



aba-Positionspapier
(Stand: 17. Juli 2014)

zum

Richtlinienvorschlag
zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristi-
gen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf be-
stimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung
[COM \(2014\) 213](#)

Die aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V. ist der deutsche Fachverband für alle Fragen der betrieblichen Altersversorgung in der Privatwirtschaft und dem öffentlichen Dienst. Die aba vereinigt mit ihren ca. 1.200 Mitgliedern Unternehmen mit betrieblicher Altersversorgung, Versorgungseinrichtungen, versicherungsmathematische Sachverständige und Beratungshäuser, Arbeitgeberverbände und Gewerkschaften sowie Versicherungen, Banken und Investmenthäuser. Satzungsgemäß setzt sich die aba neutral und unabhängig vom jeweiligen Durchführungsweg für den Bestand und Ausbau der betrieblichen Altersversorgung ein.

aba Positionen

- Die **betriebliche Altersversorgung** ist durch den [RL-Vorschlag zur Förderung von langfristigem Engagement von Aktionären](#) v.a. durch die vorgesehenen Vorgaben im Kapitel IB „Transparenz bei institutionellen Anlegern, bei Vermögensverwaltern und bei Beratern für die Stimmrechtsvertretung“ betroffen. Der RL-Vorschlag enthält insbesondere sehr **detaillierte Vorgaben zur angestrebten Engagementpolitik**. Institutionelle Anleger wie EbAV sollen der **Öffentlichkeit** gegenüber u. a. offenlegen, wie die Struktur ihrer Verbindlichkeiten und die Aktienanlagestrategie zusammenpassen. Dies gilt nicht nur für **direkte**, sondern **auch indirekte Aktienanlagen**, sofern die Gesellschaften ihren **Sitz in einem Mitgliedstaat** haben.
- Zu unterstützen ist mehr Transparenz im Hinblick auf die Stimmrechtsvertretung, abzulehnen ist jedoch die von der EU-Kommission angestrebte und für die bAV teure Lenkungswirkung oder gar künftig verpflichtende Anforderungen. Die Folge der RL sollte nicht primär ein großes **Geschäft für Berater für Stimmrechtsvertretung** sein – zu Lasten der betrieblichen Altersversorgung. Um dies zu vermeiden, sollten geeignete **Mindest-Beteiligungsquoten** festgelegt werden, ab der gesetzlich erst eine Engagementpolitik bestehen sollte.
- Die Vorstellung der EU-Kommission hinter Art. 3g und 3h des RL-Vorschlags scheint im Wesentlichen zu sein, dass „langfristige“ Investoren (und deren Vermögensverwalter) im Aktienbereich eine Art „Buy-and-hold“-Strategie ohne größere Portfolio-Umschichtungen fahren und sich dann auch als „aktiver Aktionär“ bei den investierten Unternehmen einbringen sollten. Diese Perspektive ist u.E. jedoch einseitig und praxisfern. Vielmehr sind höhere Portfolio-Umsätze bei Vermögensverwaltern nicht unbedingt das Ergebnis von kurzfristigen Fehlanreizen und führen daher auch nicht zwingend zu suboptimalen Renditen, sondern sind **häufig Teil einer ausdifferenzierten Kapitalanlagepolitik**. Hinzu kommen u.a. Entscheidungen im Risikomanagement, die zum Teil auch aufgrund aufsichtsrechtlicher Anforderung die Portfolioumsätze in Aktienmandaten erhöhen können.

