahmen der EU-Marktmissbrauchsverordnung sowie dem Gesetzentwurf zur Geschlechterquote. Ein wichtiges Thema war auch die veränderte gesetzliche Berechnungsgrundlage für die Umlagefinanzierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Im Zuge des Herbstempfangs des Deutschen Aktieninstituts tagte der Arbeitskreis im November 2014 in Brüssel und diskutierte mit hochrangigen Gästen aktuelle Regulierungsvorhaben der Europäischen Union.

Aus dem **Arbeitskreis Wertpapierprospekte/Anleihen** gingen im zweiten Halbjahr 2014 zwei Stellungnahmen hervor. Hinsichtlich des Kleinanlegerschutzgesetzes konnte erreicht werden, dass Commercial-Paper-Programme und Schulscheindarlehen nunmehr laut Gesetzesbegründung grundsätzlich nicht dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes unterliegen. Zuletzt wurde eine Stellungnahme zu den Draft Regulatory Technical Standards der ESMA hinsichtlich der Billigung und Veröffentlichung von Prospekten erarbeitet. Innerhalb des Arbeitskreises wurden ferner die Auswirkungen des EuGH-Timmel-Urteils und die anstehende Überarbeitung der Prospekttrichtlinie diskutiert und sich zu den Erfahrungen mit den Aufsichtsbehörden ausgetauscht.

Im **Arbeitskreis zum Thema Nachhaltigkeit** standen im zweiten Halbjahr 2014 die Stellungnahme zum Änderungsentwurf des Deutschen Nachhaltigkeitskodex sowie die Teilnahme an der Online-Konsultation der EU zu zukünftigen CSR-Schwerpunkten im Vordergrund. Auch das Thema „Integrierter vs. Separater Nachhaltigkeitsbericht“ wurde im Rahmen einer kurzen Umfrage diskutiert.

Der im Jahr 2014 neu etablierte **Arbeitskreis Debt IR** hat das Ziel, den Status Quo der Kapitalmarktkommunikation und Investorenansprache im Bereich von Unternehmensanleihen zu diskutieren und die Debt IR insgesamt weiterzuentwickeln. Der Arbeitskreis spiegelt wider, dass das Deutsche Aktieninstitut ein breites Spektrum von Finanzierungsinstrumenten adressiert, in dem Unternehmensanleihen naturgemäß einen festen Platz haben.

