

sorgt, gepaart mit der unmittelbaren und persönlichen Haftung für Gesellschaftsverbindlichkeiten, für ein mindestens ebenso großes Schutzbedürfnis.

### C. Schlussfolgerungen

Wie gezeigt, verfügt das Gesellschaftsrecht bereits über Instrumente, die der Konzeption für Gleichstellung in der privaten Wirtschaft zur Durchsetzung verhelfen können, weil sie Unternehmen auf die Berücksichtigung von Gleichstellungsaspekten verpflichten. Was allerdings fehlt, sind konkrete Pflichten, sodass es in der Realität an der Effektivität der Instrumente mangelt: Zum Teil sind die genannten Instrumente unverbindlich, zum Teil sind sie nicht durchsetzbar, zum Teil sind sie sanktionslos. Die eröffneten Potentiale sind daher zu nutzen, Regelungslücken und gesetzliche Spielräume sollten geschlossen werden. Die verschiedenen

europäischen Richtlinien zur nachhaltigen Fortentwicklung des Unternehmensrechts können dazu zwingender Anlass sein. Sie werden die Überarbeitung des Gesellschaftsrechts notwendig machen. Die Vorgaben zur Nachhaltigkeitsberichtserstattung<sup>32</sup> beispielsweise sind Anzeichen für eine solche Entwicklung.<sup>33</sup> Die genannten Punkte können Anknüpfungspunkte für die Reformierung sein und als Stellschrauben für mehr Geschlechtergerechtigkeit genutzt werden.

<sup>32</sup> Siehe hierzu Hensel/Tempfli, djbZ 3/2023, S. 116.

<sup>33</sup> Siehe zur Fortentwicklung des Unternehmensrechts durch unionsrechtliche und völkerrechtliche Einflüsse auch Mittwoch, Anne-Christin, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht sowie ihren Beitrag in diesem Heft.

DOI: 10.5771/1866-377X-2023-4-175

## Interview mit Dr. Philine Erfurt Sandhu

Die Fragen stellten Prof. Dr. **Isabell Hensel**, Vorsitzende der Kommission Arbeits-, Gleichstellungs- und Wirtschaftsrecht und **Milena Herbig**, Mitglied der Kommission Arbeits-, Gleichstellung- und Wirtschaftsrecht



▲ Foto: © Bernd Brundert

Dr. Philine Erfurt Sandhu ist Akademische Leiterin an der Hochschule für Wirtschaft & Recht Berlin und verantwortet in dieser Rolle ein Weiterbildungsprogramm für amtierende und angehende Aufsichtsrätinnen. Als wichtigen Hebel für mehr Diversität in Aufsichtsräten und Vorständen hat sie den Einfluss institutioneller Investoren systematisch untersucht und mit Kolleg\*innen den Think Tank Investors4Diversity aufgebaut.

Liebe Frau Dr. Erfurt Sandhu, vielen Dank, dass wir Ihnen im Anschluss an Ihre Teilnahme am Fachtag des djb-Bundeskongresses 2023 noch einige weiterführende Fragen zu ihrer aktuellen Forschung zum Einfluss institutioneller Investoren auf die Diversität in deutschen Aufsichtsräten und Vorständen stellen dürfen. Was

### hat Sie dazu motiviert, die Studien am Kapitalmarkt anzusetzen? Warum haben Sie diese Investorenperspektive gewählt?

Vor einigen Jahren war ich an der Evaluierung des FüPoG I beteiligt. In diesem Rahmen führte ich Interviews mit Aufsichtsratsmitgliedern, die immer wieder über den steigenden Druck von Investoren berichteten. Gleichzeitig bekam ich einen Anstoß von einer Teilnehmerin des Aufsichtsrätinnen-Programms, welches ich an der Hochschule für Wirtschaft & Recht Berlin leite. Sie berichtete, dass der Vorstand erst richtig bezüglich Diversität aktiv wurde, als der Investor BlackRock seine Diversitätsanforderungen an das Unternehmen stellte. BlackRock besitzt durch Investitionen in diesem Unternehmen viele Stimmrechte, kann also auf der Hauptversammlung auch viel Einfluss nehmen. Ich ahnte die Macht des Geldes und wurde neugierig. Da der Kapitalmarkt für mich Neuland war, fand ich zwei Mitstreiterinnen aus der Praxis, um das Thema aufzudecken: *Daniela Heyer* als Finanzexpertin und CFO sowie Dr. *Gabriele Apfelbacher*, Rechtsanwältin und Aufsichtsrätin mit sehr viel Erfahrung im Kapitalmarkt. Diese Interdisziplinarität und gleichzeitig die Praxisperspektive meiner Kolleginnen waren und sind ungemein bereichernd.