Für Rückfragen steht Ihnen gern zur Verfügung:

Klaus Stiefermann (Geschäftsführer der aba)

Tel.: 030 3385811-10

klaus.stiefermann@aba-online.de

Dr. Cornelia Schmid

Tel.: 030 3385811-60

cornelia.schmid@aba-online.de

1. Überblick zum Richtlinienvorschlag zur Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre

Die EU-Kommission hat am 9. April 2014 einen Richtlinienvorschlag „zur Änderung der [Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre](#) sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung“ vorgelegt ([RL-Vorschlag zur Förderung von langfristigem Engagement von Aktionären](#)).¹ Mit der Überarbeitung der RL sollen v.a. dem aus Sicht der EU-Kommission unzureichenden Engagement der Aktionäre in den Unternehmen und einer fehlenden Transparenz begegnet werden. Die **betriebliche Altersversorgung** ist v.a. durch die vorgesehenen Vorgaben im Kapitel IB „Transparenz bei institutionellen Anlegern, bei Vermögensverwaltern und bei Beratern für die Stimmrechtsvertretung“ (siehe auch Erläuterungen auf S. 5 und 9 sowie Erwägungsgründe 9 bis 12) betroffen.

Der RL-Vorschlag sieht für institutionelle Investoren verschiedene sehr detaillierte Vorgaben zur angestrebten **Engagementpolitik**² vor, dazu zählen u.a. (Art. 3f Abs. 1 RL-Vorschlag):

- „(a) die Einbeziehung der Aktionäre in ihre Anlagestrategie integrieren;
- (b) Unternehmen überwachen, in die investiert werden soll, auch in Bezug auf deren nicht finanzielle Leistung;
- (c) Dialoge mit Unternehmen führen, in die investiert werden soll;
- (d) Stimmrechte ausüben;
- (e) die Dienste von Beratern für die Stimmrechtsvertretung nutzen;
- (f) mit anderen Aktionären kooperieren.“

Diese Engagementpolitik ist zu dokumentieren und offenzulegen. Sollten Investoren sich gegen die Umsetzung dieser Engagementpolitik entscheiden, müssen sie dies zumindest ausführlich begründen (**‘comply or explain’**; Art. 3 Abs. 4 RL-Vorschlag).

Ferner sollen die institutionellen Anleger der **Öffentlichkeit gegenüber offenlegen, wie die Struktur ihrer Verbindlichkeiten und die Aktienanlagestrategie zusammenpassen** (Art. 3g RL-Vorschlag). Insbesondere sollen sie offenlegen, „wie ihre Aktienanlagestrategie („Anlagestrategie“) an das Profil und die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten angepasst ist und wie sie zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung ihrer Vermögenswerte beiträgt.“ (Art. 3g Abs. 1 RL-Vorschlag). Diese Vorgaben betreffen – so unser Verständnis – die direkte und indirekte Anlage in Aktien.

Bedauerlich ist daher, dass im [anstehenden Gesetzgebungsverfahren im EP](#) voraussichtlich der Rechtsausschuss (JURI) federführend sein wird und mitberatend eingebunden nur die Ausschüsse Wirtschaft und Währung (ECON), Binnenmarkt und Verbraucherschutz (IMCO) und Bürgerliche Freiheiten, Justiz und Inneres (LIBE) sein werden. Eine Einbeziehung des für die betriebliche Altersversorgung zentralen EP-Ausschusses Beschäftigung und soziale Angelegenheiten (EMPL) ist nicht vorgesehen.

¹Weitere Informationen (KOM-Pressemitteilung, FAQ und das Impact Assessment) finden Sie unter: http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_de.htm

² Im RL-Vorschlag wird von „Einbeziehungspolitik“ gesprochen: Gemeint ist u.E. vielmehr eine **Engagementpolitik**. Einbezogen sind die Aktionäre ja bereits heute, nämlich über ihr Stimmrecht – es geht hier darum, dass sie sich auch einbringen.