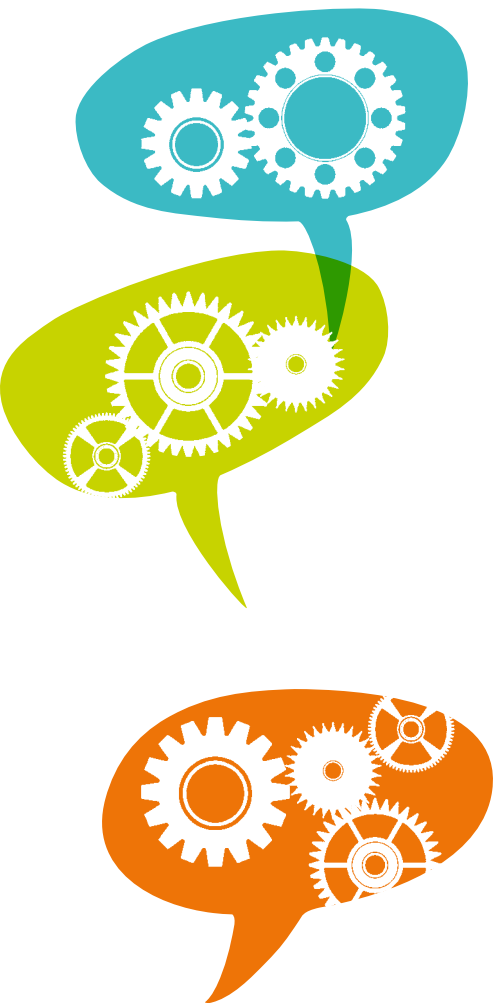
## 2. Halbjahr 2014

Nach der erfolgreichen Auftaktveranstaltung im Frühjahr 2014 hat der **Arbeitskreis Belegschaftsaktie** des Deutschen Aktieninstituts im Herbst 2014 im Rahmen eines Workshops erneut zum Thema diskutiert. Wesentlicher Kern war es, das Lobbying „Pro Belegschaftsaktie“ zu forcieren. Mit Professor Matthias Zimmer, MdB und stellvertretender Vorsitzender des Bundestagsausschusses für Arbeit und Soziales, stand ein profunder Kenner der politischen Gegebenheiten als Gesprächspartner zur Verfügung. Die stark gestiegene Teilnehmerzahl zeigt, dass dieser Austausch von den Unternehmen sehr geschätzt wird. Aus dem Arbeitskreis heraus wurde ein Positionspapier entwickelt, in dem Wege zu einer weiteren Verbreitung von Belegschaftsaktien in Deutschland aufgezeigt werden.

Der **Arbeitskreis Europäisches Kapitalmarktrecht**, dem Juristen der führenden Wirtschaftskanzleien aus dem Mitgliederkreis des Deutschen Aktieninstituts angehören, tagte im Juli bei der Kanzlei Linklaters und im November 2014 bei der Kanzlei CMS Hasche Sigle. Die Teilnehmer diskutierten das Thema Delisting nach dem „Frosta“-Urteil des BGH, die Einführung eines Unternehmensstrafrechts, auch unter verfassungsrechtlichen Aspekten (Gast: Prof. Dr. Matthias Jahn, Goethe-Universität Frankfurt am Main), die Rahmenbedingungen des IPO-Marktes für kleine und mittlere Unternehmen sowie das Thema „Related Party Transactions“.



