



Hauke Hein

# Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren

## Plädoyer für einen aktienrechtkonformen Deutschen Stewardship Kodex

**WISSENSCHAFTLICHE BEITRÄGE  
AUS DEM TECTUM VERLAG**

Reihe Rechtswissenschaften



# **WISSENSCHAFTLICHE BEITRÄGE AUS DEM TECTUM VERLAG**

**Reihe Rechtswissenschaften**

**Band 98**

Hauke Hein

## **Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren**

Plädoyer für einen aktienrechtkonformen  
Deutschen Stewardship Kodex

Tectum Verlag

Hauke Hein

Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren. Plädoyer für

einen aktienrechtkonformen Deutschen Stewardship Kodek

Wissenschaftliche Beiträge aus dem Tectum Verlag:

Reihe: Rechtswissenschaften; Bd. 98

© Tectum – ein Verlag in der Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018

Zugl. Diss. Philipps-Universität Marburg 2017

ISBN: 978-3-8288-6976-9

ISSN: 1861-7875

(Dieser Titel ist zugleich als gedrucktes Werk unter der ISBN

978-3-8288-4129-1 im Tectum Verlag erschienen.)

Umschlagabbildung: shutterstock.com © Anton Khrupin

Besuchen Sie uns im Internet

[www.tectum-verlag.de](http://www.tectum-verlag.de)

### **Bibliografische Informationen der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Angaben sind  
im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Meiner Familie



## Vorwort

Diese Arbeit wurde im Juli 2017 dem Fachbereich Rechtswissenschaften der Philipps-Universität Marburg als Dissertation zur Begutachtung vorgelegt und am 11. Dezember 2017 in einem Disputationsvortrag verteidigt.

Bei der Bearbeitung berücksichtigt werden konnte vor allem die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie „Richtlinie 2017/828/EU zur Änderung der Richtlinie 2007/367EG“, die kurz vor der Einreichung veröffentlicht wurde. Auch die geplanten Änderungen zum *UK Corporate Governance Code* im Jahre 2018 konnten noch berücksichtigt werden. Literatur und Rechtsprechung wurden bis zum 29.01.2018 berücksichtigt.

Danken möchte ich ganz herzlich zunächst Professor Dr. Markus Roth, der mir während der ganzen Zeit meiner Promotion vom Januar 2015 bis zum Dezember 2017 mit vielen Gesprächen und mit vielen wertvollen Anregungen zur Seite stand. Auch im Rahmen der Arbeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels-, Wirtschafts- und Arbeitsrecht hat Professor Dr. Markus Roth mir die Möglichkeit gegeben, viele interessante Einblicke in verschiedene juristische Themengebiete zu erhalten, die diese Arbeit ebenfalls befriuchtet haben. Ich danke Professor Dr. Markus Roth auch für die äußerst zügige Erstellung des Erstgutachtens zu meiner Dissertation.

Mein weiterer Dank gilt Professor Dr. Sebastian Omlor LL.M., LL.M. der ebenfalls äußerst schnell das Zweitgutachten zu dieser Arbeit erstellte sowie Professor Dr. Michael Kling, der den Vorsitz der Prüfungskommission übernommen hat.

Ganz besonders danken möchte ich meiner Familie. Durch die Unterstützung meiner Familie, insbesondere meiner Eltern, Antje Pfeffer und Dr. Dietmar Hein, bin ich überhaupt erst in die Lage versetzt worden diese Arbeit zu schreiben und dafür bin ich zutiefst dankbar.

Auch möchte ich besonders meinen Großeltern Ingrid Pfeffer und Brunhilde Hein danken. Insbesondere meinem verstorbenen Großvater Hartmut Hein sowie Dr. Hans-Wilhelm Schulze hätte ich diese Arbeit wirklich gerne noch zeigen wollen, da sie in meiner Jugend ganz wesentlichen zu meiner immer größer werdenden Wissbegierde - nicht nur im juristischen Bereich - beigetragen und dadurch den Grundstein für diese Arbeit gelegt haben.

Abschließend danke ich von Herzen meiner Freundin Lea Fahle, die mich vor allem emotional in den letzten Jahren immer gestützt hat. Auch hat sie diese Arbeit Korrektur gelesen, wofür ich ihr ganz besonders dankbar bin.

Marburg, im Februar 2018

Hauke Hein



# Inhaltsübersicht

<b>VORWORT .....</b>	<b>7</b>
<b>INHALTSÜBERSICHT.....</b>	<b>9</b>
<b>INHALTSVERZEICHNIS .....</b>	<b>11</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>17</b>
<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>23</b>
<b>EINLEITUNG .....</b>	<b>25</b>
§ 1. INHALT DIESER ARBEIT .....	26
§ 2. GANG DER UNTERSUCHUNG .....	28
§ 3. BEGRIFFE UND DEFINITIONEN IM RAHMEN DIESER ARBEIT.....	28
<b>KAPITEL I. GRUNDLAGEN UND BEDEUTUNG VON AKTIONÄREN UND INSTITUTIONELLEN INVESTOREN .....</b>	<b>31</b>
§ 1. AKTIENGESellschaftEN UND DIE ROLLE DER AKTIONÄRE IM GESCHICHTLICHEN ÜBERBLICK .....	31
§ 2. BEDEUTUNG INSTITUTIONELLER INVESTOREN FÜR DEN KAPITALMARKT UND DIE PORTFOLIOGESELLSCHAFTEN .....	54
§ 3. AKTIONÄRSAKTIVISMUS UND AKTIVISTISCHE AKTIONÄRE IN DEUTSCHLAND.....	68
<b>KAPITEL II. STEWARDSHIP VERANTWORTUNG UND STEWARDSHIP KODIZES - ÜBERSICHT UND VERGLEICH NATIONALER UND SUPRANATIONALER STEWARDSHIP REGELUNGEN.....</b>	<b>72</b>
§ 1. DER UK STEWARDSHIP CODE.....	72
§ 2. DER JAPANISCHE STEWARDSHIP CODE.....	108
§ 3. STEWARDSHIP IN DEN NIEDERLANDEN.....	119
§ 4. (UNITED NATIONS) PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT .....	127
§ 5. DER SÜDAFRIKANISCHE CODE FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (CRISA) .....	144
§ 6. ICGN GLOBAL STEWARDSHIP PRINCIPLES.....	157
§ 7. SONSTIGE STEWARDSHIP KODIZES UND PFlichtEN .....	160
§ 8. ZUSAMMENFASSUNG UND ABSCHLIEßENDER GESAMTÜBERBLICK .....	165
§ 9. ABSCHLIEßENDE DEFINITION UND VERSTÄNDNIS DES BEGRIFFS „STEWARDSHIP VERANTWORTUNG“ .....	167
<b>KAPITEL III. ÄNDERUNG DER AKTIONÄRSRECHTERICHTLINIE.....</b>	<b>170</b>
§ 1. DIE ENTSTEHUNG DES RICHTLINIENVORSCHLAGS .....	170
§ 2. DIE GEÄNDERTE „AKTIONÄRSRECHTERICHTLINE“ - RICHTLINIE 2017/828/EU ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIE 2007/367EG .....	178
§ 3. ZUSAMMENFASSUNG .....	205
<b>KAPITEL IV. STEWARDSHIP IN DEUTSCHLAND – RECHTLICHE MÖGLICHKEITEN UND PROBLEME.....</b>	<b>207</b>
§ 1. ADRESSATEN VON STEWARDSHIP UND FORMALE UMSETZUNG IN DEUTSCHLAND .....	207
§ 2. MÖGLICHKEITEN DER AUSÜBUNG VON STEWARDSHIP VERANTWORTUNG <i>DE LEGE LATA</i> .....	211
§ 3. WEITERE AKTIENRECHTLICHE GRENzen BEI DER AUSÜBUNG VON STEWARDSHIP VERANTWORTUNG .....	290
§ 4. ÜBERBLICK ÜBER KAPITALMARKTRECHTLICHE GRENzen .....	322
<b>KAPITEL V. ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>332</b>
<b>VORSCHLAG FÜR EINEN DEUTSCHEN STEWARDSHIP KODEX.....</b>	<b>336</b>
§ 1. VORBEMERKUNGEN .....	336
§ 2. VORSCHLAG FÜR EINEN DEUTSCHEN STEWARDSHIP KODEX .....	338
§ 3. ERLÄUTERUNG DES KODEXVORSCHLAGS .....	343
<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>357</b>



# Inhaltsverzeichnis

<b>VORWORT .....</b>	<b>7</b>
<b>INHALTSÜBERSICHT.....</b>	<b>9</b>
<b>INHALTSVERZEICHNIS.....</b>	<b>11</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>17</b>
<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>23</b>
<b>EINLEITUNG .....</b>	<b>25</b>
§ 1. INHALT DIESER ARBEIT.....	26
§ 2. GANG DER UNTERSUCHUNG .....	28
§ 3. BEGRIFFE UND DEFINITIONEN IM RAHMEN DIESER ARBEIT.....	28
<b>KAPITEL I. GRUNDLAGEN UND BEDEUTUNG VON AKTIONÄREN UND INSTITUTIONELLEN INVESTOREN .....</b>	<b>31</b>
§ 1. AKTIENGESellschaften und die Rolle der Aktionäre im geschichtlichen Überblick .....	31
A. Geschichtliche Grundlagen der Entwicklung von Aktiengesellschaften in Europa.....	31
B. Der Code de commerce und die Entwicklung der Aktiengesellschaften nach 1800 in Mitteleuropa.....	34
C. Die Entstehung der deutschen Aktiengesellschaft .....	37
I. Die Geschichte des deutschen Aktienrechts.....	37
1. Die Schaffung des ADHGB von 1861.....	38
2. Die Gesetzesnovellen von 1870 und 1884 .....	41
3. Die Aktienrechtsreform von 1937.....	44
4. Das Aktiengesetz von 1965 .....	47
5. Zusammenfassung.....	49
II. Die heutige Stellung und Bedeutung der Aktionäre in der deutschen Aktiengesellschaft.....	50
1. Die Aktionäre .....	50
2. Die Hauptversammlung.....	53
§ 2. BEDEUTUNG INSTITUTIONELLER INVESTOREN FÜR DEN KAPITALMARKT UND DIE PORTFOLIOGESELLSCHAFTEN .....	54
A. Institutionelle Investoren als Aktionäre.....	55
B. Bedeutung institutioneller Investoren für den Kapitalmarkt und ihre Portfoliogesellschaften .....	58
I. Übersicht über global verwaltetes Vermögen und globale Aktienallokation institutioneller Investoren.....	59
II. Bedeutung institutioneller Investoren für die Aktionärsstruktur nationaler Aktienmärkte am Beispiel von Deutschland und Großbritannien .....	64
C. Zusammenfassung.....	67
§ 3. AKTIONÄRSAKTIVISMUS UND AKTIVISTISCHE AKTIONÄRE IN DEUTSCHLAND.....	68
<b>KAPITEL II. STEWARDSHIP VERANTWORTUNG UND STEWARDSHIP KODIZES – ÜBERSICHT UND VERGLEICH NATIONALER UND SUPRANATIONALER STEWARDSHIP REGELUNGEN.....</b>	<b>72</b>

§ 1. DER UK STEWARDSHIP CODE.....	72
A. Die sieben Prinzipien des <i>UK Stewardship Code</i> .....	73
B. Entstehung des UK Stewardship Code und Bedeutung institutioneller Investoren bei der Entstehung des Kodex .....	80
I. ISC Statement of Principles “The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents” (1991) .....	81
II. Der Cadbury Report (1992) und der Combined Code (1998).....	82
III. Der Myners Report (2001) und der überarbeitete Combined Code (2003)....	84
IV. Der Walker Report (2009) .....	86
V. Der Kodex des ISC (2008).....	91
VI. Die Konsultation durch das FRC (2010) .....	93
VII. Zusammenfassung und Bewertung.....	95
C. Weiterentwicklung – Vom 2010 Kodex zum 2012 Kodex.....	97
D. Akzeptanz und Zukunft des <i>UK Stewardship Code</i> .....	100
I. Die Unterzeichner des <i>UK Stewardship Code</i> .....	100
II. Auswirkungen der Änderungen des UK Corporate Governance Codes 2017/2018 auf die Zukunft des UK Stewardship Code.....	106
E. Zusammenfassung.....	107
§ 2. DER JAPANISCHE STEWARDSHIP CODE.....	108
A. Allgemeines zum Japan Stewardship Code und Corporate Governance in Japan .....	108
B. Die Prinzipien des Japan Stewardship Code .....	110
C. Akzeptanz und Zukunft des Japan Stewardship Code.....	114
D. Zusammenfassung.....	118
§ 3. STEWARDSHIP IN DEN NIEDERLANDEN.....	119
A. Stewardship im niederländischen Corporate Governance Kodex.....	119
B. Der Eumedion Kodex .....	123
C. Zusammenfassung.....	126
§ 4. (UNITED NATIONS) PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT .....	127
A. Entstehung der Principles for Responsible Investment.....	127
B. Die sechs Prinzipien .....	130
C. Akzeptanz, Wirkung und Zukunft der <i>UN PRI</i> .....	135
I. Die Unterzeichner der Prinzipien.....	135
II. Die Problemgruppe „Asset Owner“ .....	136
III. Qualität und Inhalt der jährlichen Berichte im Reporting Framework ....	140
D. Zusammenfassung.....	143
§ 5. DER SÜDAFRIKANISCHE CODE FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (CRISA) .....	144
A. Die Entstehung des südafrikanischen Kodex .....	145
B. Die fünf Prinzipien des <i>CRISA</i> .....	147
C. Akzeptanz des Kodex .....	154
D. Zusammenfassung.....	156
§ 6. ICGN GLOBAL STEWARDSHIP PRINCIPLES.....	157
§ 7. SONSTIGE STEWARDSHIP KODIZES UND PFLICHTEN .....	160
A. Der dänische Stewardship Code .....	161
B. EFAMA und der Assogestioni Stewardship Kodex in Italien.....	162

C.	Amec Stewardship Code in Brasilien .....	163
D.	Singapur Stewardship Code .....	163
E.	TWSE Stewardship Principles for Institutional Investors in Taiwan.....	164
§ 8.	ZUSAMMENFASSUNG UND ABSCHLIEßENDER GESAMTÜBERBLICK.....	165
§ 9.	ABSCHLIEßENDE DEFINITION UND VERSTÄNDNIS DES BEGRIFFS „STEWARDSHIP VERANTWORTUNG“	167
<b>KAPITEL III. ÄNDERUNG DER AKTIONÄRSRECHTERICHTLINIE.....</b>	<b>170</b>	
§ 1.	DIE ENTSTEHUNG DES RICHTLINIENVORSCHLAGS .....	170
A.	Die Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG aus dem Jahr 2007 .....	171
B.	Die Mitteilung „Europa 2020“ aus dem Jahr 2010.....	172
C.	Das Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten“ aus dem Jahr 2010 .....	173
D.	Das Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rahmen“ aus dem Jahr 2011 .....	175
E.	Der Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ aus dem Jahr 2012.....	177
§ 2.	DIE GEÄNDERTE „AKTIONÄRSRECHTERICHTLINE“ - RICHTLINIE 2017/828/EU ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIE 2007/367EG .....	178
A.	Identifizierung von Aktionären und die Rolle von Finanzintermediäre – Artikel 3a bis 3f.....	181
B.	Transparenz von institutionellen Investoren – Artikel 3g bis 3j und Artikel 2 lit. f) und g) .....	184
I.	Anwendungsbereich und Legaldefinitionen: Vermögensverwalter („asset manager“) und institutioneller Anleger („institutional investor“) – Artikel 1 Absatz 6 lit a) und b) und Artikel 2 lit. f.) und lit. g).....	185
II.	Artikel 3g – Stewardship Verantwortung europäischer institutioneller Investoren.....	190
III.	Artikel 3h, 3i, 3j und 3k.....	195
IV.	Zusammenfassung und Bewertung.....	197
C.	Kontrolle der Vergütung und von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen – Artikel 9a bis 9c.....	201
D.	Maßnahmen und Sanktionen – Artikel 14b .....	204
§ 3	ZUSAMMENFASSUNG .....	205
<b>KAPITEL IV. STEWARDSHIP IN DEUTSCHLAND – RECHTLICHE MÖGLICHKEITEN UND PROBLEME .....</b>	<b>207</b>	
§ 1.	ADRESSATEN VON STEWARDSHIP UND FORMALE UMSETZUNG IN DEUTSCHLAND .....	207
§ 2.	MÖGLICHKEITEN DER AUSÜBUNG VON STEWARDSHIP VERANTWORTUNG <i>DE LEGE LATA</i> .....	211
A.	Kollektivrechte als aktienrechtliche Kontrollmöglichkeit der Aktionäre – Stimmrecht auf der Hauptversammlung.....	211
I.	Möglichkeiten zur Stimmrechtswahrnehmung.....	212
1.	Satzungsänderungen nach §§ 118 Nr. 5, 179 Absatz 1 Satz 1, und insbesondere den Unternehmensgegenstand nach § 23 Absatz 3 Nr. 2 AktG .....	213
2.	Bestellung von Mitgliedern des Aufsichtsrats, Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat und sonstige Abstimmungsgegenstände nach § 119 AktG und <i>say on pay</i> und <i>related party transactions</i> .....	215

3. Verhinderung von Zufallsmehrheiten und Verringerung des Einflusses aktivistischer Investoren durch die Stimmrechtswahrnehmung institutioneller Investoren .....	220
4. Zusammenfassung .....	221
II. Stimmrechtsberatung („proxy voting“).....	222
III. Zusammenfassung .....	225
B. Individualrechte als aktienrechtliche Kontrollmöglichkeiten der Aktionäre – Auskunftsrecht, Rederecht, Antragsrecht und Anfechtungsrecht.....	226
I. Das Teilnahmerecht, Rederecht und Antragsrecht.....	226
1. Möglichkeiten der Ausübung von Teilnahmerecht, Rederecht und Antragsrecht .....	227
2. Allgemeine Grenzen der Ausübung von Teilnahmerecht, Rederecht und Antragsrecht .....	229
3. Zusammenfassung, Bewertung und Bedeutung für Stewardship Maßnahmen von institutionellen Investoren .....	229
II. Das Auskunftsrecht – Möglichkeiten und Grenzen für institutionelle Investoren.....	230
1. Möglichkeiten des Auskunftsverlangens nach § 131 Absatz 1 AktG.....	230
2. Allgemeine Grenzen der Ausübung des Auskunftsrechts .....	232
3. Zusammenfassung, Bewertung und Bedeutung für Stewardship Maßnahmen von institutionellen Investoren .....	234
III. Die Beschlusskontrollrechte.....	235
1. Möglichkeiten und allgemeine Grenzen .....	235
2. Zusammenfassung, Bewertung und Bedeutung für Stewardship – insbesondere in Hinblick auf die Problematik „räuberische Aktionäre“ ....	236
C. Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung.....	239
I. Die strikte Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft .....	239
II. Möglichkeiten der Kontaktaufnahme zum Vorstand .....	241
1. Kontaktmöglichkeiten zum Vorstand im Rahmen von „Investor Relations“ und „Roadshows“ .....	242
2. Entmachtung des Aufsichtsrats und Entstehung eines „Schattenaufsichtsrats“ – Verstoß gegen § 111 Absatz 1 AktG? .....	245
III. Möglichkeiten der Kontaktaufnahme zum Aufsichtsrat .....	248
1. Rechtliche Grundlagen der generellen Kontaktmöglichkeiten zwischen Aufsichtsrat und institutionellen Investoren.....	249
a. Gesamtanalogie aus §§ 171, 176 AktG und § 161 AktG.....	250
b. Umkehrschluss aus §§ 76, 111 Absatz 4 und Annexkompetenz aus den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats.....	252
c. Keine regelmäßige Pflichtverletzung gegen die Verschwiegenheitspflicht bei Kommunikation durch den Aufsichtsrat.....	257
d. Änderung der Ziffer 5.2 DCGK vom 7. Februar 2017 .....	260
e. Kontaktmöglichkeiten zum Kontrollorgan im Rahmen von Stewardship in den Niederlanden .....	264
f. Zusammenfassung .....	265