### Warum sollten sich Investoren in diesen krisenhaften, auch auf die Kapitalmärkte rückwirkenden Zeiten mit dem Thema Diversität in Unternehmensgremien befassen?

Das Spannende ist, dass nicht nur Investoren, sondern auch weitere Kapitalmarktakteure angefangen haben, sich mit dem Thema Diversität auseinanderzusetzen. Darunter sind auch Investmentbanken wie Goldman Sachs oder die US-amerikanische

Börse, die NASDAQ, die ihre Diversitätsanforderungen für gelistete Unternehmen in 2021 erhöht hat. Aus dem Finanzwesen kommend tun diese Akteure das ja nicht primär, weil sie es als „moralisch wertvoll“ oder ähnliches finden. Nein, sie haben den finanziellen Mehrwert des Themas erkannt. Goldman Sachs hatte anhand eigener Zahlen gesehen, dass sich Investments bei Unternehmen mehr lohnen, wenn diese im Board diverser aufgestellt sind.

Bezogen auf gute Unternehmensführung gibt es mittlerweile auch einige Studien, die eine Korrelation von Geschlechterdiversität in Boards und guter Governance aufzeigen. Darunter fällt z.B. ein besseres Risikomanagement, mehr Transparenz oder eine bessere Einbindung von Stakeholdern. All das ist letztlich entscheidend für die Krisenfestigkeit der Unternehmen und damit aus finanzieller Sicht höchst relevant für Investoren. Ganz grundsätzlich argumentieren Kapitalmarktakteure, dass Diversität zu einer besseren Unternehmensperformance führt. Geschlechterdiversität ist am einfachsten für sie zu messen, weil es dafür ausreichend Daten gibt. Bei anderen Diversitätsdimensionen fehlen einfach oft statistisch verwertbare Informationen.

**Können Sie festmachen, seit wann die Investoren an Einfluss auf die diverse Zusammensetzung gewinnen? Und gehen die Anforderungen der Investoren teilweise sogar über gesetzliche Vorgaben hinaus?**

In meiner Erinnerung hat 2018 der jährliche Brief von *Larry Fink*, dem CEO von BlackRock, den er jedes Jahr an die Unternehmen schickt, eine Dynamik unter den Investoren entfaltet. Danach sprangen auch andere große Vermögensverwalter auf den Zug auf. In unseren Analysen hatten wir erstmals für das Jahr 2020 die 30 einflussreichsten institutionellen Investoren im DAX/MDAX untersucht. Da waren es 50 Prozent, die in ihren Abstimmungsrichtlinien Diversitätsanforderungen an ihre Portfoliounternehmen stellten. Nur zwei Jahre später, 2022, waren es bereits 73 Prozent der Investoren. Wir haben also in nur zwei Jahren einen deutlichen Anstieg festgestellt. Und mittlerweile gibt es auch ein paar wenige Investoren, die sich am 40 Prozent Frauenanteil, den die EU-Direktive vorgibt, orientieren. Sie geben sich also mit der 30 Prozent-Quote, die in Deutschland gesetzlich vorgegeben ist, nicht mehr zufrieden. Interessant ist auch, dass einige ausländische Investoren weitere Diversitätsdimensionen über Geschlecht hinaus einfordern, z.B. ethnische Diversität.

**Welche Möglichkeiten haben Investoren konkret, um mehr Diversität und Gleichstellung in deutsche Unternehmen zu bringen und die immer gleichen Rekrutierungsmuster zu durchbrechen?**

Zunächst einmal ist die erste Einflussmöglichkeit die Investitionsentscheidung. Investiere ich in ein Unternehmen mit einem rein männlichen Vorstand oder nicht – um das an einem Beispiel zu illustrieren. Auch eine De-Investition ist natürlich möglich.

Sobald aktive Stimmrechte erworben werden, gibt es unterschiedliche Zeitpunkte, um Druck aufzubauen. Das ist erstens die Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern. Wenn beispielsweise ein Aufsichtsrat, der eine Frauenquote von 30 Prozent nicht erfüllt, einen männlichen Kandidaten für die Wahl vorschlägt, kann ein

Investor auf der Hauptversammlung gegen diesen Kandidaten stimmen. Die Entscheidung fußt in der Regel auf ihren eigens definierten Abstimmungsrichtlinien, in denen sie ihre Grundsätze für Beteiligungen definieren. Die oben genannten Diversitätsanforderungen sind beispielsweise darin festgehalten. Wie hoch sollte der Frauenanteil im Aufsichtsrat mindestens sein? Welche weiteren Diversitätsdimensionen sollten im Aufsichtsrat abgedeckt sein? Sind Nominierungsprozesse transparent und strukturiert ausgestaltet?