# Kräfte bündeln für starke Finanzmärkte



## VORSTAND UND PRÄSIDIUM DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS ZUM 31. DEZEMBER 2014

|                               |                                                                     |                                   |                                                                                |
|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Dominik Asam</b>           | Infineon Technologies AG, Neubiberg                                 | <b>Friedrich von Metzler</b>      | Bankhaus Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, Frankfurt am Main                      |
| <b>Werner Baumann</b>         | Bayer AG, Leverkusen (Präsident)                                    | <b>Karl-Heinz Moll</b>            | WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, Düsseldorf               |
| <b>Rainer Beaujean</b>        | Gerresheimer AG, Düsseldorf                                         | <b>Luka Mucic</b>                 | SAP SE, Walldorf                                                               |
| <b>Thomas Brand</b>           | The Bank of New York Mellon, Frankfurt am Main                      | <b>Torsten Murke</b>              | BNP Paribas S.A., Frankfurt am Main                                            |
| <b>Georg Denoke</b>           | Linde AG, München (Präsidium)                                       | <b>Dr. Klaus Patzak</b>           | OSRAM Licht AG, München                                                        |
| <b>Alexander Doll</b>         | Barclays Bank PLC, Frankfurt am Main                                | <b>Hans Peter Peters</b>          | Lincoln International LLC, Frankfurt am Main                                   |
| <b>Dr. Bernhard Düttmann</b>  | Lanxess AG, Leverkusen                                              | <b>Hans Dieter Pötsch</b>         | Volkswagen AG, Wolfsburg                                                       |
| <b>Dr. Friedrich Eichiner</b> | BMW AG, München                                                     | <b>Gregor Pottmeyer</b>           | Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main (Präsidium)                               |
| <b>Dr. Hans-Ulrich Engel</b>  | BASF SE, Ludwigshafen (Präsidium)                                   | <b>Dr. Andreas Prectel</b>        | FIL Investments Services GmbH, Kronberg                                        |
| <b>Stephan Engels</b>         | Commerzbank AG, Frankfurt am Main                                   | <b>Dr. Lutz Raettig</b>           | Morgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main                                      |
| <b>Dr. Wolfgang Fink</b>      | Goldman Sachs AG, Frankfurt am Main                                 | <b>Ulrich W. Reinholdt</b>        | AIG Europe Ltd. / AIG Century GmbH & Co. KGaA, Frankfurt am Main               |
| <b>Mark Frese</b>             | Metro AG, Düsseldorf                                                | <b>Lawrence A. Rosen</b>          | Deutsche Post AG, Bonn                                                         |
| <b>Henning Gebhardt</b>       | DWS Investment GmbH, Frankfurt am Main                              | <b>Prof. Dr. Bernd Rudolph</b>    | Ludwig-Maximilians-Universität, München                                        |
| <b>Dr. Bernhard Günther</b>   | RWE AG, Essen                                                       | <b>Michael Rüdiger</b>            | DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt am Main                              |
| <b>Lars Hille</b>             | DZ Bank AG, Frankfurt am Main                                       | <b>Gisbert Rühl</b>               | Klöckner & Co. SE, Duisburg                                                    |
| <b>Timotheus Höttges</b>      | Deutsche Telekom AG, Bonn                                           | <b>Klaus Schäfer</b>              | E.ON SE, Düsseldorf (Präsidium)                                                |
| <b>Peter Hofbauer</b>         | UniCredit Bank AG, München                                          | <b>Hans Richard Schmitz</b>       | Hamborner REIT AG, Duisburg                                                    |
| <b>Dr. Thomas Kabisch</b>     | MEAG MUNICH ERGO Asset Management GmbH, München                     | <b>Prof. Dr. Stephan Schüller</b> | Bankhaus Lampe KG, Düsseldorf                                                  |
| <b>Dirk Kaliebe</b>           | Heidelberger Druckmaschinen AG, Heidelberg                          | <b>Dr. Ralf P. Thomas</b>         | Siemens AG, München (Präsidium)                                                |
| <b>Carsten Knobel</b>         | Henkel AG & Co. KGaA, Düsseldorf                                    | <b>Bodo Uebber</b>                | Daimler AG, Stuttgart (Präsidium)                                              |
| <b>Dr. Jürgen Köhler</b>      | SGL Carbon SE, Wiesbaden                                            | <b>Dr. Jens Weidmann</b>          | Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main (Präsidium)                             |
| <b>Stefan Krause</b>          | Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Präsidium)                     | <b>Jens Wilhelm</b>               | Union Asset Management Holding AG, Frankfurt am Main (Präsidium)               |
| <b>Rainer Krick</b>           | Helaba Landesbank Hessen- Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main | <b>Ute Wolf</b>                   | Evonik Industries AG, Essen                                                    |
| <b>Thomas Kusterer</b>        | EnBW Energie Baden-Württemberg AG, Karlsruhe                        | <b>Dr. Maximilian Zimmerer</b>    | Allianz SE, München (Präsidium)                                                |
| <b>Dr. Rainer Langel</b>      | Macquarie Capital (Europe) Ltd., Frankfurt am Main                  | <b>Dr. Christine Bortenlänger</b> | Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt am Main (Geschäftsführender Vorstand) |
| <b>Simone Menne</b>           | Deutsche Lufthansa AG, Köln                                         |                                   |                                                                                |
| <b>Lutz Meschke</b>           | Dr.-Ing. h.c. F. Porsche AG, Stuttgart                              |                                   |                                                                                |

„Als Nachfolgerin von Frau Dinges im Chefsekretariat freue ich mich auf die neuen Aufgaben und Herausforderungen. Mit der Organisation des Herbstempfangs und der Gremiensitzungen des Deutschen Aktieninstituts am 13. November in Brüssel habe ich meine erste Bewährungsprobe erfolgreich gemeistert.“