2. Inhaltliche Reichweite der Kommunikation mit institutionellen Investoren in Hinblick auf das Geschäftsführungsverbot nach § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG.....	267
a. „Geschäftsführung“ und das Geschäftsführungsverbot nach § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG .....	267
b. Grenzen des Kontaktes zu institutionellen Investoren im Lichte von § 111 Absatz 4 AktG .....	270
c. Zusammenfassung.....	277
3. Die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden .....	278
a. Grundsätzliche Konzentration der Kommunikationskompetenzen beim Aufsichtsratsvorsitzenden.....	278
b. Inhaltliche Ausgestaltung der Kommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden.....	285
4. Zusammenfassung .....	287
D. Zusammenfassung der Kontroll- und Kontaktmöglichkeiten von institutionellen Investoren zu Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung in Deutschland .....	289
<b>§ 3. WEITERE AKTIENRECHTLICHE GRENZEN BEI DER AUSÜBUNG VON STEWARDSHIP VERANTWORTUNG .</b>	<b>290</b>
A. (Informationelle) Gleichbehandlung von Aktionären durch Vorstand und Aufsichtsrat.....	290
I. Allgemeine Gleichbehandlung von Aktionären nach § 53a AktG .....	291
1. Die Entwicklung von § 53a AktG und die heute Bedeutung .....	291
2. Voraussetzungen und Inhalt des Gleichbehandlungsgebots und die Folgen des Verstoßes.....	294
II. Informationelle Gleichbehandlung und erweitertes Auskunftsrecht.....	297
III. Beschränkung der Ausübung von Stewardship Verantwortung aufgrund von § 53a und § 131 Absatz 4 AktG.....	300
1. Doppelfunktion von institutionellen Investoren .....	300
2. Möglichkeit der bewussten Ungleichbehandlung durch Kontakte zu institutionellen Investoren.....	301
3. Ausweitung von § 131 Absatz 4 AktG auf Informationen des Aufsichtsrats .....	305
IV. Zusammenfassung .....	307
B. Verschwiegenheitspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat aus § 93 Absatz 1 Satz 3 und aus § 116 Satz 2 AktG .....	308
C. Treuepflicht der Aktionäre .....	312
I. Die Treuepflicht bei der Stimmrechtswahrnehmung .....	313
II. Die Treuepflicht bei Ausübung sonstiger Rechte und Einwirkungsmöglichkeiten .....	315
D. Verbot ungebührliche Einflussnahme nach § 117 Absatz 1 AktG .....	317
E. Zusammenfassung.....	321
<b>§ 4. ÜBERBLICK ÜBER KAPITALMARKTRECHTLICHE GRENZEN .....</b>	<b>322</b>
A. Insiderhandel .....	323
B. Acting in Concert .....	327
C. Zusammenfassung.....	330

<b>KAPITEL V. ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>332</b>
<b>VORSCHLAG FÜR EINEN DEUTSCHEN STEWARDSHIP KODEX.....</b>	<b>336</b>
§ 1. VORBEMERKUNGEN .....	336
§ 2. VORSCHLAG FÜR EINEN DEUTSCHEN STEWARDSHIP KODEX .....	338
§ 3. ERLÄUTERUNG DES KODEXVORSCHLAGS .....	343
<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>357</b>

## Abkürzungsverzeichnis

Formalitäten, Maße, Einheiten und Fachbegriffe

a.E.	Am Ende
aA	Andere / Abweichende Ansicht
Abs.	Absatz
AG	Amtsgericht
AIF	Alternative Investmentfonds
AR	Aufsichtsrat
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
Bio.	Billionen
Bspw.	Beispielsweise
Bzw.	Beziehungsweise
Ca.	Circa
CEO	Chief Executive Officer (Vorstandsvorsitzende)
CFO	Chief Financial Officer (Finanzvorstand)
Ders.	Derselbe
Dies.	Dieselbe / Dieselbigen
Dt.	Deutsch
Ebd.	Ebenda
Ehm.	Ehemals / ehemalige/s/r
ESG	environmental, social and corporate governance
Et Al.	Et alia/aliae/alii (lat.); unter anderen
Etc.	Et cetera (lat.); und die übrigen
ETF	Exchange Traded Fund (Indexfond)
f.	Folgende
ff.	Fortfolgende
Fn.	Fußnote
h.M.	Herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber

IMC	Investment Management Company
IPO	Initial Public Offering
iVm	In Verbindung mit
lat.	Latein / Lateinisch
LG	Landgericht
lit.	litera (lat.); Buchstabe
m.w.N.	Mit weiteren Nachweisen
Mrd.	Milliarde
Nr.	Nummer
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlage in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.o.	Siehe oben
s.u.	Siehe unten
SALT	Strategic Arms Limitation Talks
u.a.	Unter anderem / unter anderen
Vgl.	Vergleiche

## Institutionen, Staaten

AdAR	Arbeitskreis deutscher Aufsichtsrat e.V.
ADR	Akademie für Deutsches Recht
AIC	The Association of Investment Companies
AIF	Alternativer Investmentfond
Amec	Associação de Investidores no Mercado de Capitais (The Association of Capital Markets Investors) (Brasilien)
AMF	Autorité des marchés financiers (Finanzmarktaufsicht Frankreich)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzaufsicht
BASF	Badische Anilin- & Soda-Fabrik (ehm. Bezeichnung)
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht

BOFI	Banks and other financial institutions
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVV	Versicherungsverein des Bankengewerbes
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
DIHK	Deutsche Industrie und Handelskammer
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DJT	Deutscher Juristentag
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V:
Dt.	Deutsch
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof (Der Gerichtshof)
FCA	Financial Conduct Authority (UK)
FCA	Financial Conduct Authority
FRC	Financial Reporting Council
FSA	Financial Services Agency (Japan)
GDV	Gesamtverband der deutschen Versicherer
HM Treasury	Her Majesty's Treasury
ICGN	International Corporate Governance Network
IIC	Institutional Investor Committee
IIC (2010)	Institutional Investor Council (Vorgänger des Institutional Investor Committee)
IMA	Investment Management Organisation
IoDSA	The Institute of Directors South Africa
SC	Institutional Shareholders Comittee (heutige Bezeichnung: IIC)
KG	Kammergericht Berlin
KGaA	Komanditgesellschaft auf Aktien
LSE	London Stock Exchange

NAPF	National Association of Pension Funds (heutige Bezeichnung: Pension and Lifetime Savings Association)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
ONS	Office for National Statistics (Großbritannien)
PRI	Principles for Responsible Investment Association
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
TCI	The Childrens Investmentfond
TWSE	Taiwan Stock Exchange
U.S.	United States
U.S.S.R.	Union of Soviet Socialist Republics
UN	United Nations
UNEP FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative
UNGC	United Nations Global Compact
VARD	Vereinigung der Aufsichtsräte in Deutschland e.V.
VBL	Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder
VCI	Verband der Chemie Industrie e.V.
Ver.di	Vereinte Dienstleistungsgewerkschaft
VSUD	Vereinigung Schweizerischer Unternehmer in Deutschland

### Gesetze, Richtlinien, Verordnungen Kodizes und Prinzipien

ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
AktG	Aktiengesetz
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
COBS	Conduct of Business Sourcebook
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodek
ERISA	Employment Retirement Income Security Act
GG	Grundgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
ICGN Principles	Principles of the International Corporate Governance Networks on Institutional Investor Responsibilites
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch

KAPrüfbV	Verordnung über den Gegenstand der Prüfung und die Inhalte der Prüfungsberichte für externe Kapitalverwaltungsgesellschaften, Investmentaktiengesellschaften, Investmentkommanditgesellschaften und Sondervermögen
KWG	Kreditwesensgesetz
LMV	Ley del Mercado de Valores (Wertpapiergesetz Spanien)
RG AMF	Règlement général Autorité des marchés financiers
RL	Richtlinie
SSP	Singapore Stewardship Principles
U.S.C.	Code of Laws of the United States (United States Code)
UN PRI	United Nations Principles for Responsible Investment
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz)
VO	Verordnung
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
WFT	Wet op het financieel toezicht ( Act on Financial Supervision; Finanzaufsichtsgesetz) (Niederlande)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz

### *Quellen- und Literaturabkürzungen*

ABl.	Amtsblatt
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft
ARS	Arbeitsrechtliche Sammlungen (Entscheidungen des Reichsarbeitsgerichts und der Landesarbeitsgerichte)
BB	Betriebsberater
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BOARD	Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland

CG	Corporate Governance: An International Review
DB	Der Betrieb
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
EBOR	European Business Organization Law Review
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Frankfurter Komm	Frankfurter Kommentar zum DCGK
FS	Festschrift
GmbHR	GmbH Rundschau
GroßKomm	Großkommentar zum Aktiengesetz
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung
KK AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
MüKomm	Münchener Kommentar
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
RegBegr.	Regierungsbegründung
RGZ	Entscheidungen des Reichsgericht in Zivilsachen
SZW	Schweizer Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
ZAkDR	Zeitschrift der Akademie für Deutsches Recht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (vorher: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht)
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 – Institutionelle Aktionäre .....	57
Abbildung 2 – Verwaltetes Vermögen der ‚klassischen‘ Institutionellen Investoren .....	59
Abbildung 3 – Verwaltetes Vermögen der ‚alternativen‘ Institutionellen Investoren .....	60
Abbildung 4 – Aktienanteil (in %) bei klassischen institutionellen Investoren...	61
Abbildung 5 – Anlageverteilung (in %) Versicherungen.....	62
Abbildung 6 – Anlageverteilung (in %) Investmentfonds .....	62
Abbildung 7 – Anlageverteilung (in %) Pensionsfonds.....	63
Abbildung 8 – Aktionärsstruktur DAX 30 (gerundet) nach deutscher Bundesbank 2014 .....	64
Abbildung 9 – Aktionärsstruktur DAX 30 (gerundet) nach DIRK / IPREO 2015.....	65
Abbildung 10 – Aktionärsstruktur britischer, börsennotierter Unternehmen nach ONS .....	66
Abbildung 11 – UK Stewardship Code Principles, .....	74
Abbildung 12 - Guidance Principle 3 UK Stewardship Code – Monitoring.....	76
Abbildung 13 – Vergleich – UK Stewardship Code 2010 / ISC Kodex 2008....	93
Abbildung 14 – Prinzip 7 UK Stewardship Code 2010 / 2012 .....	99
Abbildung 15 – Unterzeichner UK Stewardship Code .....	101
Abbildung 16 – Einleitungssatz - Japan / UK Stewardship Code .....	110
Abbildung 17 – Prinzipien Japan / UK Stewardship Code.....	112
Abbildung 18 – Unterzeichner Japan Stewardship Code.....	115
Abbildung 19 – Principles for Responsible Investment.....	131
Abbildung 20 – Code for Responsible Investment in South Africa, S. 3.....	148
Abbildung 21 – Vergleich Japan Stewardship Code / UK Stewardship Code / CRISA .....	153
Abbildung 22 – Anwendungsbereich der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie .....	188



## Einleitung

Institutionelle Investoren halten nach aktuellen Untersuchungen mindestens 60 Prozent der Aktien der größten börsennotierten deutschen Unternehmen, insbesondere der DAX30 Unternehmen.<sup>1</sup> Ähnlich oder teilweise noch bedeutender ist die Stellung, die institutionelle Investoren auf anderen Kapitalmärkten einnehmen.<sup>2</sup> Infolge dieser enormen Investitionskraft haben institutionelle Investoren einen entsprechenden makroökonomischen Einfluss auf die internationalen Kapitalmärkte. Darüber hinaus können institutionelle Investoren als finanzstarke Aktionäre auch in mikroökonomischer Hinsicht bedeutenden Einfluss auf die Gesellschaften ausüben, in die sie investiert haben.

Die Finanzmarktkrise hat dabei allerdings unter anderem aufgezeigt, dass vor allem institutionelle Aktionäre ihren enormen Einfluss oftmals nicht genutzt haben und durch passive Verhaltensweisen und auf kurzfristige Gewinne ausgerichtet Grundlagen der Corporate Governance und einer langfristigen Wertentwicklung entgegengewirkt haben.<sup>3</sup>

Entsprechend sollte diese große Macht zur Einflussnahme auf die Kapitalmärkte und auf einzelne Unternehmen in Zukunft zunehmend mit einer entsprechenden Verantwortung verbunden werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu: *Deutsche Bundesbank*, Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise, 2014 S. 24; *DIRK/Ipreo*, Investoren der Deutschland AG 3.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2016 S. 4.

<sup>2</sup> Vgl. *OECD*, OECD Corporate Governance Factbook, 2017, S. 11 ff und S. 83 ff.; hinsichtlich der Bedeutung für den britischen Aktienmarkt vgl. insbesondere: *Office for National Statistics*, Ownership of UK Quoted Shares: 2014, 2015

<sup>3</sup> *Europäisches Parlament und Europäischer Rat*, Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.05.2017 20.05.2017, Erwägungsgrund 2

“With great power there must also come great responsibility”.<sup>4</sup>

Wollen institutionelle Aktionäre aktiv und verantwortungsvoll mit ihren Investitionen umgehen haben sie allerdings Grenzen zu beachten. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht stellen sich insofern bereits Fragen hinsichtlich des Umgangs mit Insiderinformationen und der Zurechnung von Stimmrechten beim kollektivem Zusammenwirken mit anderen institutionellen Investoren. Interessant und in den letzten Jahren bereits häufiger Inhalt der rechtlichen Diskussion sind aber vor allem auch die Möglichkeiten und Grenzen die das deutsche Gesellschaftsrecht den Möglichkeiten dieser besonderen Gruppe von Aktionären zugesteht Einfluss auf die Geschicke „ihrer“ Portfolio-Gesellschaften zu nehmen. Auch vor dem Hintergrund des oftmals negativ konnotierten Verhaltens aktivistischer Investoren, ist es angebracht umfassend zu untersuchen, welche Rolle das deutsche Aktienrecht institutionellen Investoren zugestehen kann und sollte und wo die Grenzen der Möglichkeiten der Interaktion zwischen Aktionären, Gesellschaft und deren Organen gezogen werden müssen.

## § 1. Inhalt dieser Arbeit

Diese Arbeit untersucht daher die Wahrnehmung der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren. Insofern sollen allerdings weniger die wirtschaftlichen und verhaltensökonomischen Grundlagen für eine mangelhafte Wahrnehmung dieser Verantwortung in der Vergangenheit im Fokus dieser Arbeit stehen.<sup>5</sup> Viel-

---

<sup>4</sup> Der Ursprung dieses Zitats lässt sich nicht zweifelsfrei klären, am bekanntesten ist wohl diese Verwendung bei *Lee, Amazing Fantasy: Spider Man*, 1962, S. 11; auch wird dieses Zitat etwas später im Zusammenhang der SALT I Unterzeichnung leicht verändert verwendet von *Nixon, Toasts of the President and Nikolai V. Podgorny, Chairman of the Presidium of the Supreme Soviet of the U.S.S.R., at a Dinner in Moscow, 1972*, „With great power goes great responsibility.“ Auch im Zusammenhang der französischen Revolution wird dieses Zitat in ähnlicher Form verwendet wie sich aus Unterlagen des Nationalkonvents ergibt: *Convention Nationale, Collection générale des décrets rendus par la Convention Nationale IX*, 1793, S. 72, „Il doivent envisager qu'une grande responsabilité est la suite inseparable d'un grand pouvoir.“ („Sie müssen bedenken, dass große Verantwortung untrennbar großer Macht folgt.“). Schließlich ließe sich hier auch noch ein Vergleich des Korrelats von Einflussmacht und Verantwortung bei der Wahrnehmung von Verwaltungsrechten durch die Aktionäre ziehen, das der BGH bereits im Rahmen der *Linotype* Entscheidung umrissen hat: *Bundesgerichtshof* vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103,184 = NJW 1988, 1579: „Auch bei der Aktiengesellschaft hat ein Mehrheitsgesellschafter die Möglichkeit, durch Einflussnahme auf die Geschäftsführung die gesellschaftsbezogenen Interessen der Mitgesellschafter zu beeinträchtigen, so dass auch hier als Gegengewicht die gesellschaftsrechtliche Pflicht zu fordern ist, auf diese Interessen Rücksicht zu nehmen.“

<sup>5</sup> Vgl. hierzu bspw.: *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 106 ff.; *Chung/Talanicar*, CG 2010,

mehr soll ein Verständnis für den rechtlich relevanten Inhalt der Stewardship Verantwortung und die rechtlichen Möglichkeiten und Grenzen der Umsetzung dieser Verantwortung insbesondere im deutschen Recht gegeben werden.

Hierzu werden vor allem als ein Schwerpunkt dieser Arbeit die in den letzten Jahren entwickelten Stewardship Kodizes dargestellt und verglichen werden. Insbesondere der *UK Stewardship Code*, der *Japan Stewardship Code*, Stewardship im niederländischen Corporate Governance Kodex und im *Eumedion Code*, der südafrikanische *CRISA* Kodex, schließlich werden aber auch weitere supranationalen Kodizes wie die *UN Principles for Responsible Investment* und *ICGN Global Stewardship Principles* besprochen. Auf dieser Grundlage soll ein Gesamtverständnis von Stewardship Verantwortung herausgearbeitet werden.

Einen zweiten Schwerpunkt dieser Arbeit stellt die Darstellung der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie<sup>6</sup> und insbesondere die Umsetzungsmöglichkeit des Artikel 3g in Deutschland dar. Dabei wird insbesondere auf verschiedene rechtliche Probleme eingegangen, die sich aus der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung ergeben können.

Ein vertiefender Schwerpunkt wird dabei vor allem auf aktienrechtliche Kompetenzprobleme gelegt, die sich aus einem Kontakt von institutionellen Investoren zum Vorstand oder dem Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung ergeben können.

Kapitalmarktrechtliche Probleme werden in diesem Zusammenhang zwar angesprochen, allerdings werden diese im Rahmen dieser Arbeit nicht umfassend behandelt, da sich insofern primär auf gesellschaftsrechtliche Probleme konzentriert wird. Auch wird das Verhältnis zwischen institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern zwar beleuchtet, eine ausführliche Behandlung der aus diesem Verhältnis entstehenden Probleme soll im Rahmen dieser Arbeit allerdings nicht erfolgen.

Ziel dieser Arbeit ist, einen Diskussionsvorschlag zur Umsetzung der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung in Deutschland in Form eines Deutschen Stewardship Kodex zu geben.

---

253, 253 ff.; *Fleischer/Strothotte*, AG, 221–223, 224 f.; *Freitag*, AG, 647–655, 648 ff.; *Hofstetter*, in: *Crone/Forstmoser/Zäch* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, 2004, S. 507, S. 511; siehe auch: *Walker*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009, Ziffer 5.16 ff.;

<sup>6</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.05.2017 20.05.2017

Die Darstellung und Diskussion des internationalen Verständnisses von Stewardship Verantwortung, die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie und die aktienrechtlichen Möglichkeiten und Grenzen der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung sollen die Grundlage für diesen Vorschlag bilden.