Zweitens ist es (theoretisch) möglich, auch Entlastungsbeschlüsse des Aufsichtsrats bzw. die Entlastung einzelner Mitglieder zu verweigern, z.B. wenn Zielgrößen nicht eingehalten wurden. Da in Deutschland aber eher Gesamtentlastungen praktiziert werden, wiegen „Diversitätsverstöße“ wahrscheinlich nicht schwer genug, um die Entlastung insgesamt zu verweigern.

Drittens gibt es die Investorendialoge, also Gespräche, die Investoren mit dem Aufsichtsrat und Vorstand führen, um ihre Interessen zu platzieren. Hier können Investoren ein wenig mehr auf den Zahn fühlen, wie es um das Thema Diversität und Gleichstellung steht. Ist beispielsweise der\*die Aufsichtsratsvorsitzende sehr gut zum Thema informiert, kann das ein gutes Indiz sein, dass das Thema Top-down vorangetrieben wird.

**Was sind die Gelingensgründe oder anders herum gefragt, woran scheitert die konkrete Einflussnahme in der Praxis häufig noch?**

Das ist eine wichtige Frage. Wir haben in unseren Daten gesehen, dass die Investoren in 2022 nur zu 47 Prozent gemäß ihrer eigenen Diversitätsanforderungen handelten. Es gibt also eine große Diskrepanz zwischen den Richtlinien einerseits und ihrem eigentlichen Tun andererseits. In Hintergrundgesprächen mit Asset Manager\*innen wollten wir die Gründe genauer verstehen. Es zeigte sich, dass den Investoren oft ein leichter Zugang zu relevanten Daten fehlt und häufig die Daten zwischen Unternehmen nicht vergleichbar sind. Da es für das Reporting von Diversitätsdaten bis dato keine Standards gab, verschwanden die Informationen zu Diversität teilweise irgendwo in den Geschäftsberichten. Wenn Asset Manager\*innen nun mehrere Dutzend oder gar Hundert Unternehmen im Portfolio haben, fehlt ihnen schlicht die Zeit, alle Informationen zusammenzusuchen. (Geschlechter-)Diversität ist ja eines von sehr vielen Themen, auf das sie achten.

Natürlich ist die Branche auch selbst sehr männlich dominiert und es fehlt sicher an Knowhow und Sensibilität für das Thema. Auch da muss man ansetzen. Wir haben aber auch einige sehr engagierte Personen erlebt, die Diversität gerade als wichtiges Element guter Governance vorantreiben, sich auf den Hauptversammlungen kritisch positionieren, Daten anfordern und in den Investorendialogen immer wieder kritisch zum Umsetzungsstand von Diversität nachfragen.

**Welche Rolle und Verantwortung haben Stimmrechtsberatungen in Bezug auf die gleichstellungspolitische Ausrichtung des Unternehmens und welchen Druck können sie ausüben?**

Als ich mich in das Thema eingearbeitet hatte, wurde mir klar, dass es sehr einflussreiche Akteure im Hintergrund gibt, die kaum Beachtung finden. Die Stimmrechtsberatungen sind Dienstleis-

tungsunternehmen für Investoren und sprechen Empfehlungen für die Abstimmungen auf den Hauptversammlungen aus. Ein Investor muss sich also nicht selbst kundig zur Unternehmensentwicklung machen, sondern kann auf das Urteil einer Stimmrechtsberatung bauen. Es gibt weltweit nur zwei große Stimmrechtsberatungen, ISS und Glass Lewis. Diese haben also sehr viel Einfluss. Wir haben die sogenannten Proxy Voting Guidelines dieser beiden Stimmrechtsberatungen ausgewertet, das Ergebnis fällt sehr unterschiedlich aus. Die Proxy Voting Guidelines für deutsche Unternehmen von Glass Lewis konnten wir in unserer Bewertung mit Bestnoten bewerten, ISS – die weltweit größte Stimmrechtsberatung – lag deutlich dahinter. Wenn also ein Investor auf die Empfehlungen von ISS setzt, würde Diversität kaum eine Rolle spielen. In der Folge würde das Stimmrecht eines Investors dann nicht für die Erhöhung der Diversität genutzt werden.

### **Können die Investoren im Vergleich zu staatlichen Institutionen mehr oder anders Druck aufbauen ?**

Wie eingangs gesagt: Geld ist immer noch Macht. Das hat eine große Wirkung und betrifft über Investoren hinaus auch Banken als Fremdkapitalgeberinnen. Die Banken nutzen immer häufiger sogenannte ESG Ratings und knüpfen daran zu zahlende Zinsen oder die Kreditlaufzeit. Bei ESG Ratings wird die Nachhaltigkeitsperformance von Unternehmen bewertet, dazu gehört auch Diversität. Bekommt ein Unternehmen eine schlechte Bewertung in diesen Ratings, kann das sehr weh tun.