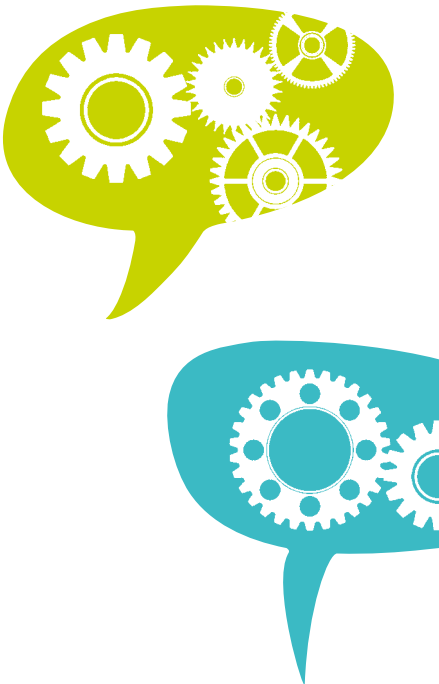
**Alexandra Claas**, Assistentin Geschäftsführender Vorstand, Deutsches Aktieninstitut e.V.

## Mitglieder

Per 31. Dezember 2014 verzeichnete das Deutsche Aktieninstitut 174 Mitgliedsunternehmen sowie 63 persönliche Mitgliedschaften.

Das Deutsche Aktieninstitut ist Mitglied im europäischen Emittentenverband EuropeanIssuers, der European Association for Share Promotion (EASP), der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung DPR e.V. und des Centre for European Policy Studies (CEPS) in Brüssel.

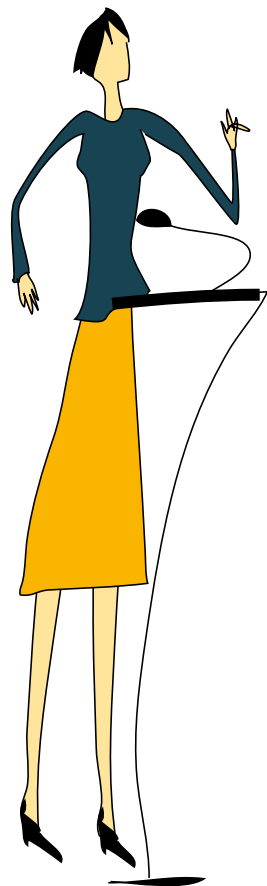
Als alleiniger Gesellschafter hält das Deutsche Aktieninstitut 100 Prozent der Anteile der Deutsches Börsenfernsehen GmbH.



# Gastredner\* bei

## 2. Halbjahr 2014

Mit seinen Veranstaltungen gibt das Deutsche Aktieninstitut hochkarätigen Referenten eine exklusive Bühne. Die Veranstaltungsteilnehmer erhalten Einblicke in Kapitalmarktthemen und Institutionen, erfahren Hintergründe zum aktuellen Marktgeschehen und können dieses Wissen für fundierte eigene Entscheidungen nutzen.



**Jochen Artzinger-Bolten**  
Partner, White & Case LLP,  
Frankfurt am Main

**Werner Baumann**  
Mitglied des Vorstands, Bayer AG,  
Leverkusen

**Charlotte Blum**  
Referentin, Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht,  
Frankfurt am Main

**Dr. Ulrich Brandt**  
Senior Legal Counsel M&A/ECM,  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt am Main

**Michael Brücks**  
Vice President Principles, Policies  
and Research, Deutsche Telekom AG,  
Bonn

**Dr. Henning Curti**  
Executive Director, Ernst & Young  
GmbH WPG, Hamburg

**Ralph Dietrich**  
External Reporting, OSRAM Licht AG,  
München

**Dr. Peter A. Doetsch**  
Rechtsanwalt und Mediator, Wiesbaden

**Claus Düppe**  
Geschäftsführer, Düppe Financial Lines  
Broking & Consulting GmbH,  
Frankfurt am Main

**Prof. Dr. Edgar Ernst**  
Präsident, Deutsche Prüfstelle für  
Rechnungslegung DPR e.V., Berlin

**Thomas Eufinger**  
Abteilungspräsident, Bundesanstalt  
für Finanzdienstleistungsaufsicht,  
Frankfurt am Main

**Dr. Johannes Fechner**  
Mitglied des Deutschen Bundestages,  
Rechtspolitischer Sprecher der  
SPD-Bundestagsfraktion, Berlin