2. Definition von „institutioneller Anleger“ – Betroffenheit der deutschen bAV

Als institutionelle Investoren gelten laut RL-Definition u.a. Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV):

- Artikel 1 Abs. 2 f RL-Vorschlag: „institutioneller Anleger“ bezeichnet ein Unternehmen, das **Tätigkeiten der Lebensversicherung** im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe a der Richtlinie 2002/83/EG ausübt und nicht gemäß Artikel 3 derselben Richtlinie ausgeschlossen ist, oder eine **Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung**, die gemäß Artikel 2 der [Richtlinie 2003/41/EG](#) in deren Anwendungsbereich fällt, es sei denn, ein Mitgliedstaat hat im Einklang mit Artikel 5 der genannten Richtlinie beschlossen, die genannte Richtlinie auf die betreffende Einrichtung nicht oder nur teilweise anzuwenden;

In Deutschland wären demnach betroffen:

- Rückdeckungsversicherungen, die v.a. bei Direktzusagen und Unterstützungskassen zum Einsatz kommen
- Direktversicherungen
- Pensionskassen und Pensionsfonds, die unter die EbAV-RL fallen; die Ausnahme für kleine EbAV (weniger als 100 Versorgungsanwärter) spielt in Deutschland keine Rolle.
- Gegenstand und Anwendungsbereich der RL ist durch Artikel 1 Abs. 1 Richtlinie 2007/36/EG grundsätzlich wie folgt definiert: „Diese Richtlinie legt die Anforderungen an die Ausübung bestimmter, mit Stimmrechtsaktien verbundener Rechte von Aktionären im Zusammenhang mit Hauptversammlungen von **Gesellschaften** fest, **die ihren Sitz in einem Mitgliedstaat haben und deren Aktien zum Handel an einem in einem Mitgliedstaat gelegenen oder dort betriebenen geregelten Markt zugelassen sind.**“
 - ⇒ Betroffen sind Aktien von Gesellschaften mit Sitz in einem EU-Mitgliedstaat und deren Aktien zum Handel an einem Markt zugelassen sind, der in einem Mitgliedstaat liegt oder dort betriebenen geregelt ist.
- Artikel 1b Abs. 4 RL-Vorschlag: „Kapitel Ib gilt für institutionelle Anleger und für Vermögensverwalter, soweit diese entweder direkt oder über einen Organismus für gemeinsame Anlagen im Namen institutioneller Anleger Anlagen tätigen und soweit sie in Aktien investieren.“
 - ⇒ Betroffen sind nicht nur **direkte**, sondern auch **indirekte Anlagen**.

3. Drohende Konsequenzen insbesondere für EbAV

Die meisten EbAV investieren in Aktien über Fonds bzw. Fondsmandate (oder vergleichbare Konstrukte). Diese orientieren sich häufig an Marktindizes, die ihrerseits aus einer Vielzahl von Einzelwerten bestehen. So enthält beispielsweise der europäische Stoxx Europe 600 – wie der Name sagt – 600 Einzelwerte. Um die im RL-Vorschlag vorgesehenen Vorgaben zur Engagementpolitik zu erfüllen, müsste also eine EbAV, die in einem Aktienmandat diesen Index repliziert, dem jeweiligen Fondsmanager bzw. der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaft (dies ist ja der rechtliche Eigentümer der Aktien) Weisung erteilen, wie er z.B. bei Hauptversammlungen der Einzeltitelunternehmen abstimmen soll. Dies ist aus praktischer Sicht völlig wirklichkeitsfremd! Zwar gibt es Dienstleister im Markt, die einer EbAV diese Aufgabe abnehmen können (und die dann auch entsprechende

Kommunikation zur Schaffung einer Transparenz hinsichtlich Shareholder Engagement erstellen können), jedoch würde dies auf Ebene der EbAV wiederum zusätzliche Gebühren auslösen. Dies geht erneut zulasten des Arbeitgebers und – je nach Situation – auch der begünstigten Arbeitnehmer und Rentner.

Hinzu kommt, dass eine breit diversifizierte Aktienanlage - im Gegensatz zu Beteiligungen - der Partizipation an Kapitalmarktrenditen ohne unternehmerische bzw. operative Ambitionen dient. Es ist daher nicht gewährleistet, dass eine EbAV jedes Unternehmen in der Weise kennt, das es sachgerechte Einzelweisungen erteilen kann. Dies ist u.E. auch nicht erforderlich, da eine Aktienanlage im Gegensatz zur GmbH, KG und anderen Gesellschaftsformen gerade dazu dient, finanziell an einem Unternehmen zu partizipieren ohne Unternehmer sein zu müssen oder eigene Ideen zur Geschäftspolitik entwickeln zu müssen.