## **§ 2. Gang der Untersuchung**

Die Untersuchung der verschiedenen Probleme und die Darstellung und Diskussion der Grundlagen ist dabei in vier Kapitel, diesen einleitenden und einen Schlussteil unterteilt:

In Kapitel I wird zunächst auf historische Grundlagen von Aktiengesellschaften und der Rolle der Aktionäre eingegangen und ein Überblick über die heutige Bedeutung institutioneller Investoren und Vermögensverwalter gegeben. Auch wird die Rolle aktivistischer Aktionäre in den vergangenen Jahren kurz dargestellt.

In Kapitel II wird die heutige Bedeutung der Verantwortung institutioneller Investoren, der Stewardship Verantwortung, anhand der in verschiedenen Ländern entwickelten Stewardship Kodizes dargestellt und verglichen und versucht eine abschließende Definition dieses Begriffs zu entwickeln.

In Kapitel III wird auf die aktuelle Änderung der Aktionärsrechterichtlinie und das darin ausgedrückte Verständnis der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren und Vermögensverwalter untersucht.

In Kapitel IV wird schließlich die Möglichkeiten zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung durch institutionelle Investoren in Deutschland untersucht. Hierbei werden die aktienrechtlichen Verwaltungsrechte dargestellt und schwerpunktmäßig untersucht, ob und wie institutionelle Investoren darüber hinaus Einfluss auf die Vorstände oder Aufsichtsräte ihrer Portfoliounternehmen nehmen können.

Die Ergebnisse dieser Untersuchungen in Kapitel I - IV sollen schließlich in Form eines Vorschlags eines Deutschen Stewardship Kodex zusammengefasst werden, wobei sich insbesondere bei der Erläuterung dieses Vorschlags – entsprechend der in dieser Arbeit getroffenen Feststellungen – wieder auf kompetenzrechtliche Probleme des Aktienrechts konzentriert werden wird.

## **§ 3. Begriffe und Definitionen im Rahmen dieser Arbeit**

Zur Übersicht soll an dieser Stelle bereits wesentliche Begrifflichkeit, die im Rahmen dieser Arbeit regelmäßig verwendet werden, in Grundzügen beschrieben werden. Diese Definitionen bauen regelmäßig unmittelbar auf das Verständnis der jeweiligen Begriffe in den verschiedenen, in dieser Arbeit diskutierten Stewardship Kodizes oder Studien auf und versuchen so eine verallgemeinerte Definition der jeweiligen Begrifflichkeit darzustellen. Zu beachten ist daher, dass im Zusammenhang mit den einzelnen unten dargestellten Kodizes das Verständnis der Begrifflichkeiten teilweise abweicht. Die folgenden Definitionen orientieren sich dabei

vor allem an dem Verständnis der Begriffe im Rahmen der überarbeiteten Aktiö-närsrechterichtlinie, da diese auch als Grundlage der Diskussion rechtlicher Probleme im Zusammenhang mit Stewardship und zur Umsetzung von Stewardship in Deutschland genommen wird.

#### *Institutioneller Investor (engl.: Institutional Investor)*

Im Rahmen dieser Arbeit sind zunächst vor allem Unternehmen der betrieblichen Altersversorgung (in Deutschland: Pensionsfonds und Pensionskassen) und Ver-sicherungsgesellschaften als „institutionelle Investoren“ zu verstehen. Insofern handelt es sich bei dieser Definition des Begriffs „institutionelle Investoren“ um *asset owner*, also institutionelle Investoren im engeren Sinne.

Allerdings wird der Begriff „institutioneller Investor“ im Rahmen dieser Ar-beit regelmäßig auch für die Gruppe der *asset manager* (Vermögensverwalter) ver-wendet. Dies geschieht zum einen bereits aus praktischen Gründen, da eine solche Generalisierung den Lesefluss erleichtert, zum anderen wird eine solche Verallge-meinerung aber auch von einigen Stewardship Kodizes, wie insbesondere dem britischen Kodex, vorgenommen. Insofern wird der Begriff „institutioneller Investor“ im Rahmen dieser Arbeit grundsätzlich im weiteren Wortsinne verwendet und erfasst somit sowohl *asset owner* und *asset manager*.

#### *Institutioneller Anleger*

Der Begriff „institutionelle Anleger“ wird in dieser Arbeit grundsätzlich als Syno-nym für den Begriff „institutioneller Investor“ verwendet. Die Begrifflichkeit „in-stitutioneller Anleger“ geht dabei vor allem auf die überarbeitete Aktionärsrech-terichtlinie zurück, die den englischen Begriff „institutional investors“ in der deutschen Fassung mit „institutioneller Anleger“ übersetzt. Der Begriff „institu-tioneller Anleger“ umfasst dabei allerdings nur die Gruppe der *asset owner*, sodass man auch von „institutionellen Investoren im engeren Sinne“ sprechen kann.

#### *Institutioneller Aktionär*

Diese Begrifflichkeit wird im Zusammenhang mit gesellschaftsrechtlichen Prob-lemen gewählt. „Institutioneller Aktionär“ stellt somit ein weiteres Synonym des Begriffs „institutioneller Investor“ im gesellschaftsrechtlichen Kontext dar. Er-fasst werden hiervon auch institutionelle Investoren im weiteren Sinne.

#### *Asset Owner*

Im Unterschied zu Vermögensverwaltern sind *asset owner* die Institutionen, die Kapital von ihren Anlegern sammeln und dieses selbst oder durch Dritte verwalten lassen. Auch der Begriff „*asset owner*“ kann als ein Synonym zum Begriff „institu-tioneller Investor“ verstanden werden und umfasst daher Pensionsfonds (und Pensionskassen), Versicherungsgesellschaften und Investmentfonds. *Asset owner* unterscheiden sich insofern von Vermögensverwaltern, den „*asset manager*“.

### *Vermögensverwalter (engl.: Asset Manager)*

Vermögensverwalter sind solche Unternehmen, die für Dritte Vermögen verwalten oder selbst, entweder als externe oder interne Verwaltungsgesellschaft, einen Investmentfond verwalten. Selbstverwaltende Investmentfonds lassen sich somit sowohl der Gruppe der *asset owner* wie auch der Gruppe der *asset manager* zuordnen. Im Rahmen von Stewardship werden diese, wie auch die Definition in der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie andeutet, den Vermögensverwaltern (*asset manager*) zugeordnet.

### *Portfoliogesellschaft*

Der Begriff der “Portfoliogesellschaft” stellt aus der Sicht von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern die Gesellschaften dar, deren Aktien sie durch ihre Investitionen erworben haben.

### *Finalbegünstigter (engl.: Ultimate Beneficiary / Beneficial Owner)*

Als Finalbegünstigte werden Anleger von institutionellen Investoren angesehen. Hierzu gehören solche Personen, die einen Anspruch auf Auszahlung einer Pension oder Rente gegenüber einem Pensionsfond oder einer Pensionskasse oder einer Lebensversicherung haben oder die einen direkten Anspruch auf Auszahlung gegenüber einem Investmentfond. Hierbei kann es sich auch um mittelbare Ansprüche handeln, wenn beispielsweise ein Unternehmen für einen Arbeitnehmer Vermögenswerte bei einem institutionellen Investor anlegt.

### *Stewardship Verantwortung*

Die Stewardship Verantwortung umfasst grundlegende Aufgaben institutioneller Investoren und Vermögensverwalter, die diese in Folge ihrer Investitionen in ihre Portfoliogesellschaften und den damit verbundenen Einflussnahmemöglichkeiten wahrnehmen. Dies umfasst vor allem die Wahrnehmung von Stimmrechten oder weiteren Verwaltungsrechten, aber auch weitere Maßnahmen, wie der Kontakt zu Vorstand (und Aufsichtsrat). Auf die Begrifflichkeit „Stewardship Pflicht“ wird weitestgehend verzichtet, da die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung nicht mittels harter Rechtspflichten umfassend durchgesetzt wird.

# Kapitel I. Grundlagen und Bedeutung von Aktionären und institutionellen Investoren

Im ersten Kapitel dieser Arbeit wird zunächst die historische Bedeutung von Aktionären in der (deutschen) Aktiengesellschaft sowie die aktuelle Bedeutung und Rolle von institutionellen Investoren dargestellt.

Um verstehen zu können worauf die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung zukünftig abzielen kann und in welche Richtung sich vor allem das deutsche Aktienrecht derzeit entwickelt, soll also zunächst ein Überblick über die Geschichte und die Ursprünge des Aktienrechts und die gewandelte Rolle der Aktionäre gegeben werden (§ 1). Anschließend wird ein Überblick über die Bedeutung von institutionellen Investoren als besondere Gruppe der Aktionäre gegeben (§ 2). Abschließend soll auf aktivistische Investoren und den Begriff „Aktionärsaktivismus“ eingegangen werden, der in Zusammenhang mit der Aktivierung von institutionellen Investoren und Stewardship gestellt wird (§ 3).

## § 1. Aktiengesellschaften und die Rolle der Aktionäre im geschichtlichen Überblick

Im Folgenden wird also ein Überblick über die Ursprünge und Entwicklungen der Aktien-, Finanz, und Gesellschaftsrechtssysteme in verschiedenen Rechtsordnungen gegeben. Hierdurch soll ein Grundverständnis für die in dieser Arbeit behandelte Stewardship Verantwortung institutioneller Aktionäre geschaffen werden, auf das dann im Folgenden aufgebaut werden kann.

Auch kann hierdurch gut gezeigt werden, inwiefern die Kontrolle der Aktiengesellschaft durch ihre Aktionäre bereits Mitte des 19. Jahrhunderts ein großes Thema bei den Nürnberger Beratungen zum ADHGB waren und warum der relativ neue Gedanke einige Aktionäre zur Kontrolle zur verpflichten gar nicht so neu ist und eigentlich nur eine konsequente Fortentwicklung der Gedanken im 19. Jahrhundert darstellt.

Zunächst soll die Entwicklung von Aktiengesellschaften und vor allem der deutschen Aktiengesellschaft im 19. Jahrhundert in Folge des *Code de commerce* beschrieben werden (A.). Anschließend wird dargestellt wie sich die Aktiengesellschaft in Deutschland und die Rolle des Aktionärs und seine Funktion bei der Willensbildung sowie der Unternehmenskontrolle im Laufe der Zeit verändert hat (B.)

### A. Geschichtliche Grundlagen der Entwicklung von Aktiengesellschaften in Europa

Wie oft in der geschichtlichen Betrachtung kann man auch in der Geschichte des Gesellschaftsrechts keinen genauen Zeitpunkt der Entstehung der Rechtsform

„Aktiengesellschaft“ festmachen.<sup>7</sup> Am einfachsten wäre es diesen Zeitpunkt noch auf das Jahr 1807 zu datieren, da in diesem Jahr der *Code de commerce* in Kraft trat und durch diesen die Grundlage für das moderne Aktienrecht in Europa gelegt wurde.<sup>8</sup> Allerdings zeigt sich, dass die Ursprünge von Aktiengesellschaften bereits in der Antike gefunden werden können, sodass die Idee von Aktiengesellschaften oder zumindest diesen ähnelnden Gesellschaftsformen viel weiter zurückgehen muss.

In der rechtshistorischen Literatur wird hier insbesondere immer wieder die *societas publicanorum* genannt. Eine im römischen Recht anerkannte *societas* war als Grundform zunächst eine Vereinigung, die zu jedem (legalen) Zweck gegründet werden konnte, allerdings keine eigene Rechtssubjektivität besaß.<sup>9</sup> Die genannte *societas publicanorum* war hierbei eine Sonderform, die sich auf die Verwaltung von Staatsangelegenheiten konzentrierte<sup>10</sup> und im Unterschied zu ihrer Grundform – der einfachen *societas* – mit einigen Besonderheiten ausgestattet war, wie zum Beispiel der Loslösung von der Personengebundenheit der Gesellschafter, der Möglichkeit für die Gesellschafter einen rechtlichen Vertreter für die Gesellschaft wählen zu können, und schließlich sogar der Möglichkeit sogenannte *partes* (also Anteilsscheine) auszustellen, die frei gehandelt werden konnten.<sup>11</sup> Auch gab es bereits zu diesem Zeitpunkt die Möglichkeit einen Gesellschafter von der Haftung auszuschließen und ihm gleichzeitig einen Teil des Gewinns der *societas publicanorum* (ähnlich einer Dividende) zukommen zu lassen.<sup>12</sup>

Interessant erscheint in diesem Zusammenhang auch, dass diese „Dividende“ einen Anspruch darstellte, der durch eine Klage (lat.: *actio*) eingeklagt werden konnte, sodass sich hieraus auch der Ursprung des Wortes „Aktie“ als klagbarer Anspruch am Unternehmenserfolg erklären könnte.<sup>13</sup>

---

<sup>7</sup> Assmann, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung, Rn. 13; Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Einleitung, Rn. 14; Rüble, Aktienindizes in Deutschland, 1991, S. 9.

<sup>8</sup> Zum *Code de commerce* s.u., S. 34 ff.

<sup>9</sup> Vgl.: Backhaus, Zeitschrift der Savigny-Stiftung für Rechtsgeschichte 1 2004, 233–261, 237; Malmendier, in: Bagnall/Brodersen/Champion et al. (Hrsg.), The Encyclopedia of Ancient History, 2013, Stichwort „Societas“ und Stichwort „Publicani“

<sup>10</sup> Staatsangelegenheiten meint hierbei insbesondere das Eintreiben von Steuern, das durch die Sonderform der *societas vectigalium*, betrieben wurde, sowie das Bauen von Straßen und Staatsgebäuden.

<sup>11</sup> Vgl. hierzu auch weiterführend: Malmendier, Societas publicanorum, 2002.

<sup>12</sup> Malmendier, in: Bagnall/Brodersen/Champion et al. (Hrsg.), The Encyclopedia of Ancient History, 2013, Stichwort „Societas“ und Stichwort „Publicani“

<sup>13</sup> Cordes/Jahntz, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 9; wie diese klarstellen, wurde das Wort „Aktie“ ähnlich des heutigen Verständnisses allerdings erst in einem Prozess ab dem 15. Jahrhundert, der schließlich 1807 durch den *Code de commerce* seinen

Die Grundideen der Aktiengesellschaft, nämlich die Möglichkeiten einen Gesellschafter in der Haftung zu beschränken, ihm aber trotzdem eine Art Dividende auszugeben und schließlich sogar seine Gesellschaftsanteile handeln zu können, waren also schon ca. 1500 Jahre vor dem *Code de commerce* bekannt.

1407 wurde in Genua die St. Georgsbank (*Banco di San Giorgio*) gegründet. Durch diese gab der Staat Obligationen an private Investoren heraus, die dem Staat bei der Finanzierung der Staatschulden helfen sollten und den Investoren einen festen Zins in Höhe von 7% garantierten. Als der Staat die Zinsen auf diese Obligationen im Jahre 1419 aber schließlich nicht mehr zahlen konnte, wurde den Gläubigern kein fester Zins mehr gezahlt, sondern ein fortwährender relativer Anteil an den Steuereinnahmen, die die Einnahmen der Staatsbank darstellten. Aus der ehemaligen Obligation wurde also ein Dividendenpapier und die ehemaligen Gläubiger wurden somit zu Anteilseignern.<sup>14</sup>

Auch wenn die Vermutung naheliegt, dass bei anderen Staatsbanken – auch vor 1407/1419 – eine ähnliche Umwandlung bereits stattgefunden haben mag, wird die Georgsbank doch weithin von einigen Autoren als erste Aktiengesellschaft bezeichnet. Zwar gab es bei dieser auch wie gerade beschrieben eine Dividende für die „Aktionäre“ und scheinbar keine weitergehende Haftung. Die Tatsache, dass die Bank aber aufgrund der wirtschaftlichen Umstände des Staates zu einer aktiengesellschaftsähnlichen Gesellschaft umgewandelt wurde, und die Tatsache, dass es sich bei den Einkünften dieser Bank um Steuereinnahmen und nicht um den Erfolg einer wirtschaftlichen Unternehmung handelt, wird aber zurecht als Kritikpunkt an der vor allem von Renaud vertretenen Auffassung, die Georgsbank sei die erste Aktiengesellschaft gewesen, gesehen.<sup>15</sup> Auch die regelmäßigen Ausschüttungen werden insofern wohl eher dem Charakter eines Rentenpapiers als einer Aktie gerecht, die eben als Finanzierungsmittel risikobehafteter Unternehmen fungiert.<sup>16</sup>

Letzter wesentlicher Entwicklungsabschnitt der Aktiengesellschaften vor dem *Code de commerce* von 1807, sind die Handelskompanien und hier soll insbesondere auf die Niederländischen Ostindien Kompanie (*Vereenigde Oostindische Compagnie*,

---

Abschluss fand, entwickelt und somit noch nicht in der Antike gebraucht; vgl. auch: *Bösselmann*, Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, 1939, S. 53.

<sup>14</sup> Siehe zum gesamten Absatz: *Bösselmann*, Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, 1939, S. 52; *Rühle*, Aktienindizes in Deutschland, 1991, S. 10; mit Verweis auf *Renaud*, Das Recht der Actiengesellschaft, 1963.

<sup>15</sup> *Rühle*, Aktienindizes in Deutschland, 1991, S. 10, m.w.N.

<sup>16</sup> *Assmann*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung, Rn. 14

VOC) eingegangen werden, die im Jahre 1602 gegründet wurde, und als „Mutter“ der modernen Aktiengesellschaft gilt“.<sup>17</sup>

Diese Kompanie wurden gegründet, um den Handel mit Asien zu ermöglichen. Da es zu diesem Zeitpunkt noch keine festen Handelsrouten und insbesondere Handelsposten auf dem Weg nach Asien gab, fand der Handel mit den asiatischen Gebieten durch zeitlich lange, bis zu 5 Jahre dauernde Handelsreisen statt. Schon aufgrund der Dauer dieser Reisen, aber auch aufgrund des Ausfallrisikos stellte eine solche Reise die Händler vor erhebliche wirtschaftliche Investitionen, die sie nicht ohne weiteres alleine bewältigen konnten.<sup>18</sup>

Um diesen Kapitalbedarf zu decken, wurden Handelskompanien wie die VOC gegründet, in die die Investoren Einlagen leisteten, die sie – schon aufgrund der gezeigten Langfristigkeit der Unternehmung – bis zum Ende der Handelsreise nicht zurückfordern konnten, aber deren Anteilsscheine sie jederzeit frei handeln konnten.<sup>19</sup>

Diesen aktiengesellschaftsähnlichen Eigenschaften standen aber eine etwaige Nachschusspflicht und vor allem die Ausstattung der Kompanie mit staatlichen Hoheitsrechten (die sogar soweit gingen, dass die VOC die Möglichkeit hatte, niederländische Soldaten anzuwerben und Krieg zu führen) entgegen, sodass diese Kompanien zwar nach der Kapitalstruktur einer AG ähnelten, aber ansonsten eher eine Einrichtung des öffentlichen Rechts war.<sup>20</sup>

## B. Der Code de commerce und die Entwicklung der Aktiengesellschaften nach 1800 in Mitteleuropa

Grundstein des modernen (deutschen und französischen) Aktienrechts, dass auch erstmals diesen Namen trug, war schließlich der *Code de commerce* von 1807.

Durch dieses unter Napoleon entwickelte Gesetzesvorhaben, das aus diesem Grund auch – zusammen mit den vier weiteren Gesetzesbüchern – als *Code*

---

<sup>17</sup> Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 66f.; mit Verweis auf: Paul Frentrop, A History of Corporate Governance, 1602-2002., 2002, 2003, S. 49ff; Gepken-Jager, VOC 1602-2002, 2005.