**Dr. Klaus-Peter Feld**  
Mitglied des geschäftsführenden  
Vorstands, Institut der Wirtschaftsprüfer  
in Deutschland e.V., Düsseldorf

**Karl-Heinz Feldmann**  
General Counsel, Chief Compliance  
Officer, E.ON SE, Düsseldorf

# Veranstaltungen

**Markus Ferber**  
Mitglied des Europäischen  
Parlaments, Erster stellvertretender  
Vorsitzender des Ausschusses für  
Wirtschaft und Währung, Brüssel

**Prof. Dr. Holger Fleischer**  
Direktor, Max-Planck-Institut für  
ausländisches und internationales  
Privatrecht, Hamburg

**Christian Gehling**  
Partner, SZA Schilling, Zutt &  
Anschütz Rechtsanwälts AG,  
Frankfurt am Main

**Dr. Catrin Gesellensetter**  
Freie Wirtschaftsjournalistin,  
München

**Dr. Cornelius Götze**  
Partner, Gleiss Lutz,  
Frankfurt am Main

**Karla Gromer**  
Counsel, Daimler AG,  
Stuttgart

**Dr. Hendrik Haag**  
Partner, Hengeler Mueller,  
Frankfurt am Main

**Stephan Heinemann**  
Partner, Taylor Wessing Deutschland  
Partnerschaftsgesellschaft,  
München

**Dr. Tobias Heinrich**  
Local Partner, White & Case LLP,  
Frankfurt am Main

**Dr. Sebastian Heintges**  
Partner, PricewaterhouseCoopers  
AG WPG, Frankfurt am Main

**Lord Jonathan Hill**  
Kommissar für Finanzstabilität,  
Finanzdienstleistungen und  
Kapitalmarktunion,  
Europäische Kommission,  
Brüssel

**Dr. Holger Hofmeister**  
Counsel, Skadden, Arps, Slate,  
Meagher & Flom LLP and Affiliates,  
Frankfurt am Main

**Dr. Alexander Juschus**  
Geschäftsführer, IVOX GmbH,  
Karlsruhe

**Dr. Jürgen van Kann**  
Partner, Fried, Frank, Harris,  
Shriver & Jacobson LLP  
Frankfurt am Main

**Martin Kaspar**  
Manager, PricewaterhouseCoopers  
AG WPG, Frankfurt am Main

**Dr. Markus Kaum**  
Rechtsabteilung, Münchner Rück-  
versicherungs-Gesellschaft,  
München

**Dr. Lutz Krämer**  
Partner, White & Case LLP,  
Frankfurt am Main

**Dr. Hartmut Krause**  
Partner, Allen & Overy LLP  
Frankfurt am Main

\* in ihrer Funktion zum Zeitpunkt des Vortrags



# Gastredner\*

bei Veranstaltungen  
2. Halbjahr 2014

## Ralph R. Lange

Practice Leader Executive Compensation, Towers Watson GmbH, Frankfurt am Main

## Prof. Dr. Katja Langenbucher

Professur für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht Goethe-Universität, Frankfurt am Main

## Dr. Dieter Leuring

Partner, Flick Gocke Schaumburg, Bonn

## Sebastian Maerker

Partner, Clifford Chance LLP, Frankfurt am Main

## Dr. Andreas Meyer

Managing Director, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

## Dr. Hans-Werner Neye

Leiter des Referats Europäisches Gesellschaftsrecht, Konzernrecht Recht der Umstrukturierung, Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, Berlin