- ⇒ Die Umsetzung der aktuell vorgesehenen Aufgaben führt v.a. zu einem **Geschäft für Berater für Stimmrechtsvertretung** – zu Lasten der betrieblichen Altersversorgung. Tendenziell geht damit auch eine Lenkungswirkung zugunsten von Aktienkäufen außerhalb der EU und gegen regionale Diversifikation einher.
- ⇒ Um dies zu vermeiden, sollten geeignete **Mindest-Beteiligungsquoten** festgelegt werden, ab der gesetzlich erst eine Engagementpolitik bestehen sollte. Diese Mindest-Beteiligungsquoten wären dann so anzusetzen, dass die EbAV diese eher index-orientierten Investments für die meisten Einzeltitelunternehmen nicht erreichen (z.B. x % der Marktkapitalisierung bzw. des Aktienkapitals des jeweiligen Einzeltitelunternehmens sowie y % der Kapitalanlage der EbAV). Der von institutionellen Investoren geforderte Aufwand muss in einem vertretbaren Verhältnis zum möglichen Einfluss stehen.

Die vorgesehenen Anforderungen an EbAV und Lebensversicherungsunternehmen in Art. 3f und 3g müssen zumindest bei ausführlicher Erklärung nicht eingehalten werden. Gleichwohl geht von dieser **'comply or explain'-Regelung** (Art. 3f Abs. 4 und Art. 3g letzter Absatz RL-Vorschlag) eine verpflichtende Wirkung zu Lasten der institutionellen Investoren aus. Es findet eine Umkehrung der aktuellen Situation statt, und zwar weg von einem Recht des institutionellen Anlegers als Aktionär und hin zu einer Pflicht. Wird die mit der RL angestrebte Erwartung der EU-Kommission nicht erfüllt, dann ist die Gefahr groß, dass man sich im nächsten Schritt mit einer ausführlichen Begründung nicht mehr begnügen wird.

- ⇒ Zu unterstützen ist mehr Transparenz im Hinblick auf die Stimmrechtsvertretung, abzulehnen ist jedoch die von der EU-Kommission angestrebte und für die bAV teure Lenkungswirkung oder gar künftige verpflichtende Anforderungen.

4. Zugrundeliegende Perspektive der EU-Kommission in Bezug auf langfristige Investoren ist einseitig

Die Vorstellung der EU-Kommission hinter Art. 3g und 3h des RL-Vorschlags³ scheint im Wesentlichen zu sein, dass „langfristige“ Investoren (und deren Vermögensverwalter) im Aktienbereich eine Art „Buy-and-hold“-

³ S. 5 des RL-Vorschlags: „Statt auf die tatsächliche (langfristige) Wertentwicklung von Unternehmen konzentrieren sich institutionelle Anleger und ihre Vermögensverwalter oft auf Aktienkursbewegungen und die Struktur von Kapitalmarktindizes, wodurch suboptimale Renditen für die Endbegünstigten institutioneller Anleger erzielt werden und Druck auf die Unternehmen ausgeübt wird, kurzfristig Erfolge vorzuweisen.[...] Kurzfristig orientierte Anreize führen dazu, dass Investitionen auf der Grundlage von Fundamentaldaten (Strategie, Wertentwicklung und Unternehmensführung) und längerfristige

Strategie ohne größere Portfolio-Umschichtungen fahren sollten und sich dann auch als „aktiver Aktionär“ bei den investierten Unternehmen einbringen sollten. Vermieden werden sollen dagegen vermeintlich spekulative Aktienstrategien mit zu häufigen Portfolio-Umsätzen. Diese Perspektive ist u.E. jedoch einseitig und praxisfern:

- In Realität der Kapitalanlage spielen auch bei EbAV mit langfristigen Verbindlichkeiten (insb. bei Aktienanlage über Spezialfonds mit unterschiedlichen Managern) verschiedene Anlagestrategien eine große Rolle, die *nicht oder nicht ausschließlich* an Fundamental-Daten orientiert sind und die auch höhere Portfolioumsätze ausmachen können – gerade weil viele EbAV primär auf die (jährliche) Erzielung einer Mindestverzinsung orientiert sind und diese durch eine verantwortungsvolle und risikobewusste Kapitalanlage erwirtschaften müssen.
- Des Weiteren können aber auch Investoren, die sich an einer langfristigen Unternehmenspolitik orientieren, höhere Portfolio-Umsätze haben (z.B. wenn sich das angestrebte Kursziel bereits früher als erwartet einstellt; der Investor orientiert sich dabei weiter langfristig, betrachtet jedoch in dem Fall die Bewertung des Unternehmens als zu teuer und zieht daher Geld ab um auf wieder günstigere Einstiegskurse zu warten).
 - ⇒ Höhere Portfolio-Umsätze bei Vermögensverwaltern sind somit nicht unbedingt das Ergebnis von kurzfristigen Fehlanreizen und führen daher auch nicht zwingend zu suboptimalen Renditen, sondern sind häufig Teil einer ausdifferenzierten Kapitalanlagepolitik. Hinzu kommen Entscheidungen im Risikomanagement, die zum Teil auch aufgrund aufsichtsrechtlicher Anforderung die Portfolioumsätze in Aktienmandaten erhöhen können.
 - ⇒ Anreize, das Universum an Anlagestilen nicht auszuschöpfen (wie etwa durch Art. 3g, da „Begründungsdruck“ bei vermeintlich kurzfristigen Anlagestrategien), führen tendenziell zu höherem Risiko und geringerer Diversifikation.
 - ⇒ Die mit Art. 3f und 3g RL-Vorschlag angestrebte Lenkungswirkung widerspricht dem Prudent person Prinzip – dem Grundsatz der Kapitalanlagevorschriften für EbAV (siehe Art. 18 EbAV-RL und künftig [Art. 20 EbAV-II](#)). Die Vorgabe bestimmter Anlagestrategien ist hier nicht vorgesehen.
- Zugleich verkennt die Perspektive die wesentlichen Unterschiede zwischen unterschiedlichen Gruppen „institutioneller“ Investoren, und es ist fraglich, ob die regulatorische Forderung nach mehr „Engagement“ auch die gewünschten Resultate erbringt.

Im Rahmen eines OECD-Forschungsprojektes zu „[Corporate Governance, Value Creation and Growth](#)“ weisen die Autoren Serdar Çelik und Mats Isaksson daraufhin, dass

- ein unterschiedliches Ausmaß an Aktionärs-Engagement auf die erheblichen Unterschiede innerhalb der sehr heterogenen Gruppe von institutionellen Investoren zurückzuführen daher zugleich rational und sinnvoll ist, wenn man die unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Einflussfaktoren der Investoren berücksichtigt: Für einige institutionelle Investoren ist aktives Engagement eine vitale Komponente des Geschäftsmodells, für andere Investoren hat aktives Engagement keine Funktion und stellt nur einen Kostenfaktor dar. Eine Hinführung bzw. gar Verpflichtung zu mehr Engagement ist bei der ersten

gen Aussichten, die Beurteilung des tatsächlichen Wertes und der längerfristigen Wertschaffungsfähigkeit von Unternehmen sowie die Wertsteigerung von Aktienanlagen durch die Einbeziehung der Aktionäre in den Hintergrund treten.“

Gruppe überflüssig und führt bei der zweiten Gruppe nicht zu substantieller Verbesserung des Engagements, sondern zu Pro-forma-Compliance via Auslagerung auf Dienstleister und Minimal-Erfüllung der Anforderungen.⁴ (siehe auch nächster Punkt)