<sup>18</sup> Vgl. ders.; mit Verweis auf: Dippel, DRiZ, 315–320.

<sup>19</sup> Dies.

<sup>20</sup> Dies.; m.w.N.; die französischen Handelskompanien (bspw: *Compagnie des Indes Occidentales*) waren sehr ähnlich aufgebaut und ebenfalls mit weitgehenden hoheitlichen Rechten ausgestattet, sodass diese auch eher als Instrument zur Kolonialpolitik angesehen werden konnten und sich somit in Folge dieser öffentlich-rechtlichen Merkmale von der privatrechtlichen AG maßgeblich unterscheiden; vgl. hierzu: Assmann, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung, Rn. 15; Rothweiler/Greyer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 23, S. 29ff.

*Napoléon* bezeichnet wurde, fand erstmals eine systematische Regelung der Aktiengesellschaft (*société anonyme*) statt.<sup>21</sup>

Dem *Code de commerce* unmittelbar vorausgegangen war zunächst, in der Folge der französischen Revolution, ein Verbot der ‚Aktiengesellschaften‘, der *Compagnies*, die den niederländischen *Compagnien* ähnelten. Der Grund für dieses Verbot lag vor allem in der Tatsache, dass hoheitlichen Rechte bis dato vom König übertragenen wurden und so dieses System als zu nah an dem vorrevolutionären System angebunden und immer noch an dieses zu erinnern schienen.<sup>22</sup>

Ein weiteres vom Revolutionsgesetzgeber erkanntes Problem war die bis dahin des Öfteren vorgekommenen Aktienspekulationen (*agiotage*), die in Folge der mangelhaften Prüfung von Aktiengesellschaften möglich war und den Ruin von insbesondere vielen Kleinanlegern zur Folge hatte.<sup>23</sup>

Um diesem Problem zu begegnen sollte schließlich durch den 1807 erlassenen *Code de commerce* eine umfassendere Regelung der Aktiengesellschaften erfolgen. In diesem wurden die wesentlichen Merkmale einer Aktiengesellschaft (*société anonyme*), die bis zu diesem Zeitpunkt lediglich Teil des nicht kodifizierten und lediglich praktizierten Rechts waren,<sup>24</sup> festgehalten:

- Auftreten als Handelsgesellschaft unter eigener Geschäftsbezeichnung (Art. 29f.)
- Verwaltung durch Geschäftsführer auf Zeit (Art. 31)
- Diese konnten die Gesellschaft, nicht die Gesellschafter verpflichten (Art. 32)
- Haftungsbeschränkung der Gesellschafter auf die Einlage (Art. 33)
- Aufteilung der Anteile in Aktien (Art. 35 & 36).<sup>25</sup>

Da der Gesetzgeber aber zu diesem Zeitpunkt die Entwicklung und praktische Bedeutung der Aktiengesellschaft noch nicht abschätzen konnte, stellte er

<sup>21</sup> Hax, Personalpolitik und Mitbestimmung, 1969, S. 129; Deutsch, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46, S. 48; Rothweiler/Greyer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 23; Schmoeckel, Rechtsgeschichte der Wirtschaft seit dem 19. Jahrhundert, 2008, S. 166; jeweils m.w.N.

<sup>22</sup> vgl. oben; Rothweiler/Greyer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 23, S. 36ff.

<sup>23</sup> Dies; mit Verweis auf: Petot, Études d'histoire du droit privé : offertes à Pierre Petot., 1959, S. 603ff.

<sup>24</sup> Deutsch, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46, S. 48, 51f.; m.w.N.

<sup>25</sup> Rothweiler/Greyer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 23, S. 39f; vgl. die Originalfassung des *Code de commerce* 1807.

die Gründung einer Aktiengesellschaft unter den Vorbehalt einer Regierungsgenehmigung (*autorisation gouvernementale*),<sup>26</sup> mit der Folge, dass die Aktiengesellschaften anfangs nur vereinzelt und vor allem Kommanditgesellschaften auf Aktien, die genehmigungsfrei waren, gegründet wurden.<sup>27</sup>

Besonders hervorzuheben ist die dualistische Unternehmensverfassung. So sahen die meisten Aktiengesellschaften bereits eine Zweiteilung der Spitze in einen Vorstand<sup>28</sup> und einen Aufsichts- beziehungsweise Verwaltungsrat (*Conseil d'administration / Conseil de surveillance*) vor.<sup>29</sup> Durch diese Führung durch auf Zeit gewählte Geschäftsführer bzw. einen Vorstand erlangte die Aktiengesellschaft auch das körperschaftliche Erkennungsmerkmal der Fremdorganschaft, also des Auseinanderfallens von Eigentümerstellung und Leitungsaufgabe, welches auch heute noch ein wesentliches Merkmal von Kapitalgesellschaften im Unterschied zu Personengesellschaften bildet.<sup>30</sup>

Weiteres wesentliches Merkmale der Aktiengesellschaft nach dem *Code de commerce* war insbesondere die Notwendigkeit eines staatlichen Schöpfungsaktes, einer Konzession, zum einen, um weiterhin eine gewisse Kontrolle über dieses neue Konstrukt „Aktiengesellschaft“ halten zu können, der Aktiengesellschaft wurde aber darüber hinaus nach herrschender Meinung auch eine eigene Rechtspersönlichkeit (als juristische Person) gegeben.<sup>31</sup>

Diese starke staatliche Kontrolle durch die Konzessionspflicht, eine Kontrolle, die insofern also nicht primär von den Aktionären ausging und den Staat viel stärker in die Gesellschaft einband, führte allerdings dazu, dass Aktiengesellschaften anfangs nur vereinzelt als Alternative zur nicht konzessionspflichtigen Kommanditgesellschaften auf Aktien gegründet wurden.<sup>32</sup>

---

<sup>26</sup> Vgl. zur Konzession und zum Konzessionssystem auch unten: S. 9, bei der Geschichte des deutschen Aktienrechts, insbesondere zur Zeit der Schaffung des ADHGB.

<sup>27</sup> Dies. S. 42ff. .

<sup>28</sup> Bzw. mehrere Geschäftsführer; vgl. oben zu Art. 31 c.com.

<sup>29</sup> Deutsch, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46, S. 65f.; Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 69.

<sup>30</sup> Deutsch, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46, S. 65; vgl. zur Fremdorganschaft und zur Selbstorganschaft bspw: Müller, in: Müller/Rödder (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, 2. Aufl., 2009, Rn. 79ff, m.w.N.

<sup>31</sup> Deutsch, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46, S. 72ff., der klarstellt, dass die Aktiengesellschaft keine eigene Persönlichkeit kraft Gesetz hatte, aber bereits nach damaligen Verständnis mehr als eine Sammlung von Vermögenswerten war und somit eine eigene Persönlichkeit haben musste, die durch die staatliche Konzession auch einen konstitutiv wirkenden souveränen Schöpfungsakt als Grundlage hatte; m.w.N.

<sup>32</sup> Vgl.: Deutsch, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46; Reich, Ius Commune II 1969, 239, 239.

Die heutige wirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaft und auch der Wandel in der Auffassung, wer die Gesellschaft zu kontrollieren hat, sollte sich erst in der Zeit nach dem *Code de commerce* zeigen.

## C. Die Entstehung der deutschen Aktiengesellschaft

Ausgehend von dem gerade dargestellten *Code de commerce* verbreiteten sich die Aktiengesellschaft insbesondere in den unter Napoleon annexierten und von Frankreich abhängig gewordenen Ländern und Gebieten, die die Regelungen auch teilweise noch nach dem Sturz Napoleons behielten oder zumindest eigene Regelungen grundlegend auf diesen Regelungen aufbauten.<sup>33</sup> Deutschland, das teilweise von Napoleon annexiert war, war hier ein wesentliches Einzugsgebiet des *Code de commerce*, sodass dieser einen starken Einfluss auf das sich entwickelnde deutsche Aktienrecht hatte.<sup>34</sup>

Im Folgenden wird zunächst ein – ebenfalls wieder auf das Wesentliche beschränkter – Überblick über die Geschichte des deutschen Aktienrechts seit dem *Code de commerce* bis heute gegeben (*I.*) und anschließend auf die wesentlichen Eigenschaften und Besonderheiten des deutschen Aktienrechts im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen eingegangen (*II.*).

Hierzu wird auch immer wieder, insbesondere in Hinblick auf die in dieser Arbeit diskutierte Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren, an gegebenen Stellen darauf eingegangen werden, wie sich die Rechte und Pflichten der Aktionäre mit der Zeit gewandelt haben.

### I. Die Geschichte des deutschen Aktienrechts

Die Geschichte des deutschen Aktienrechts lässt sich in verschiedene Perioden unterteilen, die im Folgenden kurz getrennt behandelt werden sollen, um insbesondere zeigen zu können, wie sich das Aktienrecht vom Konzessionssystem zu einem modernen und dualistisch ausgerichteten Aktienrecht gewandelt hat.

Auch kann durch die Darstellung der Veränderungen im deutschen Aktienrecht und hierbei vor allem durch die Darstellung des Abrückens vom Konzessionssystem, möglicherweise auf die Bedeutung und das Verständnis der Mitwirkung der Aktionäre geschlossen werden und so ein geschichtlicher Grundstein für eine aktuelle Diskussion um die Rolle der Aktionäre – wie beispielsweise die in

<sup>33</sup> Asmann, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung, Rn. 34; Baums, in: Baums (Hrsg.), Entwurf eines allgemeinen Handelsgesetzbuches für Deutschland (1848, 49), 1982, S. 11 f.; Coing, Ius Commune VII 1978, S. 160, S. 172; Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 69; Reich, Ius Commune II 1969, 239, 239.

<sup>34</sup> Vgl. Coing, Ius Commune VII 1978, S. 160, S. 1 mit Verweis auf die Protokolle zur Beratung einer Allgemeinen Deutschen Wechsel-Ordnung von 1848, S. 22; ein Überblick über die Rolle des *Code de commerce* in den einzelnen Teilen Deutschlands erfolgt beispielsweise bei Deutsch, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 46, S. 91ff.; m.w.N.

dieser Arbeit behandelte Stewardship Verantwortung institutioneller Aktionäre – gelegt werden.

Hierzu soll zunächst auf die Zeit bis zur Schaffung des ADHGB von 1961 eingegangen werden (1.). Anschließend soll auf die Novellen von 1870 und 1884 eingegangen werden (2.) und schließlich die Veränderungen bis 1937 (3.) dargestellt werden. Abschließend soll das Aktiengesetz von 1965 dargestellt werden (4) und eine Zusammenfassung gegeben werden (5).

## 1. Die Schaffung des ADHGB von 1861

Das deutsche Aktienrecht besteht unter dieser Bezeichnung seit dem 9. November 1843 durch Inkrafttreten des „Gesetz über die Aktiengesellschaften“ in Preußen.<sup>35</sup> Das Aktienrecht und das Handelsrecht wurden allerdings mehrfach und teilweise auch grundlegend bearbeitet und verändert. Wesentliche Novellen dieses Gesetzes fanden zunächst insbesondere in den Jahren 1861, 1870 und 1884 statt. Im Jahr 1937 fand eine gravierende Reform und Neufassung des Aktiengesetzes statt und zum 1. Januar 1966 trat schließlich eine Neufassung des Aktiengesetzes in Kraft, die (in mehrfach überarbeiteter Form) das heute gültige Aktiengesetz darstellt. Im Folgenden soll zunächst ein Überblick über den Entwicklungsgang bis 1861 und wesentliche Inhalte des ADHGB bezüglich Aktiengesellschaften gegeben werden.

Mit dem Aufkommen der Eisenbahn und dem enormen Kapitalbedarf für die Errichtung von Eisenbahnstrecken wurde die Aktiengesellschaft in den späten 30er Jahren und den folgenden Jahrzehnten immer bedeutsamer, sodass es teilweise zu sprunghaften Anstiegen der Anzahl an Aktiengesellschaften im deutschen Rechtsraum kam.<sup>36</sup>

Die Kodifikation des Aktienrechts in Deutschland begann in Deutschland 1838/39 mit einem auf dem *Code de commerce* aufbauenden Gesetzesvorschlag für ein Handelsgesetzbuch im Königreich Württemberg und einem 1842 entwickelten Entwurf für eine Handels- und Wechselordnung im Herzogtum Nassau.<sup>37</sup> Infolgedessen entstand dann auch am 9.11.1843 schließlich das erste Aktiengesetz im deutschen Raum in Preußen, das dem im Rheinland geltenden *Code de commerce* allerdings sehr ähnlich war, um von Anfang an Wertungswidersprüche zu verhindern und so eine Harmonisierung des Aktienrechts im gesamten deutschen Raum

---

<sup>35</sup> Vgl.: *Gesetzesammlung für die königlichen preußischen Staaten*, Gesetz über die Aktiengesellschaften, 1843, 1843, S. 341 – 346, abrufbar unter <http://www.westfaelische-geschichte.de/que1024> (08.04.2015).

<sup>36</sup> Reich, Ius Commune II 1969, 239, S. 250.

<sup>37</sup> Ders., S. 244f.

zu verwirklichen.<sup>38</sup> Dieses Gesetz war aber in vielerlei Hinsicht lückenhaft, so galt es zum einen nur für neugegründete Gesellschaften<sup>39</sup> und zum anderen bestand es nach wie vor auf einem Konzessionssystem, ohne allerdings wirkliche Genehmigungs- oder Versagungsgründe aufzustellen. Aus diesem Grund fanden auch hier, wie schon nach 1807 in Frankreich, wieder hauptsächlich Bildungen von Kommanditgesellschaften auf Aktien statt, die dieser Konzessionspflicht gerade nicht unterworfen waren, aber ansonsten der Aktiengesellschaft ähnlich waren.<sup>40</sup>

Darüber hinaus und aus heutiger Sicht auffällig – auch in Hinblick auf die Praxis in Frankreich bereits 30 Jahre zuvor – erscheint hier, dass das Gesetz nur einen Vorsteher und keinen Aufsichtsrat vorsah und somit von der dualistischen Organisationspraxis abwich.<sup>41</sup> Infolge der gerade genannten Umgehung der Konzessionspflicht und der massiven Gründung von KGaA fand eine obligatorische Pflicht zur Bildung eines Aufsichtsrats auch schließlich 1857 im ersten Entwurf eines preußischen HGB zunächst hinsichtlich der KGaA statt, um so diese Umgehung der staatlichen Kontrolle etwas zu begrenzen und wenigstens eine private Kontrolle der KGaA zu gewährleisten.<sup>42</sup>

Der nächste Meilenstein im deutschen Aktienrecht war die Schaffung des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch (ADHGB) von 1861. Interessant ist hier zunächst, dass dieses eine erste Kodifikation für den gesamten Raum des Deutschen Bundes herbeiführen sollte und schließlich auch von fast allen Einzelstaaten umgesetzt wurde, sodass sich hierin das deutliche Bestreben nach einem einheitlichen und vereinfachten Handelsrecht zeigte.<sup>43</sup>

Wesentlicher Diskussionsinhalt bei den Nürnberger Beratungen zum ADHGB war wieder das bereits genannte Konzessionssystem, das die Aktiengesellschaften von einer staatlichen Zulassung abhängig machte, und das von den (liberalen) Hansestädten als „Bevormundung“ abgelehnt wurde, insbesondere nach Ansicht der preußischen Vertreter dagegen als ein bewährtes System fortgeführt werden sollte.<sup>44</sup>

---

<sup>38</sup> Kießling, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, Band I, 2007, S. 193, S. 205.

<sup>39</sup> Bereits gegründete Gesellschaften richteten sich weiter nach dem Allgemeinen Preußischen Landesrecht.

<sup>40</sup> Asmann, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung Rn. 64; Kießling, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, Band I, 2007, S. 193, S. 219.

<sup>41</sup> vgl. oben: „*Code de commerce*“; vgl. auch wieder: Reich, *Ius Commune II* 1969, 239, 251;

<sup>42</sup> Vgl. Kießling, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, Band I, 2007, S. 193, S. 219.

<sup>43</sup> Pahlom, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, Band I, 2007, S. 237, S. 241; m.w.N.

<sup>44</sup> Reich, *Ius Commune II* 1969, 239, 260.

Nach Ansicht einiger Abgeordneter bei dieser Versammlung hätte das „als so weise gepriesene [Konzessions-] Gesetz dazu geführt, dass sich die Aktionäre zuvor auf die Fürsorge des Gesetzes zur Abwendung aller Missbräuche [...] verlassen [hätten], statt selbst zu rechter Zeit ihr eigenes Interesse gehörig wahrzunehmen, und insbesondere darauf zu achten, welche Personen die Verwaltung und deren Kontrolle anvertraut wurden“.<sup>45</sup>

In Hinblick auf die in dieser Arbeit thematisierte Verantwortung institutioneller Aktionäre zeigt sich also, dass die aktive Interessenswahrnehmung und somit die Unternehmenskontrolle durch die Aktionäre selbst, schon 1858 ein Thema und eine Herangehensweise an mangelhafte Unternehmenskontrolle und daraus resultierenden Missbrauchs war, die dem damaligen Gesetzgeber<sup>46</sup> bekannt waren.

Inwiefern sich aus der später erfolgten vollständigen Aufgabe des Konzessionssystems auf die wahre Bedeutung der Aktionärskontrolle als gewollte Alternative zur staatlichen Konzessionskontrolle schließen lässt, lässt sich trotzdem nicht abschließend feststellen. Insbesondere kann hier nicht eindeutig gesagt werden, dass an die Stelle der Konzessionspflicht eine Kontrollpflicht durch die Aktionäre trat oder treten sollte, da es hierfür schlicht an einem Anhaltspunkt in der Gesetzesgeschichte des Aktienrechts mangelt.<sup>47</sup>

Allerdings kann man zumindest an dieser Stelle festhalten, dass bei Schaffung des ADHGB und somit des deutschen Aktienrechts eine Grundannahme war, dass entweder der Staat oder die Aktionäre die beiden Führungsorgane überwachen sollten.<sup>48</sup> Auf diesen Gedanken aufbauend ließe sich auch erklären, warum Aktionäre in irgendeiner Weise verpflichtet werden könnten ihre Kontrollrechte auch wahrzunehmen: So könnte man dem gerade Gesagten folgend möglicherweise auch heute noch behaupten, dass die Kontrolle der Aktiengesellschaft durch die Aktionäre erfolgen sollte oder sogar muss, um eine stark in die privaten Gesellschaftsstrukturen eingreifende staatliche Kontrolle – wie beispielsweise durch ein Konzessionssystem – unnötig erscheinen zu lassen.

---

<sup>45</sup> Lutz, Protokolle der Kommission zur Berathung eines Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuches ; 1. Theil, 1858, S. 320 f.

<sup>46</sup> Genau genommen dem ersten Gesetzgeber eines deutschen Aktienrechts.

<sup>47</sup> Vgl. unten, S. 41 ff.

<sup>48</sup> Dies zeigt sich auch darin, dass in die erste Fassung schließlich eine salvatorische Klausel aufgenommen wurde, die es den einzelnen Landesgesetzgebern freistellten sich dem Konzessionssystem oder dem „liberalen“ normativen System anzuschließen, s.u.; vgl. Lutz, Protokolle der Kommission zur Berathung eines Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuches ; 1. Theil, 1858, S. 314ff.; Reich, Ius Commune II 1969, 239, S. 260.