## Dr. Stefan Rothweiler

Director, BASF SE, Ludwigshafen

## Christoph Schlienkamp

Leiter Aktienresearch, Bankhaus Lampe KG, Düsseldorf

## Burkhard Schneider

Partner, Clifford Chance LLP, Frankfurt am Main

## Paul Scott

Partner, Brunswick Group GmbH, Frankfurt am Main

## Prof. Dr. Christoph H. Seibt

Partner, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Hamburg

## Christoph Seidel

Senior German M&A Banker, JP Morgan AG, Frankfurt am Main

## Dr. Jochen Seitz

Partner, Mayer Brown LLP, Düsseldorf

## Jürgen Seitz

Bayerischer Rundfunk, München

## Dr. Stephan Semrau

Leiter Gesellschaftsrecht, Bayer AG, Leverkusen

## Regine Slepmann

Senior Manager, hkp Deutschland GmbH, Frankfurt am Main

”

„Von der Tasse Kaffee bis zum WLAN-Zugang stelle ich unseren Gästen alles zur Verfügung, was sie während ihres Aufenthalts im Deutschen Aktieninstitut benötigen. Auch die Gastredner unserer Veranstaltungen werden von uns rundum betreut. Ein freundliches Lächeln ist immer mit dabei.“



Ilona Hix, Sekretariat Dr. Leven, Deutsches Aktieninstitut e.V.

## Prof. Dr. Stefan Simon

Partner, Flick Gocke Schaumburg, Bonn

## Ingo Speich

Senior Portfolio Manager, Union Investment Privatfonds GmbH, Frankfurt am Main

## Prof. Dr. Christoph Teichmann

Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Handels- und Gesellschaftsrecht, Julius-Maximilians-Universität, Würzburg

## Prof. Dr. Bettina Thormann

Vizepräsidentin, Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung DPR e.V., Berlin

## Matthias Freiherr von Tiesenhausen

Director and Senior Counsel, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

## Prof. Dr. Rüdiger Veil

Alfried-Krupp-Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht, Bucerius Law School, Hamburg

## Dr. Sven Vorstius

Head of Capital Markets, Bayer AG, Leverkusen

## Dr. Stephan Waldhausen

Partner, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Düsseldorf

## Dr. Robert Weber

Partner, White & Case LLP, Berlin

## Dr. Winfried Wegmann

Rechtsabteilung, Deutsche Telekom AG, Bonn

## Mark Weinmeister

Hessischer Staatssekretär für Europaangelegenheiten, Wiesbaden

## Dr. Heiko Willems

Leiter der Abteilung Recht und Versicherung, Bundesverband der Deutschen Industrie e.V., Berlin

## Solms U. Wittig

Chief Legal Officer, Linde AG, München

## Karsten Wöckener

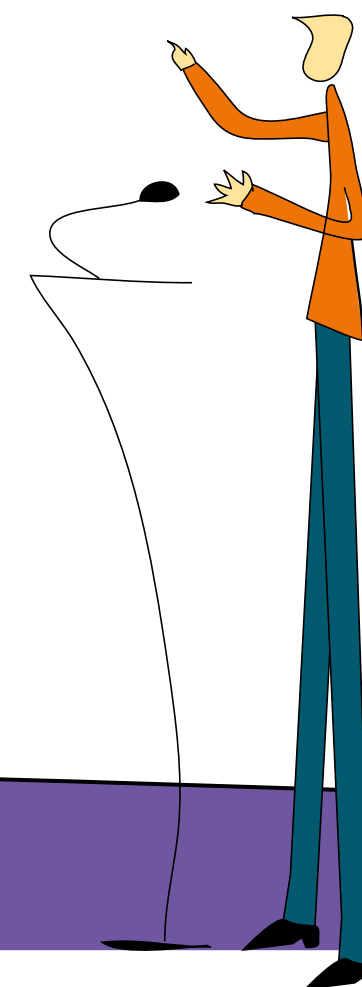
Partner, White & Case LLP, Frankfurt am Main