### **Was kann der Gesetzgeber tun, um die positiven Einflussmöglichkeiten der Investoren zu stärken und dafür zu sorgen, dass diese ihren Einfluss auch tatsächlich nutzen? Wo gibt es noch Umsetzungsbedarf?**

Der Gesetzgeber kann dafür sorgen, dass Informationen zu Diversität sowohl einfacher zugänglich werden als auch durch mehr Standardisierung und Struktur vergleichbarer werden. Die Vergleichbarkeit ist essentiell, um die Aussagekraft der Daten zu erhöhen. Investoren machen z.B. Vergleiche innerhalb von Branchen. Wie ist ein Unternehmen im Vergleich zu seinen Mitbewerbern aufgestellt? Wie ist der Benchmark?

Es gibt im HGB und im Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) verschiedene Diversitätsanforderungen, die von Redundanzen und Ungenauigkeiten geprägt sind. Hier braucht es eine bessere Standardisierung, die nun voraussichtlich durch die Nachhaltigkeits-Berichtsstandards ESRS der Europäischen Union etwas vorangetrieben wird. Der Gesetzgeber in Deutschland muss aber selbst dranbleiben und nachlegen. Beispielsweise sollte geprüft werden, ob das Diversitätskonzept (§ 219 Abs. 2 Nr. 6 HGB) beim Prinzip des „comply or explain“ bleiben oder im HGB nicht verpflichtet werden sollte.

Wie auf dem Bundeskongress diskutiert, sollte auch die Zugänglichkeit der Daten verbessert werden, zum Beispiel, in dem die Anforderungen an das Reporting vereinheitlicht werden. Hilfreich wäre es auch, wenn die Daten an einem einheitlichen Ort in einem einfachen Format gemeldet werden würden und für alle zugänglich sind, z.B. beim Bundesanzeiger. Letztlich ist

es auch eine Frage, inwiefern wir künstliche Intelligenz nutzen könnten, um notwendige Daten zu sammeln und auszuwerten. Für die Entwicklung der Algorithmen bräuchte es unbedingt fundierte Fachkenntnisse. Ansonsten besteht die Gefahr, dass Geschäftsberichte mit vielen Schlagwörtern einfach nur aufgebläht werden, aber im Unternehmen nicht wirklich ein Fortschritt erreicht wird.

### **Was bräuchte es, um auch individuellen Kleinanleger\*innen zu ermöglichen, Diversitätsgesichtspunkte in ihre Investitionsentscheidung einfließen zu lassen?**

Das haben wir uns auch gefragt. Die institutionellen Investoren verwalten ja letztlich nur „unser“ Geld, was wir beispielsweise im Rahmen der privaten Altersvorsorge anlegen. Wenige Menschen machen sich jedoch Gedanken, nach welchen Kriterien ihr Geld angelegt wird und was genau damit passiert. Zum einen können Kleinanleger\*innen ihre Vermögensverwaltenden stärker nach Nachhaltigkeitskriterien auswählen und genau hinschauen, inwiefern Gleichstellung bei der Geldanlage eine Rolle spielt. Zum anderen können wir aber auch kritisch bei unseren Vermögensverwaltenden, Pensionskassen, etc. einfordern, dass diese Aspekte Beachtung finden sollten. In anderen Ländern, in denen es eine größere „Aktienkultur“ gibt, haben Kund\*innen schon einiges bewirken können. In Deutschland gibt es aber so gut wie keine „Finanzbildung“, also die Vermittlung von Wissen, wie der Finanzmarkt funktioniert und wie ich mein Geld entsprechend meiner Werte und Interessen einsetzen könnte.

### **Welche Handlungsempfehlungen würden Sie Investoren abschließend geben? Wie müssten sich z.B. Anlagerichtlinien weiterentwickeln?**

Grundsätzlich empfehlen wir Investoren, ihr Shareholder Engagement ernst zu nehmen, d.h. auch ihre Auswirkungen auf Gesellschaft und Umwelt im Blick zu haben. Gerade weil gesetzliche Regelungen in Deutschland nur ein Mindestmaß an Geschlechterdiversität in Aufsichtsräten und – zu einem noch geringeren Teil – in Vorständen bewirken, können Investoren eine wichtige gestaltende Rolle einnehmen. Sie können dafür ihre ganze Bandbreite an Interventionsmöglichkeiten nutzen, d.h. ihre Abstimmungsrichtlinien hinsichtlich Diversität verschärfen, das Thema weiterhin kritisch bei ihren Portfolionunternehmen hinterfragen oder natürlich auch ihre Stimmrechte auf den Hauptversammlungen gemäß ihrer Diversitätserwartungen einsetzen.

### **Vielen Dank für das Interview!**