Folge dieser unterschiedlichen Auffassungen über die Notwendigkeit einer staatlichen Kontrolle durch Konzession war schließlich die Aufnahme einer salvatorischen Klausel in das ADHGB von 1961, die es den einzelnen Landesgesetzgebern freistellte sich dem Konzessionssystem anzuschließen oder nicht.

Neben diesem Streit über das Konzessionssystem wurde allerdings auch noch ein weiterer wesentlicher Punkt in den Art. 225 ADHGB aufgenommen: So befand sich hier erstmals eine Regelung über den Aufsichtsrat, der allerdings zunächst nur als fakultatives Organ eingeführt wurde.

## 2. Die Gesetzesnovellen von 1870 und 1884

Anschließend waren der wohl bedeutendste Inhalte der Novelle von 1870 die Einführung des Normativsystems und die Wandlung des zuvor fakultativen Aufsichtsrats zu einem obligatorischen Gesellschaftsorgan.<sup>49</sup>

Der Novelle von 1870 vorausgegangen und somit maßgeblich für die finale Abschaffung des Konzessionssystems waren die Diskussionen beim 8. Deutschen Juristen Tag in Heidelberg im Jahre 1869, bei denen sich die Versammelten mit „überwältigender Majorität“ für die Abschaffung des Konzessionssystems einzetzten.<sup>50</sup>

“Man war vollkommen einig in der Ueberzeugung, daß weder vom polizeilichen, noch vom juristischen, noch vom staatlichen Standpunkt ein praktisches Bedürfnis vorhanden sei, eine spezielle Staatsgenehmigung [...] zu fordern.“<sup>51</sup>

Begründet wurde diese Auffassung des Juristentages insbesondere damit, dass sich die staatliche Versagung einer wirtschaftlichen Betätigung nicht nach der Organisationsart der Gesellschaft, sondern vielmehr nach deren Unternehmensgegenstand richten sollte, demnach solle die Gründung also allein anhand von normativen Gesichtspunkten erfolgen.<sup>52</sup>

Die Begründung des Gesetzgebers zur Novelle von 1870 sah ähnlich aus, war aber vor allem auch von wirtschaftlichen Gedanken zum Liberalismus geprägt, die die Verantwortung zur Kontrolle vermehrt bei den Aktionären verankert sehen wollte.<sup>53</sup> Darüber hinaus war es dem Staat aufgrund der gestiegenen Anzahl an Aktiengesellschaften auch rein faktisch kaum noch möglich eine annähernd

<sup>49</sup> Der neue Art. 209f ADHGB lautete insofern: „Jede Aktiengesellschaft muß außer dem Vorstande einen Aufsichtsrath haben.“

<sup>50</sup> Hoffmann-Becking, in: Busse (Hrsg.), 150 Jahre Deutscher Juristentag, 2010, S. 185, S. 186;

<sup>51</sup> Gneist, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 8. Deutschen Juristen Tages, 1869, Bd. 2, S. 43, S. 43ff.

<sup>52</sup> Hoffmann-Becking, in: Busse (Hrsg.), 150 Jahre Deutscher Juristentag, 2010, S. 185 S. 186.

<sup>53</sup> Vgl. Reich, Ius Commune II 1969, 239, S. 265; vgl. auch: Assmann, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung Rn. 81 f.

sinnvolle Kontrolle der Gesellschaften durch Konzession zu leisten, sodass sich der Staat auch aus diesen Tatsachen heraus verpflichtet sah eine Änderung herbeizuführen, um die Konzession nicht zur vollständigen Farce werden zu lassen und so weitere Aktienschwindelei zu ermöglichen.<sup>54</sup>

Im Zusammenhang mit der Reform von 1870 sollte ebenfalls die Reform des ADHGB von 1884 betrachteten werden, da diese Reform viele Elemente aufgreift, die bereits bei der ersten Novellierung von 1870 anklangen. Das bereits genannte Bestreben zu mehr Verantwortung der Aktionäre war der Grundgedanke beider Novellierungen und ein Gedanke, der nicht zuletzt aus dem französischen Recht her mündete.<sup>55</sup> Diesen Gedanken kann man als das Konzept der Selbsthilfe betrachten.<sup>56</sup> Völlig neu war dieses Konzept zu dieser Zeit allerdings nicht: Wie oben bereits gezeigt, haben insbesondere die Hansestädte bereits Ende der 50er Jahre des 19. Jahrhunderts dieses Konzept als für die Aktiengesellschaft am sinnvollsten erachteten und für eine Einführung in das das ursprüngliche ADHGB plädiert.<sup>57</sup>

Um diese Selbsthilfe der Aktionäre zu gewährleisten, musste der Gesetzgeber allerdings zunächst eine gesetzliche Grundlage schaffen, die es den Aktionären ermöglichte eine Kontrolle der Gesellschaft durchzuführen. Die Novellierung von 1870 mit der Einführung eines obligatorischen Aufsichtsrats war hier der erste Schritt, da auch Minderheitsaktionäre nun in jedem Fall ein vom Vorstand getrenntes Organ in der Gesellschaft vorfinden konnten.

Da allerdings die Kontrolle durch einen Aufsichtsrat nicht als unabhängig von der Geschäftsführung angesehen wurde und man sogar die Einführung eines dritten, allerdings absolut unabhängigen Organs zur Kontrolle der Geschäftsführung erwog, wurde deutlich, dass die Selbsthilfe der Aktionäre erweitert werden musste.<sup>58</sup> Auch die negative Entwicklung in den ersten Jahren nach Aufgabe des Konzessionssystems, nämlich der massiven Gründungen von Aktiengesellschaften und der Vielzahl an Aktienspekulationen mit der Folge zahlreicher Liquidationen und Konkursen, die teilweise wieder zu enormen Verlusten insbesondere

<sup>54</sup> Vgl. *Schnorr*, Historie und Recht des Aufsichtsrats, 2000, S. 17.; vgl. auch wieder: *Assmann*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung Rn. 81

<sup>55</sup> *Reich*, Ius Commune II 1969, 239, S. 265; mit Verweis auf Reichstagdrucksache 1870 Nr. 158; demnach sei „*Là où l'état intervient, l'individu abdique*“, also die eigene Vorsicht der beste Schutz vor Missbrauch.

<sup>56</sup> Vgl. *Hoffmann-Becking*, in: *Busse* (Hrsg.), 150 Jahre Deutscher Juristentag, 2010, S. 185, S. 188.

<sup>57</sup> Vgl. zuvor, S. 38 ff.

<sup>58</sup> *Wolffson*, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 11. Deutschen Juristentages in Hannover, 1973, Bd. 2, S. 71, S. 75.

bei Kleinanlegern führten, zeigte, dass die Kontrolle durch die Aktionäre bisher nicht wie gewollt funktionierte.<sup>59</sup>

Die Folge war eine Fortsetzung beziehungsweise Modifizierung des 1870 begonnenen Liberalisierungsprozesses und der Entwicklung des Konzepts der Selbsthilfe, die ihren Abschluss schließlich in der Novelle von 1884 fanden. Diese Novelle enthielt zahlreiche Sonderrechte für die Aktionäre und Sonderpflichten für die Gesellschaft, welche eine möglichst effektive Kontrolle der Gesellschaft durch eine möglichst effektive Selbsthilfe der Aktionäre garantieren sollten.<sup>60</sup> Bis-her war diese Selbsthilfe nämlich oftmals Inhalt der Satzungen der Aktiengesellschaften und somit auch der Satzungsautonomie unterworfen, welche oftmals die Rechte der (Minderheits-) Aktionäre einschränkte.<sup>61</sup> Der Inhalt dieser Rechte und Pflichten war zuvor schon Inhalt der Diskussionen zum 11. Deutschen Juristentag 1873 in Hannover,<sup>62</sup> die unter anderem zu dem Ergebnis kamen, dass (auch eine Minderheit der) Aktionäre Generalversammlungsbeschlüsse anfechten, eine Sonderprüfung der Bilanz beantragen und die Organe der Gesellschaft auf Schadensersatz verklagen können sollten.<sup>63</sup>

Der Gesetzgeber von 1884 übernahm diese Vorschläge auch in der Novellierung des ADHGB. Hierdurch wollte der Gesetzgeber dem Bestreben, eine möglichst „lebendige[...] Theilnahme und Kontrolle des einzelnen Aktionärs bzgl. der Vorgänge der Gesellschaft herbeizuführen“, Ausdruck verleihen.<sup>64</sup>

Da durch die Abschaffung des Konzessionssystems und dem Wechsel zur obligatorischen dualistischen Organisationsverfassung im Jahr 1870 und die Einführung von weitgreifenden Aktionärsrechten im Jahr 1884, die wesentlichen – auch heute noch in ähnlicher Form vorliegenden – Charakteristika der Aktiengesellschaft und ihrer Organe es schließlich ins Gesetz geschafft hatten, kann man das Aktienrecht von 1884 im damaligen ADHGB als ersten Aktiengesetz, das dem heutigen Aktienrecht in den wesentlichen Punkten gleicht, beschreiben.

---

<sup>59</sup> Vgl. zu den „Gründerjahren“ und dem „Gründerschwindel“: *Reich*, Ius Commune II 1969, 239, S. 268ff; vgl auch: *Hommelhoff*, in: *Hommelhoff/Schubert* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, S.55f; der davon ausgeht, dass jede dreizehnte bis 1973 gegründete AG Konkurs anmelden musste und jede dritte liquidiert wurde; m.w.N.

<sup>60</sup> Vgl.: *Hommelhoff*, in: *Hommelhoff/Schubert* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, S. 62ff.

<sup>61</sup> *Reich*, Ius Commune II 1969, 239, 268ff.

<sup>62</sup> Vgl. hierzu wieder *Wolfson*, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 11. Deutschen Juristentages in Hannover, 1973, Bd. 2, S. 71, S. 71 ff.

<sup>63</sup> *Hoffmann-Becking*, in: *Busse* (Hrsg.), 150 Jahre Deutscher Juristentag, 2010, S. 185, S. 189.

<sup>64</sup> Entwurf und Motive zum Aktiengesetz 1884, Reichstagsverhandlungen 1884, zitiert bei: *Reich*, Ius Commune II 1969, 239.

In Hinblick auf die in dieser Arbeit diskutierte Möglichkeit besondere Aktiönerpflichten zu schaffen, kann man zumindest anhand des gerade zu den Novellierungen von 1870 und 1884 Gesagten feststellen, dass die staatliche Kontrolle der Aktiengesellschaften zu Gunsten eines Selbsthilfekonzepts durch die Aktionäre aufgegeben wurde.

Zu betonen wäre hier wohl, dass die Kontrolle der Aktionäre auch tatsächlich an die Stelle der staatlichen Kontrolle treten sollte und somit vom Gesetzgeber davon ausgegangen wurde, dass diese Kontrolle durch die Aktionäre auch erfolgen wird. Allerdings lässt sich hieraus nicht auf Aktiönerpflichten zur Kontrolle schließen. Vielmehr lässt sich feststellen, dass der Grundgedanke des Liberalismus und die damaligen Bestrebungen zum Selbsthilfekonzept vielmehr davon ausgingen, dass die Aktionäre ihre Rechte selbst wahrnehmen werden, wenn ihnen die Möglichkeit dazu gegeben wird und sie somit nicht verpflichtet werden müssen.

Das Gesetz von 1884 nennt konsequenter Weise auch nur die mit der Einlage verbundenen Pflichten der Aktionäre als deren ausdrücklichen Pflichten und schreibt den Aktionären Kontrollpflichten nicht vor.

Dies entspricht auch den Beiträgen und Meinungen die im Zusammenhang mit der oben genannten Position der Hansestädte bei Schaffung des ADHGB von 1861 bereits veröffentlicht wurden: so gingen auch diese – wie gezeigt – nur von einem Kontrollrecht aus, das die Aktionäre wohl in jedem Fall im Eigeninteresse wahrnehmen werden.

### 3. Die Aktienrechtsreform von 1937

Nach der Reform von 1884 und dem Übergang des ADHGB in das HGB, das am 1. Januar 1900 in Kraft trat, war der nächste große Schritt des deutschen Aktienrechts die Herbeiführung einer Ausgliederung aus dem HGB und Schaffung eines eigenen Aktiengesetzes. Die ursprüngliche Fassung dieses deutschen Aktiengesetzes trat schließlich am 30. Januar 1937 in Kraft.

Im Vorfeld dieser Novelle wurde zunächst das Problem des „anonymen Kapitals“ und die Einführung des Führerprinzips behandelt, welche später auch wesentliche Änderungen in das neugeschaffene Aktienrecht einführten. Auf diese beiden Änderungen soll im Folgenden besonders eingegangen werden.

Voran gegangen waren der Reform die globale Wirtschaftskrise der Ende der 1920er und Anfang der 1930er Jahre, die starke Auswirkungen auf das weiterhin Reparationszahlungen leistende Deutschland hatte.<sup>65</sup> In Folge dieser Krise und der ergebnislosen Beratungen im Reichstag, wurden in der Zeit nach 1931 per Notverordnung mehrere Änderungen des Aktienrechts herbeigeführt, die die

---

<sup>65</sup> Engelke/Malschew, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 570, S. 574ff.

Grundlange für die Neugestaltung des Aktienrechts von 1937 bildeten.<sup>66</sup> Die Aktienrechtsreform von 1937 sollte diese teilweise sehr kurzfristig erlassenen Verordnungen klarer strukturieren und weiterbestehende Mängel beseitigen.<sup>67</sup>

Als ein Problem wurde hierbei die „Anonymität“ der Aktionäre („das anonyme Kapital“) ausgemacht. Mangels ausreichender Identifikation der Aktionäre von im Streubesitz befindlichen Gesellschaften ginge diese Anonymität insbesondere mit einem Desinteresse der Aktionäre an der Generalversammlung und der Gesellschaftskontrolle einher:<sup>68</sup>

„Die Generalversammlung ist eine schlecht besuchte, aber geschickt gespielte Komödie.“<sup>69</sup>

Insofern wurde den Aktionären der gleiche Vorwurf gemacht, der ihnen auch heute gemacht wird und unter der die in dieser Arbeit diskutierten Stewardship Verantwortung betrachtet werden.

Wie bereits gezeigt, war dieser Vorwurf im Jahr 1937 kein neuer, da bereits bei den Verhandlungen zu den Reformen der Jahre 1884 und 1870 das Desinteresse der Aktionäre an der Kontrolle zur Sprache kam und oftmals auch zur Begründung des Konzessionssystems und der Notwendigkeit einer staatlichen Kontrolle herangezogen wurde.

Anders als bei den oben dargestellten Reformen Ende des 19. Jahrhunderts wurde zur Lösung dieses Problems aber nicht die Bedeutung der Generalversammlung gestärkt, um die Aktionäre zur Präsenz, Abstimmung und Kontrolle und zur Vorbeugung von Spekulationen und „Aktienschwindelei“ zu bewegen. Da die generelle gesellschaftliche Willensbildung mangels Wahrnehmung durch die Generalversammlung schon in der Praxis teilweise von Aufsichtsrat und Vorstand ausgeführt wurde, sollte vielmehr der Wandel und Übergang der Willensbildung endgültig zu den Leitungsorganen erfolgen.<sup>70</sup>

---

<sup>66</sup> Dies.

<sup>67</sup> „Auswüchse und Mängel zu beseitigen, die das Aktienrecht in den Wirren der Inflation und ihrer Folgezeit praeter legem verunstaltet haben, um Geist und Sinn des Rechtssystems in seiner ursprünglichen Bedeutung wieder klarzulegen“, vgl. Bayer/Engelke, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 619, S. 624; mit Verweis auf: Falkenhausen, Bankenarchiv 1933, 107.

<sup>68</sup> Vgl. Bayer/Engelke, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 619, S. 626.

<sup>69</sup> Miller, ZHR 100, 256, 267; m.w.N.

<sup>70</sup> Ders., S. 268.

Die Generalversammlung sollte also nicht mehr das oberste Willensbildungsorgan darstellen.<sup>71</sup> Vorstand und Aufsichtsrat sollten diese Funktionen auch dem Gesetz nach übernehmen.<sup>72</sup>

Diese Übertragung der Willensbildung auf den Vorstand und den Aufsichtsrat hatte neben der Bekämpfung der mit dem Begriff „anonymes Kapital“ verbundenen Probleme, wie das kurzfristige Investitionsverhalten und die Inflation an sich, aber auch noch die Erreichung des angestrebten Ziels, das „Führersystem“ in den Strukturen des Aktienrechts zu etablieren, zum Inhalt. So sollte die Gesellschaft zwar weiter als Handelsgesellschaft einen wirtschaftlichen Zweck verfolgen, allerdings sollte der gesamtgesellschaftliche Nutzen den Zweck der Gesellschaft im Wesentlichen mitprägen.<sup>73</sup>

Der gesamtgesellschaftliche Nutzen sollte durch den Aufsichtsrat und insbesondere den Vorstand gewahrt werden.<sup>74</sup> Vor allem der Vorstand sollte durch einen Kompetenzzuwachs und durch einen Pflichtenzuwachs die Geschäfte in diesem Sinne führen und somit den „Führergedanken“ auch zum Nutzen der gesamten Wirtschaft verkörpern.<sup>75</sup>

Von den Aktionären wurde insoweit erwartet, dass das „gleiche Vertrauensverhältnis, das der nationalsozialistische Staat zwischen Belegschaft und Betriebsführer fordert, [...] sich auch zwischen Aktionär und Betriebsführer einstellt[t]“.<sup>76</sup>

Der Aufsichtsratsvorsitzende bekam ebenfalls eine herausgehobene Stellung und vor allem auch im Vergleich zu den anderen Aufsichtsratsmitgliedern eine höhere Bedeutung: Wie insbesondere die Änderungen zu § 100 AktG 1937 zeigen sollte speziell der Aufsichtsratsvorsitzende aus der Anonymität herausgeholt und in die Öffentlichkeit gestellt werden. Er sollte für den Aufsichtsrat Repräsentationsaufgaben wahrnehmen und nach außen hin Verantwortung übernehmen.<sup>77</sup>

---

<sup>71</sup> Schubert, Akademie für Deutsches Recht: 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse, 1945, S. XXXIII; Schlegelberger, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 26; Höppner, Praxis des Aktienrechts, 1. Aufl. (1935), S. 13.

<sup>72</sup> Schubert, Akademie für Deutsches Recht: 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse, 1945, S. XXXIII; wieder mit Verweis auf Schlegelberger, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935.

<sup>73</sup> Vgl. Klausing, Aktiengesetz, 1937, S. 59.

<sup>74</sup> Vgl. Höppner, Praxis des Aktienrechts, 1. Aufl. (1935), S. 25, der insofern von einer „außerordentlich groß[en]“ Verantwortung gegenüber der „Volksgemeinschaft“ spricht.

<sup>75</sup> Klausing, Aktiengesetz, 1937S. 60, S. 62.

<sup>76</sup> Rede von Hjalmar Schacht auf der 9. Vollsitzung der ADR im Rathaus zu Berlin; vgl. Zitat in: Schubert, Akademie für Deutsches Recht: 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse, 1945, S. XXXIV.

<sup>77</sup> Vgl. zu dem historischen Wandel und der heutigen Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden insbesondere beim Kontakt zu institutionellen Investoren auch unten, S. 281 f.

Es zeigt sich, dass durch die nationalsozialistischen Reformbewegungen der 1930er Jahre die Stellung der Generalversammlung als oberstes Willensbildungsorgan und somit Macht, Einfluss und Stellung im jeweiligen Unternehmen und der gesamten Wirtschaft verringert werden sollte. Wie gezeigt, war ein Ausgangspunkt dieser Bewegung wieder die angeprangerte Passivität der Aktionäre, die als Teil des Problems der „Anonymität der Aktionäre“ angesehen wurde. Ein anderer Punkt war der Wille zur Implementation der NS-Ideologien im Aktienrecht.