- die bloße Verpflichtung von institutionellen Investoren zu mehr Aktionärsengagement nicht zwingend die Qualität des Engagements verbessert, insbesondere dann, wenn das Engagement aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen auf Dienstleister ausgelagert wird und diese Dienstleister relativ „standardisierte“ Ratschläge zur Stimmrechtsausübung geben. Zugleich ist die Branche der Stimmrechtsausübungsdienstleister stark konzentriert, was zur Angleichung von Abstimmungsverhalten/Herdenverhalten anstelle der intendierten Vielschichtigkeit der Einschätzungen und Meinungen von Marktteilnehmern führen kann.⁵

⇒ Somit ist äußerst fraglich, dass das eigentlich intendierte Ziel durch die vorliegenden regulatorischen Vorgaben erreicht werden kann: nämlich die für die Funktionsweise von Aktienmärkten so wesentliche Stärkung der eigenständigen und pluralistischen Überprüfung und Kontrolle der Unternehmensführung und -performanz durch die Marktteilnehmer. Zu befürchten ist, dass es letztlich lediglich zu nivellierten Entscheidungen bei der Stimmrechtsausübung über Dienstleister bei gleichzeitig höheren Kosten auf Seiten der Investoren kommt.

⇒ Insbesondere, wenn – wie bei EbAV meist der Fall – die Erreichung einer Mindestverzinsung durch eine (regulatorisch geforderte) sichere, risikobewusste und diversifizierte Kapitalanlage oberste Prämisse ist und daher aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen eine „passive“ Rolle als Investor bei der Kapitalanlage bevorzugt wird, wird ein erzwungenes Engagement das eigentliche Ziel des Regulierungsvorhaben nicht erreichen.

5. aba-Änderungsvorschläge zur Schadensbegrenzung

EbAV dürfen nicht mit weiteren administrativen Belastungen belegt werden, die sie realistischerweise gar nicht oder nur mit nicht vertretbaren Zusatzkosten tragen können. Die aba fordert daher:

- Ergänzung zu Artikel 1b Abs. 4 RL-Vorschlag:
„Kapitel Ib gilt für institutionelle Anleger und für Vermögensverwalter, soweit diese entweder direkt oder über einen Organismus für gemeinsame Anlagen im Namen institutioneller Anleger Anlagen tätigen und soweit sie in Aktien investieren **und die Mindestbeteiligungsquote von x % des Aktienkapitals des jeweiligen Einzeltitelunternehmens sowie y% der Kapitalanlage der EbAV erfüllen.**“

Begründung: Um die auch aus Sicht der bAV-Begünstigten sinnvolle Anlage in Aktien fortzuführen, sollte die Richtlinie zur Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre zu keiner „Aktien-Vermeidungsstrategie“ (weniger Anlage in Aktien oder Nutzung von Verpackungen) beitragen. Die Einführung von Min-

⁴ Siehe: Çelik, Serdar and Mats Isaksson, „Institutional investors and ownership engagement“, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2013/2, S. 94 (<http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc>)

⁵ Siehe: Isaksson, Mats and Serdar Çelik, „Equity markets, corporate governance and value creation“, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2013/1, S. 23ff. (http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/equity-markets-corporate-governance-and-value-creation_fmt-2013-5k40m1ntmhzs)

dest-Beteiligungsquoten halten wir aus Gründen der Proportionalität und der Praktikabilitätsabwägung für dringend erforderlich.

- Ergänzung von Art. 3f Abs. 4 RL-Vorschlag:
„Entscheiden sich institutionelle Anleger oder Vermögensverwalter gegen die Ausarbeitung einer Einbeziehungspolitik oder gegen die Veröffentlichung ihrer Umsetzung und Ergebnisse, müssen sie unmissverständlich und ausführlich begründen, warum dies der Fall ist. **Für passive Mandate und weitere Anlagen, die lediglich der Replikation eines marktbreiten Indexes dienen, kann eine ausführliche Begründung entfallen.**“