## Dr. Oliver Wulff

Partner, Weiss, Walter, Fischer-Zernin, München

## Prof. Dr. Henning Zülch

Lehrstuhl für Accounting und Auditing, HHL Leipzig Graduate School of Management, Leipzig



\* in ihrer Funktion zum Zeitpunkt des Vortrags

# Ansprechpartner

**Dr. Christine Bortenlänger**

Geschäftsführender Vorstand  
bortenlaenger@dai.de Tel. +49 69 92915-21

**Dr. Franz-Josef Leven**

Stellvertretender Geschäftsführer  
leven@dai.de Tel. +49 69 92915-24

**Dr. Uta-Bettina von Altenbockum**

Leiterin Presse- und Öffentlichkeitsarbeit  
altenbockum@dai.de Tel. +49 69 92915-47

**Jan Bremer**

Leiter des EU-Verbindungsbüros  
bremer@dai.de Tel. +32 2 5030164

**Alexandra Claas**

Assistentin Geschäftsführender Vorstand  
Veranstaltungsmanagement  
claas@dai.de Tel. +49 69 92915-43

**Sieglinde Dinges**

Sekretariat Dr. Bortenlänger  
(ab 1. März 2015 im Ruhestand)  
dinges@dai.de Tel. +49 69 92915-23

**Elisenda Fàbrega Pascual**

Veranstaltungsmanagement  
(derzeit in Elternzeit)

**Dr. Gerrit Fey**

Leiter Kapitalmarktpolitik  
fey@dai.de Tel. +49 69 92915-41

**Claudia Franke**

Buchhaltung und Finanzen  
franke@dai.de Tel. +49 69 92915-42

**Sabine Heimbach**

Leiterin des Hauptstadtbüros  
heimbach@dai.de Tel. +49 30 25899773

**Frankfurt**

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederan 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Tel. +49 69 92915-0  
Fax +49 69 92915-12  
dai@dai.de

**Dr. Cordula Heldt**

Leiterin Corporate Governance und Gesellschaftsrecht  
Leiterin der Geschäftsstelle der Regierungskommission  
heldt@dai.de Tel. +49 69 92915-22

**Ilona Hix**

Sekretariat Dr. Leven  
hix@dai.de Tel. +49 69 92915-29

**Petra Kachel**

Leiterin Kommunikation und IT  
kachel@dai.de Tel. +49 69 92915-32

**Dr. Norbert Kuhn**

Leiter Unternehmensfinanzierung  
kuhn@dai.de Tel. +49 69 92915-20

**Holger Lehnen**

Referent der Geschäftsführung  
Referent Kapitalmarktrecht  
lehnen@dai.de Tel. +49 69 92915-27

**Maximilian Lück**

Referent EU-Verbindungsbüro  
lueck@dai.de Tel. +32 2 5030164

**Marina Neuhold**

Sekretariat Hauptstadtbüro  
neuhold@dai.de Tel. +49 30 25899774

**Dr. Claudia Royé**

Leiterin Kapitalmarktrecht  
roye@dai.de Tel. +49 69 92915-40

**Brüssel**

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
23, rue du Luxembourg  
1000 Brüssel  
Tel. +32 2 5030164  
Fax +32 2 5030165  
europa@dai.de

**Berlin**

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Haus Huth  
Alte Potsdamer Str. 5  
10785 Berlin  
Tel. +49 30 25899773  
Fax +49 30 25899651  
berlin@dai.de

**Bildnachweis****Seiten 22, 45, 84, 91, 95**

Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere  
Salzbergstraße 2, 38302 Wolfenbüttel  
[www.aktiensammler.de](http://www.aktiensammler.de)

**Seiten 18-21**

Sandra Ramírez | Photography  
[www.sandra-ramirez.de](http://www.sandra-ramirez.de)

**Seiten 86-89**

José Poblete  
[www.poblete.eu/demo](http://www.poblete.eu/demo)