Anders als noch in den 1870er Jahren wurde dem dieser Arbeit zugrundeliegenden Problem der mangelnden Unternehmenskontrolle durch Aktionäre selbst also nicht eine Stärkung und engere Einbindung der Aktionäre entgegengesetzt. Vielmehr fand genau das Gegenteil statt: die Aktionäre wurden mit Begründungen, die von NS-Ideologien geprägt waren, „entmachtet“ und die Funktionen sollten auf den Vorstand als Wirtschaftsführer der Gesellschaft übergehen, der sich dann auch im Sinne und Interesse des Unternehmens und der gesamten deutschen Gesellschaft um die Verwaltung kümmern würde.

#### 4. Das Aktiengesetz von 1965

Nach der relativ kurzen Zeit, in der das Aktiengesetz von 1937 gültig war – und dies vor allem unter den außergewöhnlichen Bedingungen während des und nach dem zweiten Weltkrieg<sup>78</sup> –, folgte 1965 die nächste Reform des Aktienrechts. Dieses Aktiengesetz ist zwar mehrfach überarbeitet worden, aber im Wesentlichen heute noch gültig.

Hauptgrund für die Reform von 1965 war vor allem die mangelnde Attraktivität der Aktiengesellschaft und der damit verbundenen Probleme der Kapitalbeschaffung deutscher Großunternehmen. Schließlich spielte auch die Entnazifizierung des Aktienrechts eine wesentliche Rolle.<sup>79</sup>

Die mangelnde Attraktivität der Aktiengesellschaften entstand zunächst als Folge des zusammengebrochenen Kapitalmarkts nach dem zweiten Weltkrieg, der Investitionen durch Aktionäre verhinderte und die Unternehmen zur Thesaurierung des Gewinns veranlasste, was wiederum die Attraktivität der Aktiengesellschaften als profitables Anlageobjekt abwertete.<sup>80</sup> Insofern befand sich die Aktiengesellschaft als Unternehmensform in einer Spirale, die nicht durch die Gesellschaft selbst gelöst werden konnte.

---

<sup>78</sup> Vgl. hierzu: *Assmann*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung Rn. 170 ff. und Rn. 173;

<sup>79</sup> Ders. Rn. 173; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, Vor § 76, Rn. 18.

<sup>80</sup> *Kropff*, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 670, S. 688; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, Vor § 76, Rn. 18.

Entsprechend dieser beiden zu bewältigenden Probleme – ausschweifender Thesaurierungspraxis und Bereinigung des Aktienrechts von nationalsozialistischen Einflüssen – führte das Aktiengesetz von 1965 vor allem auch eine Änderung, die auf diese Probleme abzielten, ein:

Zum einen die Verbesserung und Stärkung der Rechtstellung und Befugnisse der Hauptversammlung und einzelnen Aktionäre, um die Hauptversammlung wieder zum obersten Willensorgan der Gesellschaft zu machen und so die „Entreichtung“ der Aktionäre wieder rückgängig zu machen.<sup>81</sup> Zum anderen eine Einschränkung der Rücklagenbildung und Möglichkeit stille Rücklagen zu bilden.<sup>82</sup>

Als weiteren Punkt zur Steigerung der Attraktivität der Aktiengesellschaften als Investitionsobjekt kann die Herausstellung des *shareholder value* - Gedankens im Aktienrecht angesehen werden. Wohingegen das Aktiengesetz von 1937 die Interessen der Arbeitnehmer als Unternehmensziel auch dem ausdrücklichen Gesetzeswortlaut<sup>83</sup> nach ansah, wurde dieser Satz aus dem Aktiengesetz von 1965 gestrichen, sodass man davon sprechen kann, dass das Aktiengesetz von 1965 eher das Interesse der Aktionäre im Sinne hatte und somit einem *shareholder value* - Ansatz folgte, ohne allerdings die anderen *stakeholder* völlig aus den Augen zu verlieren.<sup>84</sup>

Pflichten für die Aktionäre, die über die Einlagepflicht hinausgingen, fanden sich in diesem Gesetz allerdings wieder nicht. Insbesondere eine Beteiligungs- pflicht an der Hauptversammlung und der Unternehmenskontrolle war damals bis heute nicht Inhalt des Aktiengesetzes.<sup>85</sup> Aus Sicht des Gesetzgebers von 1965 wäre eine solche Pflicht wahrscheinlich auch wenig sinnvoll, um neue Investoren als Aktionäre zugewinnen, da diese von einer solchen Pflicht abgeschreckt worden wären und somit auch nicht zur Attraktivitätssteigerung beigetragen hätten.

Mangels einer soliden Aktionärsbasis – die ja eben erst durch die Maßnahmen des Aktiengesetzes von 1965 geschaffen werden sollte – wird der Vorwurf der Passivität der Aktionäre, der insbesondere zu den Reformen von 1870, 1884 und auch zu der Reform von 1937 führte, nicht als zentrales Thema angesehen worden sein. Ganz im Gegenteil ging es dem Gesetzgeber eben darum die Geldbeschaf-

---

<sup>81</sup> Kropff, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, S. 670, S. 688, mit Verweis auf: Denkschrift zur Reform des Aktienrechts vom 15. November 1952; Spindler, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, Vor § 76, Rn. 24.; vgl. auch: Assmann, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Einleitung Rn. 191

<sup>82</sup> Spindler, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, Vor § 76, Rn. 24.

<sup>83</sup> Vgl. § 97 V AktG von 1937.

<sup>84</sup> Vgl. Roth, EBOR 2010 11, 51, 63 ff.

<sup>85</sup> Vgl. Hessler/Wiedemann, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 18.

fung der deutschen Aktiengesellschaften kurzfristig so attraktiv wie möglich erscheinen zu lassen, um den Kapitalmarkt und die deutsche Wirtschaft wiederzubeleben.

## 5. Zusammenfassung

Die Geschichte der Entwicklung des deutschen Aktienrechts stellt sich nicht unbedingt als linear in eine Richtung verlaufend dar. Dies kann insbesondere an der Stellung der Aktionäre im Unternehmen deutlich gemacht werden. Auch zeigten sich hieran die gewandelten Erwartungen des Gesetzgebers bezüglich der Unternehmenskontrolle durch die Aktionäre.

War die Kontrollpflicht Anfang des 19. Jahrhunderts noch hauptsächlich beim Staat in Form von staatlichen Konzessionen verortet, sollte mit den Reformen in der Mitte und gegen Ende des 19. Jahrhunderts die Aktionäre diese Pflicht übernehmen. Um diese Wahrnehmung durch die Aktionäre so attraktiv wie möglich zu gestalten und die Aktionäre zu Kontrolle weiter zu ermutigen, ging man – ganz im Sinne des Liberalismus – davon aus, dass die Aktionäre wohl bereits ein grundsätzliches, vitales Interesse an der Kontrolle ihrer eigenen Gesellschaft hätten, sodass man meinte, nur noch Informationsansprüche und Haftungsansprüche gegen die Gesellschaft und einzelne Organmitglieder schaffen zu müssen. Diese attraktiveren Regelungen der Kontrollmöglichkeiten der Aktionäre sollten Passivität, mangelhafte Kontrolle und in der Folge Aktienschwindelei verhindern.

Eine ausdrückliche Kontrollpflicht durch die Aktionäre lässt sich hier allerdings nicht feststellen. Zwar sollten die Aktionäre an die Stelle des Staates treten, aus der Kontrollpflicht des Staates durch Erteilung der Konzession sollte also die Selbstkontrolle durch die Aktionäre werden, allerdings wurde eine Pflicht zur Kontrolle der Aktionäre damals nicht in das Gesetz mitaufgenommen.

Es lässt sich aber dennoch feststellen, dass das geschichtliche Grundverständnis der Aktiengesellschaft darauf beruhte, dass entweder der Staat die Aktiengesellschaft zu überwachen habe oder eben die Aktionäre an dessen Stelle treten, wenn sich der Staat zurückzieht.

Ähnlich der Ausgangssituation im 19. Jahrhundert lautete der Vorwurf (Passivität, mangelnde Kontrolle, Anonymität und Schwindelei), der den Aktionären in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts gemacht wurde. Die Reform von 1937 hatte aber keine weitere Steigerung der Attraktivität der Kontrolle durch die Aktionäre zum Inhalt, sondern nahm diesen teilweise mit NS-Ideologie geprägten Begründungen einige Rechte und stellte den Vorstand als starken Wirtschaftsführer an die Spitze der Aktiengesellschaft. Der Vorstand, der *de facto* die Willensbildung der Gesellschaft ausführe, sollte dem Verständnis des Gesetzgebers nach auch *de lege ferenda* die Willensbildung übernehmen.

Durch die Reform von 1965 wurde diese Verschiebung der Willensbildung und die Stellung der Aktionäre und Hauptversammlung wieder teilweise rückgängig gemacht. Da die Attraktivität der Aktiengesellschaften als Investitionsobjekt gesteigert werden sollte, ging es in dieser Fassung des Aktiengesetzes aber vor allem darum, möglichst viele positive Aspekte für die Aktionäre ins Gesetz aufzunehmen und die Pflichten gering zu halten.

## **II. Die heutige Stellung und Bedeutung der Aktionäre in der deutschen Aktiengesellschaft**

Wie die geschichtliche Betrachtung im vorangegangenen Teil zeigt hat sich die Bedeutung der Aktionäre in der geschichtlichen Entwicklung der Aktiengesellschaft mehrfach stark verändert. Im Folgenden soll ein kurzer und zusammenfassender Überblick über die heutige Bedeutung und Rolle der Aktionäre in der deutschen Aktiengesellschaft gegeben werden.

Im Folgenden wird dazu zunächst auf die Aktionäre (1.), und dann auf die Hauptversammlung (2.) eingegangen.

### **1. Die Aktionäre**

Die Aktionäre sind die Mitglieder der Aktiengesellschaft, deren Rechte und Pflichten aus der Mitgliedschaft erwachsen.<sup>86</sup> Die Mitgliedschaft wird grundsätzlich durch Erhalt von Aktien begründet und endet auch mit der Abgabe der Aktien.<sup>87</sup>

Wesentliche Pflicht der Aktionäre ist die Leistung der Einlage nach § 54 AktG. Weitere Vorschriften (§§ 60 Abs. 2, 63 Abs. 2 und 3, 64 Abs. 1, 134 Abs. 2 AktG) regeln in diesem Zusammenhang insbesondere die Konsequenzen nicht vollständiger Leistung.<sup>88</sup>

Weitere normierte (mitgliedschaftliche) Pflichten ergeben sich für Aktionäre nur noch hinsichtlich gesetzlicher Meldepflichten aus § 20 AktG bei Überschreiten bestimmter Anteilsgrenzen und der Möglichkeit, für die Aktiengesellschaft nach § 55 AktG Nebenleistungspflichten zu schaffen. Korrekterweise wird man hinsichtlich dieser Meldepflicht allerdings etwas genauer von einer Obligation sprechen müssen, da eine Nichtbefolgung zum Verlust von mitgliedschaftlichen Rechten führt und nicht positiv einklärbar ist.<sup>89</sup> Eine Pflicht zur Wahrnehmung

---

<sup>86</sup> Bungenroth, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 6; .

<sup>87</sup> Cahn/Spannenberg, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 54, Rn. 10; Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor § 53a Rn. 19 ff.

<sup>88</sup> Cahn/Spannenberg, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 54, Rn. 10.

<sup>89</sup> Windbichler, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 20 Rn. 9; zustimmend: Veil, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 20 Rn. 7; a.A.: Bayer, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 20 Rn. 2; Koppensteiner, in: KK AktG, 3. Aufl., § 20 Rn. 11.

von Mitgliedschaftsrechten, wie beispielsweise die Wahrnehmung von Mitwirkungsrechten (Stimmrechtsausübung) ist im Gesetz nicht vorgesehen.<sup>90</sup>

Die wichtigste, nicht ausdrücklich normierte Pflicht der Aktionäre ist die Treuepflicht. Die Existenz einer solchen Pflicht war im Aktienrecht (anders als im GmbH – Recht und im Personengesellschaftsrecht) seit langer Zeit heftig umstritten.<sup>91</sup> Inzwischen hat sich jedoch die Auffassung durchgesetzt, dass auch bei der Aktiengesellschaft das Gesellschaftsverhältnis Sonderverbindungen zwischen den Aktionären untereinander und zwischen Aktionären und Gesellschaft begründet.<sup>92</sup> Die Treuepflicht wird jedoch im Vergleich zur GmbH und zu den Personengesellschaften wohl nur in abgeschwächter Form anerkannt.<sup>93</sup>

Aus der Treuepflicht ergibt sich für die Aktionäre vor allem die Pflicht, in allen gesellschaftlichen Belangen auf die Interessen der AG und die gesellschaftsbezogenen Interessen der Mitaktionäre angemessen Rücksicht zu nehmen.<sup>94</sup> Daraus werden von der Treuepflicht auch Verhaltensweisen erfasst, die unter der Schwelle des Rechtsmissbrauchs liegen.<sup>95</sup>

Insofern hat die Treuepflicht in erster Linie eine rechtsbegrenzende, negative Funktion.<sup>96</sup> Dies meint also Rücksichtnahmepflicht, die die Aktionäre verpflichtet insbesondere ihre Mitwirkungsrechte nicht zum Schaden ihrer Mitaktionäre oder der Gesellschaft auszuüben.<sup>97</sup> Dies betrifft in erster Linie die pflichtwidrige Ausübung von Stimmrechten.<sup>98</sup> So darf ein Aktionär keine Beschlüsse herbeiführen,

---

<sup>90</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 17.

<sup>91</sup> Ders. Rn. 18.; *Drygala*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 81; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor § 53a Rn. 48

<sup>92</sup> Bundesgerichtshof vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 50; vgl. insofern zur geschichtlichen Entwicklung und Bedeutung der Treuepflicht im deutschen Recht und Handhabung der Treuepflicht im US – amerikanischen Recht auch: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 152 ff.; S. 165 ff.; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 19; *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 54; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor § 53a Rn. 48; vgl. auch grundlegend zu den aus der Mitgliedschaft entspringenden Pflichten: *Habersack*, Die Mitgliedschaft - subjektives und "sonstiges" Recht, 1996, S. 62 ff.; *Lutter*, AcP 1980, 84, 122.

<sup>93</sup> *Hessler/StrohnLange*, 3. Auflage, § 53a AktG, Rn. 7.

<sup>94</sup> Bundesgerichtshof vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103,184 = NJW 1988, 1579; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 25; *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a, Rn. 37.

<sup>95</sup> *Drygala*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 81

<sup>96</sup> *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a, Rn. 37, m.w.N.

<sup>97</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 25.

<sup>98</sup> Ders., Rn. 27; *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a, *Hessler/StrohnLange*, 3. Auflage, § 53a AktG, Rn. 9.

die ihm einseitig einen Vorteil bringen und zu Lasten der Mitaktionäre oder der Gesellschaft gehen.<sup>99</sup> Auch in Hinblick auf die Begrenzung des Rede- und Frage-rechts spielt die Treuepflicht eine Rolle, wenn die (zeitlich angemessene) Durch-führung der Hauptversammlung durch die exzessive Ausnutzung dieser Rechte gefährdet wird.<sup>100</sup> In positiver Hinsicht wird aus der Treuepflicht zusätzlich auch noch in geringem Umfang eine aktive Förderungspflicht geschlossen.<sup>101</sup> Hierbei ist jedoch große Vorsicht geboten.<sup>102</sup> Diese aktive Förderungspflicht beschränkt sich zunächst nur auf nichtfinanzielle Leistung, da die zuvor dargestellten §§ 54, 55 AktG hinsichtlich finanzieller Leistungen insofern abschließenden Charakter haben.<sup>103</sup>

Mitwirkungsrechte, die nicht auf finanzielle Leistungen abzielen, wie insbesondere die Stimmrechtswahrnehmung, können dann aber unter Umständen zu Mitwirkungspflichten werden, wenn die Gesellschaft oder die Mitaktionäre in ganz besonderem Maße auf die Mitwirkung angewiesen sind.<sup>104</sup> Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn die Zustimmung aller Aktionäre zu einem Beschluss (wie bei § 180 AktG) erforderlich ist.<sup>105</sup>

Die Rechte der Aktionäre können allgemein in Vermögensrechte und Mitwirkungsrechte unterteilt werden.<sup>106</sup> Vermögensrechte von Aktionären sind insbesondere der Dividendenanspruch, das Bezugsrecht und der Anspruch auf einen Teil des Liquidationserlöses.<sup>107</sup> Die Mitwirkungsrechte sind bei Darstellung der Treuepflicht bereits angedeutet worden und bestehen vor allem aus dem Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung, Frage- und Stimmrechten, dem Antragsrecht und schließlich auch dem Recht Hauptversammlungsbeschlüsse anzufechten.<sup>108</sup> Schließlich treten noch Sonderrechte hinzu, wie beispielsweise ein Entsendungsrecht nach § 101 Absatz 2 Satz 1 Aktiengesetz.

---

<sup>99</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 26.

<sup>100</sup> *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a, Rn. 38; mit Verweis auf: *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739; *Henze*, BB, S. 489.

<sup>101</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 28, *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a, Rn. 38.

<sup>102</sup> *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739.

<sup>103</sup> Ders.

<sup>104</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 28f.

<sup>105</sup> *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 29; *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a, Rn. 38; *Henze*, BB, S. 489, S. 493;

<sup>106</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 13.

<sup>107</sup> Ders.

<sup>108</sup> Ders.

Die Ausübung dieser Rechte steht den Aktionären nach § 118 Absatz 1 Satz 1 regelmäßig nur im Rahmen der Hauptversammlung zu, sodass diese im folgenden Abschnitts etwas näher betrachtet werden sollen.

## 2. Die Hauptversammlung

Die Hauptversammlung ist zum einen Gesellschaftsorgan und zum anderen die tatsächliche (jährliche) Zusammenkunft der Aktionäre, insofern ist von einem dualen Hauptversammlungsbegriff auszugehen.<sup>109</sup> Die §§ 118 ff. AktG beschäftigen sich vor allem mit der funktionalen Stellung der Hauptversammlung als Beschlussorgan.

Wie bereits im geschichtlichen Abriss der Rolle der Aktionäre und der Entwicklung der Aktiengesellschaft deutlich gemacht wurde, ist die Hauptversammlung das oberste Willensbildungsorgan der Gesellschaft.<sup>110</sup> Die durch Beschluss der Hauptversammlung herbeigeführte Willensbildung wird dabei infolge der Organstellung der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft insgesamt zugerechnet.<sup>111</sup> Im Gegensatz zur Willensbildung kommt der Hauptversammlung allerdings keine Vertretungsbefugnis nach außen zu, da diese nach beim Vorstand oder ausnahmsweise beim Aufsichtsrat liegt.<sup>112</sup> Sie kann lediglich auf das Anrufen des Vorstands hin über einzelne Fragen entscheiden, die den Vorstand dann aber auch wieder nur im gesellschaftlichen Innenverhältnis binden.<sup>113</sup>

Die Hauptversammlung entscheidet nach § 119 Absatz 1 Nr. 1 Aktiengesetz unter anderem über die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, über die Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats nach Nr. 3 und über Satzungsänderungen nach Nr. 5. Insbesondere durch die Bestellung neuer Aufsichtsratsmitglieder kann die Hauptversammlung aber direkt Einfluss auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrats und damit auch indirekt auf die Zusammensetzung des Vorstands nehmen, sodass dadurch auch ein mittelbarer Einfluss auf die generelle Ausrichtung der Geschäftsführung besteht.