Begründung: Um die auch aus Sicht der bAV-Begünstigten sinnvolle Anlage in Aktien fortzuführen, sollte die Richtlinie zur Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre zu keiner „EU-Aktien-Vermeidungsstrategie“ (weniger Anlage in Aktien oder Nutzung von Verpackungen) beitragen. Droht doch bereits eine weitere Bürde für die Aktienanlage durch die Finanztransaktionsteuer. Bei Mandaten, die auf die Replikation eines marktbreiten Indexes abzielt, setzt der institutionelle Investor gegenüber dem Vermögensverwalter keinerlei Anreize, da letzterer ja gar keine diskretionären Entscheidungen mehr trifft. Es geht lediglich um die kosteneffiziente Abbildung des jeweiligen Index‘.

- Änderung von Art. 3g Abs. 1 RL-Vorschlag:
„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass institutionelle Anleger ~~der Öffentlichkeit gegenüber offenlegen, wie ihre Aktienanlagestrategie („Anlagestrategie“) an das Profil und die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten angepasst ist und wie sie zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung ihrer Vermögenswerte beiträgt. Die in Satz 1 genannten Informationen müssen zumindest auf der Website des Unternehmens mindestens für die Dauer ihrer Gültigkeit verfügbar sein.~~ **der zuständigen Aufsichtsbehörde gegenüber darlegen, dass ihre Kapitalanlagestrategie an das Profil und die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten angepasst ist. Diese Anforderung kann im Rahmen von ALM-Studien erfüllt werden.**“

Begründung: Eine Vorlage der Kapitalanlagestrategie bei der jeweiligen zuständigen Aufsichtsbehörde muss ausreichend sein. Eine breite Veröffentlichung der Strategien ist abzulehnen, da mögliche Spekulationen in den Finanzmärkten gegen EbAV zu deren Schaden verhindert werden muss.

- Streichung von 3g Abs. 2 d:
~~„wie die Struktur des Entgelts für die Anlageverwaltungsdienste dazu beiträgt, die Anlageentscheidungen des Vermögensverwalters auf das Profil und die Laufzeit der Verbindlichkeiten des institutionellen Anlegers abzustimmen;“~~

Begründung: Die Forderung nach Offenlegung, wie die *Aktien*anlagestrategie an Profil und Laufzeit der Verbindlichkeiten angepasst ist, ist isoliert nicht zielführend. Da Aktien regelmäßig nur ein Teil der Gesamtallokation (neben Renten, Immobilien, Private Equity, etc.) sind, macht es keinen Sinn sie in Bezug zu den *gesamten* Verbindlichkeiten zu setzen. Sinnvoll ist nur – wie es in Art. 18 EbAV-RL und künftig Art. 20 EbAV-II auch angelegt ist - eine Portfolio-Sichtweise (inwiefern die Gesamtvermögensallokation dem Profil und der Laufzeit der Verbindlichkeiten angepasst ist). Eine isolierte Betrachtung von Aktien außerhalb einer strategischen Asset Allocation (Aufteilung des Kapitals auf verschiedene Investmentarten) führt jedoch zu keinem sinnvollen Ergebnis.

Zudem wird die Aktienquote als Anteil der Kapitalanlage sowie die Aktienanlagestrategie regelmäßig im Rahmen von ALM-Studien ermittelt, deren Ergebnisse unternehmenssensible Daten beinhalten und darstellen und daher nicht der Öffentlichkeit offengelegt werden sollten.

Entsprechend wenig Sinn macht auch die Vorgabe von Art. 3g Abs. 2 a und d RL-Vorschlag, wo es erneut um die Abstimmung auf die Laufzeit der eigenen Verbindlichkeiten geht.

- Ergänzung von Art. 3g Abs. 2 Satz 2 RL-Vorschlag:
„Sind eine oder mehrere der unter den Buchstaben a bis f ...unmissverständlich und ausführlich, warum dies der Fall ist. Für passive Mandate und weitere Anlagen, die lediglich der Replikation eines marktbreiten Indexes dienen, kann eine ausführliche Begründung entfallen.“

SD/15. Juli 2014