---

<sup>109</sup> Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 118 Rn. 6; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118, Rn. 1, Müllert, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, Vor § 118 Rn. 8 ff.; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 118 Rn. 6.

<sup>110</sup> Vgl. oben, S. 37ff.; vgl. auch wieder Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118, Rn. 9.

<sup>111</sup> Müllert, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, Vor § 118 Rn. 19; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 118 Rn. 12; vgl. insofern auch schon: Reichsgericht vom 25.04.1906, I 614/05, RGZ 63, 203-214

<sup>112</sup> Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 118 Rn. 13

<sup>113</sup> Vgl. auch: Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 119, Rn. 24ff.; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 118 Rn. 12.

Umgekehrt kann die Hauptversammlung auch einen Beschluss nach § 84 Absatz 3 Satz 2 Aktiengesetz fassen, der einem Vorstandsmitglied das Vertrauen entzieht. Dies kann einen wichtigen Grund zur Abberufung durch den Aufsichtsrat rechtfertigen, sodass die Hauptversammlung auch dadurch mittelbar auf die Zusammensetzung des Vorstands einwirken kann, ihr also auch Kontrollkompetenzen hinsichtlich der persönlichen Zusammensetzung des Vorstands zustehen.<sup>114</sup> Diese Möglichkeit stellt damit auch eine der wesentlichen Kontrollmöglichkeiten der Hauptversammlung und der Aktionäre dar.<sup>115</sup>

Weitere Kontrollmöglichkeiten finden sich in den Rechten, die – wie im Abschnitt zuvor bereits deutlich gemacht wurde – den Aktionären zwar individuell zustehen, die diese aber nur im Rahmen der Hauptversammlung geltend machen können, wie beispielsweise das Frage- und Auskunftsrecht nach § 131 Aktiengesetz, das auch so verallgemeinert im Deutschen Corporate Governance Kodex in Ziffer 2.2.3. aufgenommen wurde.

Die Aktionäre haben somit in der Hauptversammlung viele grundlegende Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Gesellschaft. Auch wenn die Aktionäre dabei nicht in das Tagesgeschäft des Unternehmens eingebunden sind haben sie doch durch die Willensbildungsmöglichkeiten in der Hauptversammlung eine zentrale Stellung inne. Die Bedeutung der einzelnen Investoren und entsprechend die Möglichkeiten Einfluss im Rahmen der Hauptversammlung (und darüber hinaus) geltend zu machen hängt dabei allerdings vor allem von deren Stimmkraft auf der Hauptversammlung ab. Diese hängt regelmäßig vom stimmberichtigten Aktienanteil ab, den der einzelne Aktionär hält. Insbesondere in den letzten Jahren scheint dabei die Gruppe der institutionellen Investoren an Bedeutung zu gewinnen und verstärkt Einfluss auf Aktiengesellschaften nehmen zu können.

## **§ 2. Bedeutung institutioneller Investoren für den Kapitalmarkt und die Portfoliogesellschaften**

Der Begriff „institutioneller Investor“ ist nicht einheitlich und allgemeingültig definiert. Daher lässt sich auch nicht ohne Weiteres festhalten, welche Bedeutung institutionelle Investoren makroperspektivisch für die internationalen Kapitalmärkte haben und welche Bedeutung institutionelle Investoren mikroperspektivisch für einzelne Emittenten, also deren Portfoliogesellschaften, haben.

---

<sup>114</sup> Hoffmann, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 119, Rn. 11.

<sup>115</sup> Ders.

Der Versuch, eine allgemeingültige und trennscharfe Definition des Begriffs „institutioneller Investor“ zu bilden, soll an dieser Stelle auch nicht erfolgen.<sup>116</sup> Vielmehr wird noch auf das Verständnis der Begriffe „institutioneller Investor“ und „Vermögensverwalter“ im Rahmen verschiedener Stewardship Kodizes und vor allem auf die Begriffe „institutioneller Anleger“ und „Vermögensverwalter“ im Rahmen der überarbeiteten Aktionärsrechtlinie einzugehen sein.<sup>117</sup>

Insofern wird im Folgenden die Bedeutung einzelner Investorengruppen, wie Lebensversicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds, aber auch von weiteren Investoren wie Hedgefonds und Private Equity Fonds, dargestellt. Diese Darstellung orientiert sich dabei an den Begriffen „klassischer institutioneller Investor“ und „alternativer institutioneller Investor“.<sup>118</sup>

Im Folgenden soll zunächst ein Überblick über verschiedene Arten von Aktionären gegeben werden (*A.*). Anschließend sollen die verschiedenen Arten von institutionellen Investoren anhand der Begriffe „klassischer institutioneller Investor“ und „alternativer institutioneller Investor“ etwas näher vorgestellt werden (*B.*). Abschließend sollen die wesentlichen Erkenntnisse über institutionelle Investoren im Zusammenhang anhand des Begriffes der „*Investment Chain*“ bzw. Investmentkette zusammengefasst werden (*C.*).

## A. Institutionelle Investoren als Aktionäre

Das Aktienrecht stellt allgemein die Rolle und Funktion der Aktiengesellschaft und ihrer Organe sowie der Aktionäre in den Vordergrund. Insbesondere das

<sup>116</sup> Ein solcher Versuch wurde unternommen beispielsweise bei Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 82; diese Definition ist allerdings wohl zu allgemein gehalten und bringt insofern wenig Klarheit. Insofern genügt es wohl festzuhalten, dass es sich bei institutionellen Investoren regelmäßig nicht um natürliche Personen handelt und die gewählten Rechtsform sich international und auch auf den nationalen Märkten teilweise deutlich unterscheiden, vgl. hierzu auch aus Sicht der OECD: Isaksson/Celik, Institutional Investors as Owners, 2013, S. 7; die deutsche Bundesbank definiert institutionelle Investoren dabei wie folgt: „Als institutionelle Investoren werden Institutionen bezeichnet, die neben den privaten Anlegern (Kleinanlegern) am Kapitalmarkt aktiv sind. Dazu zählen zum Beispiel Banken, Investmentfonds, Versicherungen, aber auch Organe der öffentlichen Hand. Da institutionelle Investoren aufgrund ihrer Größe in der Lage sind, großvolumige Kauf- und Verkaufsaufträge zu erteilen, können sie mit ihren Investitionsentscheidungen das Geschehen an den Finanzmärkten oft merklich beeinflussen.“, Deutsche Bundesbank, Glossar - I - Institutioneller Investor, 2014; ähnlich breit definiert ist der Begriff als Sammelbegriff auch bei: Redeke, AG 2015, 253, 254.

<sup>117</sup> Vgl. hierzu insbesondere: zum Verständnis von institutionellen Investoren in verschiedenen Stewardship Kodizes, S. 72 ff.; zum Verständnis der Begriffe zum Verständnis von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern im Rahmen der überarbeiteten Aktionärsrechtechtlinie, S. 170 ff. und entsprechend in Deutschland, OS. 207 ff.

<sup>118</sup> Vgl. zu diesen Begriffen („*traditional institutional investor*“ und „*alternative institutional investor*“): Isaksson/Celik, Institutional Investors as Owners, 2013;

deutsche Aktiengesetz differenziert dabei auch grundsätzlich nicht zwischen verschiedenen Aktionären. Allenfalls ließe sich eine Unterscheidung noch zwischen Gründer- und Nichtgründeraktionären, wie § 28 AktG andeutet, oder zwischen Vorzugsaktionären nach § 140 AktG und stimmberechtigten Aktionären treffen.<sup>119</sup>

Eine terminologische Unterscheidung erfolgt allerdings nicht hinsichtlich der Identität der Aktionäre oder dem Umfang der Beteiligung.<sup>120</sup> Der Umfang der Beteiligung kann sich allenfalls auf Meldeobligationen oder die Möglichkeit der Wahrnehmung von Minderrechten auswirken, nicht aber auf die im Aktiengesetz verwendete Bezeichnung des Aktionärs. Insbesondere macht es beispielsweise hinsichtlich der Wahrnehmung von Minderrechten (nach deutschen Recht) keinen Unterschied, ob ein Aktionär „Hauptaktionär“ ist oder nicht, ausreichend ist das Erreichen von Schwellenwerten und eben nicht die Klassifizierung des Investors als „Hauptaktionär“ oder „Großaktionär“ oder sonstige Art von Aktionär.<sup>121</sup>

Hinsichtlich der Identität der Aktionäre lässt sich insofern – in jeweils unterschiedlichen Sachverhalten und entsprechend ohne unmittelbare rechtliche Folgen – terminologisch von Hauptaktionären, Paketaktionären, Großaktionären und Minderheitsaktionären oder Kleinaktionären, Alleinaktionären, Ankeraktionären, Belegschaftsaktionären, Publikumsaktionären oder Streubesitzaktionäre sprechen.<sup>122</sup>

Zur Darstellung der Bedeutung institutioneller Investoren als institutionelle Aktionäre für den Kapitalmarkt und die jeweiligen Portfoliogesellschaften soll im Folgenden zwischen Kleinaktionären, institutionellen Aktionären und sonstigen Aktionären unterschieden werden:<sup>123</sup>

---

<sup>119</sup> Aus dieser Unterscheidung ergeben sich auch jeweils konkrete Rechtsfolgen, wie hinsichtlich der Gründereigenschaft die §§ 23 Abs. 2, 30 Abs. 1, 31 Abs. 1, 32 Abs. 1, 33 Abs. 2 Nr. 1, 35 Abs. 1, 2, 36 Abs. 1, 40 Abs. 1 Nr. 3, 46, 50, 160 Abs. 1 Nr. 1, 399 Abs. 1 Nr. 1, 2 deutlich machen, siehe hierzu: *Limmer*, in: *Spindler/Stilz, AktG*, 3. Aufl. 2015, § 28 Rn. 1; *Pentz*, in: *MüKomm AktG*, 4. Aufl. 2016, § 28 Rn. 2.

<sup>120</sup> Der Umfang der Beteiligung ist allerdings für Meldeobligationen nach § 20 AktG relevant.

<sup>121</sup> *LG Frankfurt a. M.* vom 27.10.2016, 3-05 O 157/16, AG 2017, 366 = ZIP 2017, 377.

<sup>122</sup> Etwas zynisch ließe sich diese Liste sicherlich auch noch um weitere Bezeichnungen wie die „Buffet- oder Fressaktionäre“ erweitern, vgl. hierzu bspw.: *Bayer/Hoffmann*, AG 2016, R151, R151; auch die Bezeichnungen „Berufsaktionär“, „räuberischer Aktionär“, vgl. hierzu unten, S. 236 ff., oder die im Folgenden noch behandelten aktivistischen Aktionäre ließen sich nennen, vgl. hierzu noch S. 68 ff.; diese Bezeichnung knüpfen allerdings wohl vor allem an der Intention des Aktionärs für die Beteiligung an und weniger an der Identität oder dem Umfang der Beteiligung.

<sup>123</sup> Eine ähnliche Gruppierung findet sich auch wieder bei *DIRK/Ipro*, Investoren der Deutschland AG 3.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2016, S. 7.

Im Falle von Einzelpersonen, die in geringen Anteilen infolge einer privaten Investition halten wird man regelmäßig von Kleinaktionären oder Streubesitzaktionären sprechen können, die daher regelmäßig auch Minderheitsaktionäre sind. Hierbei handelt es sich regelmäßig um Privatpersonen oder auch um Angestellte der Unternehmen, die im Rahmen eines Aktienprogramms Aktien erhalten.

Großaktionäre können grundsätzlich in institutionelle Aktionäre und sonstige Großaktionäre unterteilt werden. Institutionelle Aktionäre umfassen dabei klassische institutionelle Investoren wie Lebensversicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds aber auch Hedgefonds und Private Equity Fonds, die hier als alternative institutionelle Investoren dargestellt werden. Sonstige Großaktionäre umfassen Staatsfonds, einzelne bedeutende Direktbeteiligung von Ländern oder Unternehmerfamilien und Unternehmensstiftungen. Aktienbestände von Depotsbanken oder Brokern können sich ebenfalls zu bedeutenden Beteiligungen summieren.

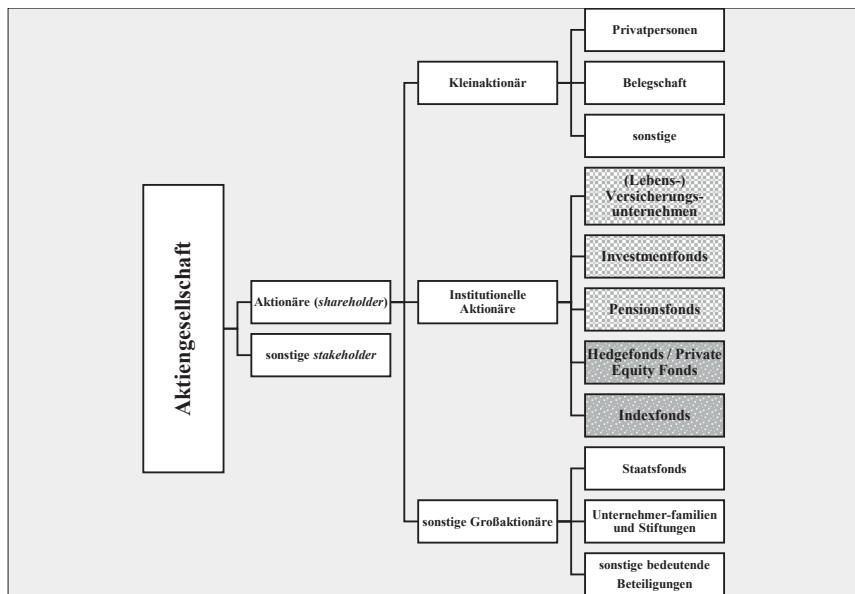


Abbildung 1 – Institutionelle Aktionäre

Diese Arbeit konzentriert sich vor allem auf die Gruppe von Großaktionären, die als institutionelle Aktionäre beziehungsweise institutionelle Investoren in Erscheinung treten.

## B. Bedeutung institutioneller Investoren für den Kapitalmarkt und ihre Portfoliogesellschaften

Die als institutionelle Investoren auftretenden Akteure auf dem Kapitalmarkt sind zunächst Pensionsfonds, Versicherungsfonds und Investmentfonds. Darüber hinaus spielen Hedgefonds und Private Equity Fonds und zunehmend auch passiv verwaltete Indexfonds eine beachtliche Rolle auf den internationalen Aktienmärkten.<sup>124</sup>

Klassischerweise schon aufgrund ihrer Größe handelt es sich bei institutionellen Investoren um die zuerst genannten Pensionsfonds, Versicherungsfonds (hierbei insbesondere Lebensversicherungen) und Investmentfonds, die eine herausragende Stellung am Finanzmarkt einnehmen.<sup>125</sup> *Private-Equity*-Fonds und Hedgefonds und *ETF*'s gewannen in den letzten Jahren zwar an Größe und Relevanz, konnten aber noch lange nicht ein ähnliches Level wie die drei klassischen institutionellen Investoren erreichen und sollen deshalb auch hier als alternative institutionelle Investoren beschrieben werden.<sup>126</sup>

Die Größe und Bedeutung institutioneller Investoren lässt sich zunächst bereits anhand des insgesamt verwalteten Anlagevermögens darstellen. Im Rahmen dieser Arbeit dabei besonders relevant ist die Allokation dieses Anlagevermögens in verschiedene Vermögensklassen und insbesondere der Stellenwert den Aktien hierbei einnehmen.

Bei der Bestimmung des Anlagevermögens institutioneller Investoren ergeben sich allerdings viele systematische Bestimmungsprobleme: Im Vergleich der veröffentlichten Daten einzelner Institutionen zeigt sich, dass diese auch für den gleichen Bemessungszeitraum und bei scheinbar gleichen Bezugssubjekten deutliche Unterschiede aufweisen. Als weiteres Problem lässt sich auch feststellen, dass institutionelle Investoren in die Anlageprodukte anderer institutioneller Investoren investieren, sodass die Werte insofern Doppelberücksichtigungen enthalten.<sup>127</sup>

Im Folgenden soll zunächst allgemein ein allgemeiner Vergleich der Bedeutung institutioneller Investoren erfolgen (*I.*). Anschließend soll auf die Bedeutung und das wirtschaftliche Verständnis klassischer institutioneller Investoren (*II.*), alternativer institutioneller Investoren (*III.*) und Vermögensverwalter (*IV.*) eingegangen.

---

<sup>124</sup> Isaksson/Celik, Institutional Investors as Owners, 2013, S. 7ff.

<sup>125</sup> Ders.; vgl. auch: Roth, Fordham Journal of Corporate and Financial Law 18, 751–820, 776ff.

<sup>126</sup> Vgl. auch wieder: Isaksson/Celik, Institutional Investors as Owners, 2013, S. 7ff. die eine ähnliche Unterscheidung zwischen traditionellen, alternativen institutionellen Investoren und schließlich den *asset manager* treffen; letztere sollen hier unten gesondert betrachtet werden.

<sup>127</sup> Vgl. zur Doppelberücksichtigung: Isaksson/Celik, Institutional Investors as Owners, 2013, S. 11.

## I. Übersicht über global verwaltetes Vermögen und globale Aktienallokation institutioneller Investoren

Der Größenunterschied und die Bedeutung für die Kapitalmärkte zwischen diesen beiden Investorengruppen lässt sich zunächst gut an dem jeweils verwalteten Vermögen darstellen:

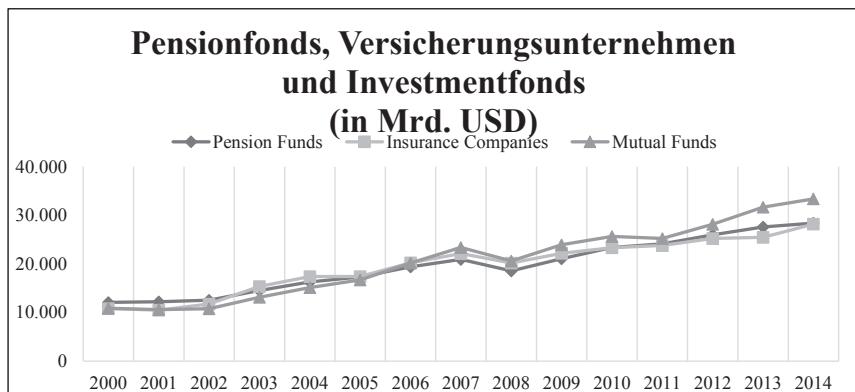


Abbildung 2 – Verwaltetes Vermögen der „klassischen“ Institutionellen Investoren<sup>128</sup>

<sup>128</sup> Quelle der Daten: OECD, OECD Business and Finance Outlook, 2015, Tabelle 3.2.; die neueren Auflagen dieses Berichts aus 2016 und 2017 geben diese Daten nicht zusammengestellt in gleicher Form an. Aktuelle Daten zum gesamten durch institutioneller Investoren verwalteten Vermögen gibt die OECD jährlich allerdings nur auf Länderbasis an in der *Institutional Investors Statistics*, vgl. hierzu den aktuellsten Bericht aus dem Juni 2017: OECD, *Institutional Investors Statistics 2016, 2017*. Die Daten und Bezeichnungen (Pension Funds, Insurance Companies, Mutual Funds) wurden aus der diesen Statistiken übernommen und um Ungenauigkeiten zu vermeiden hier nicht übersetzt. Vgl. zur Definition und möglichen Übersetzung dieser Begriffe noch, S. 185 ff. und S. 207 ff.

## Kapitalbeteiligungsfonds, Indexfonds und Hedge Fonds (in Mrd. USD)

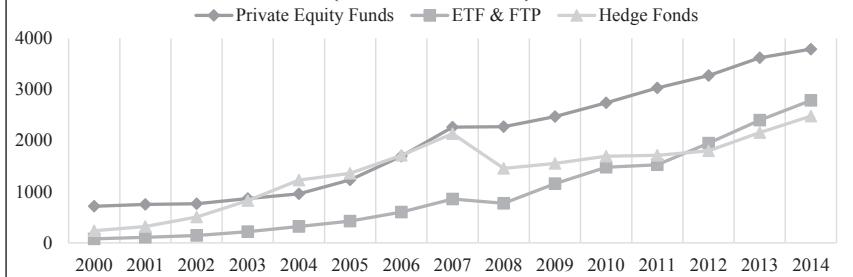


Abbildung 3 – Verwaltetes Vermögen der ‚alternativen‘ Institutionellen Investoren<sup>129</sup>

Vergleicht man die in *Abbildung 2* dargestellten Vermögensanlage der klassischen institutionellen Investoren in Höhe von 89.974 Mrd. USD in OECD Staaten im Jahr 2014 mit den Anlagen bei den alternativen institutionellen Investoren, dargestellt in *Abbildung 3*<sup>130</sup>, in Höhe von 9.052 Mrd. USD in OECD Staaten in 2014 wird dieser Größenunterschied besonders deutlich.

Interessant in diesem Zusammenhang erscheint aber auch die Wachstumsrate: Haben sich die klassischen institutionellen Investoren in ihrer Größe von 2000 bis 2014 „nur“ ungefähr verdoppelt (Pensionsfonds) bzw. ungefähr verdreifacht (Investmentfonds und Versicherungen), wachsen die alternativen institutionellen Investoren insbesondere auch nach der Finanzmarktkrise noch enorm und haben ihr Anlagenvermögen seit dem Jahr 2000 vervielfacht. *Private Equity* Fonds kommen hierbei auf eine Verfünfachung ihres Anlagevermögens und Hedgefonds schließlich auf ein zehnfaches Anlagevolumen. *ETF*, also sogenannte Indexfonds, kommen auf ein 37-faches Wachstum und schlagen somit alle anderen Fondsarten hinsichtlich ihrer Wachstumsrate in den vergangenen Jahren.

Neben dem absoluten Anlagevermögen ist die relative Verteilung der Anlagen durch die einzelnen institutionellen Investoren interessant. Stewardship Verantwortung betrifft insofern insbesondere die Rechtewahrnehmung aus Aktien, sodass hier besonders die Investition der institutionellen Investoren in Aktien zu betrachten ist.

<sup>129</sup> Quelle der Daten: *OECD*, *OECD Business and Finance Outlook*, 2015, Tabelle 3.2.

<sup>130</sup> Siehe S. 60.

Nimmt man hier wieder die von der OECD jährlich erhobenen Daten, zeigt sich das bedeutende Gewicht von Aktien in den Portfolios der einzelnen institutionellen Investoren: Im Jahre 2013 nahmen bei Pensionsfonds Aktien einen Anteil von 46 Prozent des Anlagevermögens ein und 2014 waren es 44 Prozent. Versicherungen hatten 2013 einen Anteil von 29 Prozent Aktien und 2014 einen Anteil 28 Prozent, Investmentfonds wiederum hatten ähnlich wie Pensionsfonds 2013 45 Prozent und 43 Prozent 2014 ihres Vermögens in Aktien investiert.

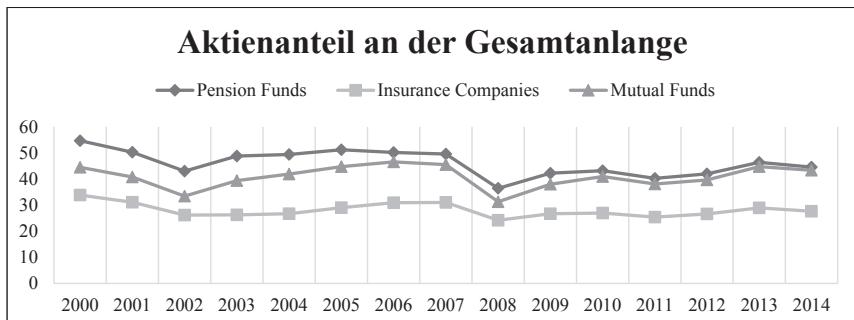


Abbildung 4 – Aktienanteil (in %) bei klassischen institutionellen Investoren<sup>131</sup>

Nicht nur in Hinblick auf die globale Marktkapitalisierung und den externen Einfluss der institutionellen Investoren auf die einzelnen Aktiengesellschaften, sondern also auch in Hinblick auf die Relevanz der Aktien im eigenen Investitions- und Anlageportfolio spielen Aktien bei den klassischen institutionellen Investoren eine enorme Rolle.

Vergleicht man darüber hinaus die Bedeutung der anderen Anlagen in den Portfolios der einzelnen institutionellen Investoren, zeigt sich ebenfalls die herausragende Rolle von Aktien für die institutionellen Investoren:

Nur bei Versicherungen spielen festverzinsliche Wertpapiere, also sogenannte *Bonds*, eine noch höhere Rolle als Aktien.<sup>132</sup> Aktien nehmen mit einem Anteil ungefähr 30 Prozent jedoch immer noch eine herausragende Rolle ein.

<sup>131</sup> Quelle der Daten: OECD, OECD Business and Finance Outlook, 2015, Tabelle 3.10.

<sup>132</sup> Vgl.: Abbildung 5, festverzinsliche Wertpapiere nehmen durchschnittlich um die 50 % des Anlagekapitals ein.

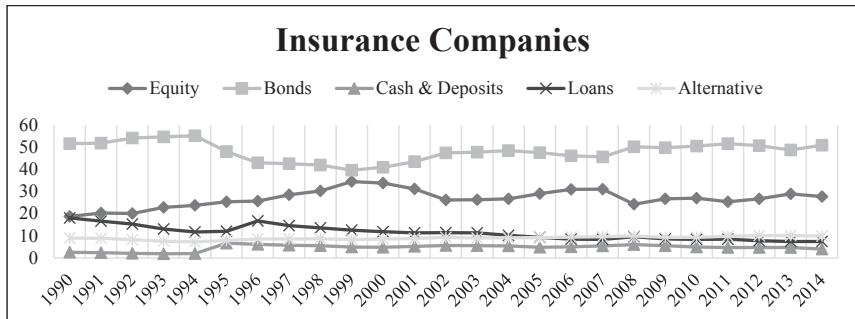


Abbildung 5 – Anlageverteilung (in %) Versicherungen<sup>133</sup>

Bei Investmentfonds haben *Bonds* seit den 90er Jahren an Relevanz verloren und diese (abgesehen vom Jahre 2002) nur während der Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 bis 2011 teilweise wiedererlangen können.<sup>134</sup> Aktien haben dagegen grundsätzlich an Bedeutung gewonnen, im Jahre 2008 zum Höhepunkt der Finanzmarktkrise diese zwar kurzfristig verloren, jedoch in den Folgejahren wiedererlangen können.

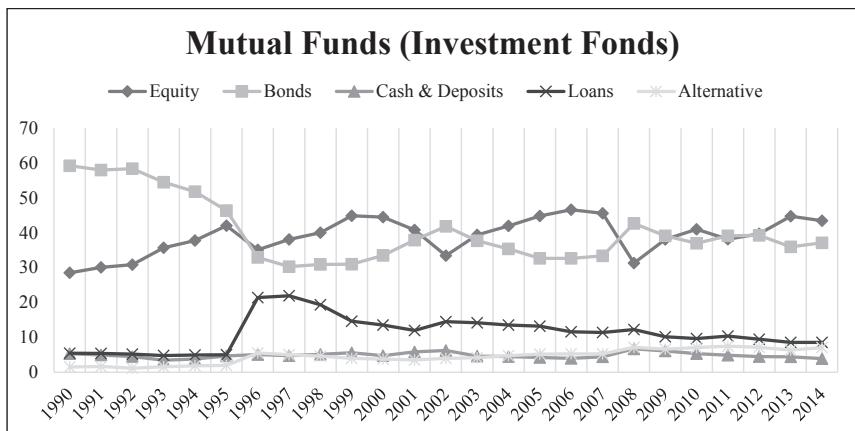


Abbildung 6 – Anlageverteilung (in %) Investmentfonds<sup>135</sup>

<sup>133</sup> Quelle der Daten: OECD, OECD Business and Finance Outlook, 2015, Tabelle 3.10.

<sup>134</sup> Vgl.: Abbildung 6.

<sup>135</sup> Quelle der Daten: OECD, OECD Business and Finance Outlook, 2015, Tabelle 3.10.

Den bedeutendsten Anteil nehmen Aktien schließlich in den Portfolios von Pensionsfonds ein. Wieder abgesehen von den Jahren 2002 und 2008 stieg der Anteil, den Aktien einnahmen, seit den 90er Jahren grundsätzlich, sodass im Schnitt hier ein Anteil von 40 bis 50 Prozent am Anlageportfolio der Pensionsfonds vorliegt. Aktien spielen also gerade bei Pensionsfonds eine besonders große Rolle. Lediglich wieder *Bonds* (20-25 Prozent) und alternative Anlageformen, die seit der Finanzmarktkrise stark gestiegen sind (um 30 Prozent seit 2008), nehmen noch eine herausragende Rolle ein.<sup>136</sup>

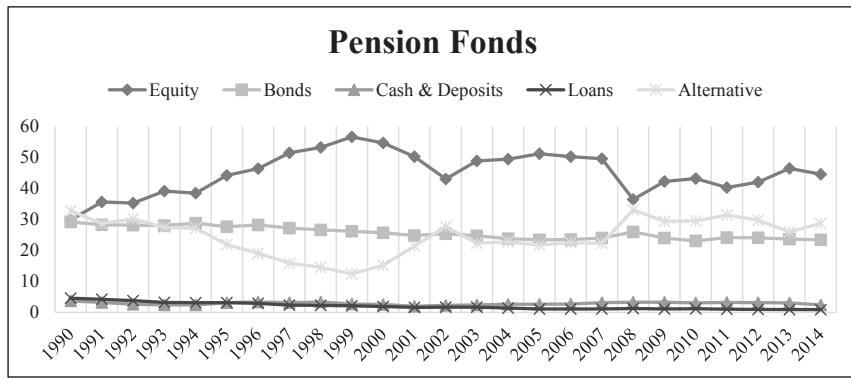


Abbildung 7 – Anlageverteilung (in %) Pensionsfonds<sup>137</sup>

<sup>136</sup> Vgl. Abbildung 7.

<sup>137</sup> Quelle der Daten: OECD, OECD Business and Finance Outlook, 2015, Tabelle 3.10.

## II. Bedeutung institutioneller Investoren für die Aktionärsstruktur nationaler Aktienmärkte am Beispiel von Deutschland und Großbritannien

Auch umgekehrt aus Sicht der Portfoliounernehmen auf die Aktionärsstruktur wird deutlichen, welchen Stellenwert institutionelle Investoren für die Aktionärsstruktur der Kapitalmärkte einnehmen. Das lässt sich gut am Beispiel Deutschlands, aber vor allem auch am Beispiel Großbritanniens zeigen.

Nach Schätzungen der deutschen Bundesbank aus dem Jahr 2014 wird der Anteil institutioneller Investoren an der Aktionärsstruktur deutscher börsennotierter Unternehmen insgesamt bei weit über zwei Dritteln liegen. Wenn man strategische Investitionen hinausrechnet wird der Anteil immer noch bei um die 60 Prozent liegen.

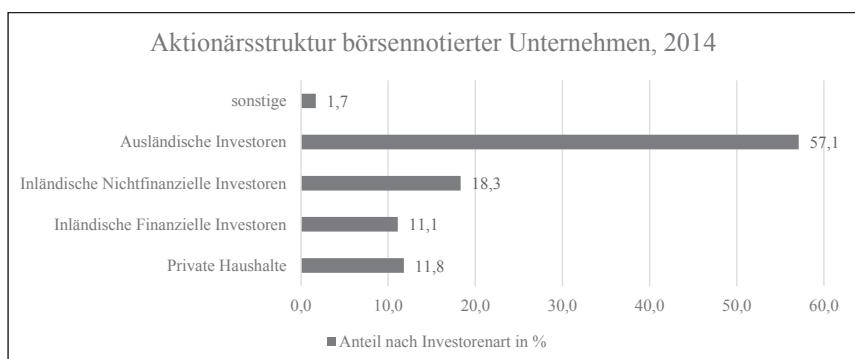


Abbildung 8 – Aktionärsstruktur DAX 30 (gerundet) nach deutscher Bundesbank 2014<sup>138</sup>

Von den ausländischen Investoren handelt es sich zu einem weit überwiegen- den Teil im institutionelle Investoren.<sup>139</sup> Mit einem Anteil von 6,3 Prozent nehmen Investmentfonds dabei den relativ größten Anteil der finanziellen inländi- schen Investoren ein.<sup>140</sup>

<sup>138</sup> Deutsche Bundesbank, Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise, 2014, S. 24

<sup>139</sup> Dies.; mit ähnlichem Ergebnis auch: Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie 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 2014, S. 3; die Kommission beziffert den Aktienanteil ausländischer Investoren an Aktien europäischer börsennotierter Gesellschaften insofern auf insgesamt 44 Prozent.

<sup>140</sup> Dies.

Auch die Analyse des *Deutschen Investor Relations Verband* und von *Ipreo* geht davon aus, dass ungefähr 61 Prozent der Anteile der DAX 30 von institutionellen Investoren gehalten werden.<sup>141</sup>

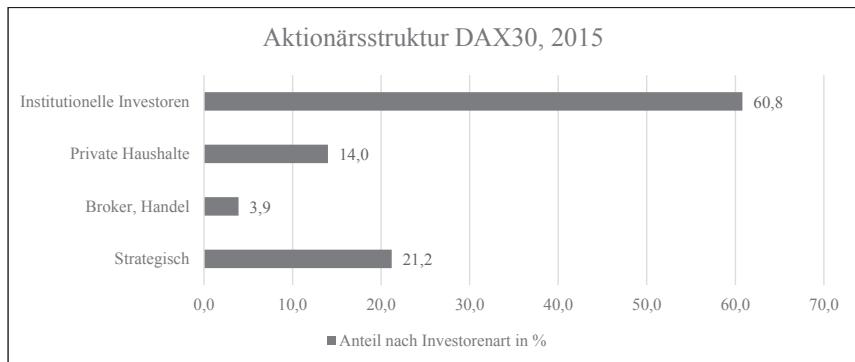


Abbildung 9 – Aktionärsstruktur DAX 30 (gerundet) nach DIRM / IPREO 2015<sup>142</sup>

Mit großem Vorsprung noch vor den „strategischen Investments“, die vor allem Unternehmerfamilien und Stiftungen, sowie Investitionen des Bundes und von anderen Staatsfonds und bedeutenden Einzelinvestitionen umfassen, halten institutionelle Investoren in Deutschland also fast Zweidrittel der Aktienanteile der DAX 30 Unternehmen. Hierbei halten vor allem nordamerikanische Investoren einen überragenden Anteil, der den Anteil der deutschen Investitionen beinah um das doppelte übersteigt.<sup>143</sup>

<sup>141</sup> DIRM/Ipreo, Investoren der Deutschland AG 3.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2016, S. 7

<sup>142</sup> Quelle der Daten: Dies.

<sup>143</sup> Vgl. dies., S. 8; vgl. auch hinsichtlich der Bedeutung insbesondere amerikanischer Pensionsfonds: Roth, Private Altersvorsorge, 2009, S. 11 ff.

In Großbritannien scheint die Bedeutung institutioneller Investoren für die Aktionärsstruktur britischer Unternehmen noch höher einzuschätzen sein.

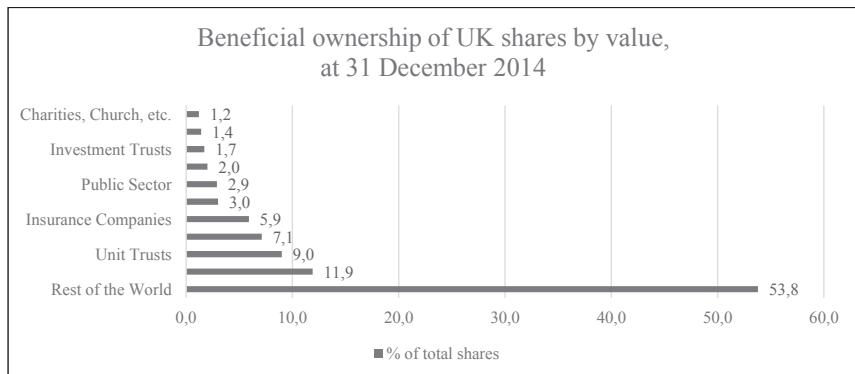


Abbildung 10 – Aktionärsstruktur britischer, börsennotierter Unternehmen nach ONS<sup>144</sup>

So wurden 2014 von britischen *Unit Trusts*, *Other Financial Institutions*, *Insurance Companies*, *Pension Funds* und *Investment Trusts* zusammen ungefähr die 27,1 Prozent der Aktien britischer Unternehmen gehalten. Hinzu treten 53,8 Prozent Anteile, die von *Rest of the World (ROW)* Investoren gehalten werden. Ausländische institutionelle Investoren, also *Unit Trusts*, *Insurance Companies*, *Other Financial Institutions*, *Pension Funds* und *Investment Trusts*, halten hiervon 88,89 Prozent der Anteile, somit also insgesamt 47,8 Prozent der Aktienanteile britischer Unternehmen. Kumuliert halten somit britische und nicht britische institutionelle Investoren insgesamt ungefähr 75 Prozent der britischen Aktien börsennotierter Unternehmen.<sup>145</sup> Wie auch in Deutschland umfassen die ROW Investoren dabei vor allem Investoren aus Nordamerika.

<sup>144</sup> Quelle der Daten: *Office for National Statistics*, Ownership of UK Quoted Shares: 2014, 2015

<sup>145</sup> Vgl. hierzu auch wieder *Office for National Statistics*, Ownership of UK Quoted Shares: 2014, 2015.

Insgesamt halten nordamerikanische institutionelle Investoren, hierbei vor allem US-amerikanische Investoren, insgesamt mit Abstand die meisten Vermögenswerte im Vergleich zu institutionellen Investoren aus anderen Staaten.<sup>146</sup> Deutsche Pensionsfonds spielen dabei regelmäßig eine untergeordnete Rolle, anders als deutsche Lebensversicherungen oder Investmentfonds.<sup>147</sup> Dabei haben deutsche institutionelle Investoren aber genau wie britische, französische, niederländische, italienische und kanadische Investoren ebenfalls einen im Vergleich zu den US-amerikanischen Investoren nur nachrangig bedeutenden Stellenwert.<sup>148</sup>

### C. Zusammenfassung

Institutionelle Investoren nehmen am Kapital- und Aktienmarkt eine überragende Rolle ein.

Diese wird zunächst bereits anhand des durch institutionelle Investoren weltweit verwalteten Vermögens deutlich. Insbesondere Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und Investmentfonds, zunehmend aber auch alternative Investoren wie *ETFs* oder *Private-Equity-Fonds*, sind hier relevant. Zwar mit jeweils unterschiedlichen Gewichtungen haben Aktien dabei allerdings wiederum regelmäßig einen bedeutenden Stellenwert in den Vermögensportfolios der verschiedenen institutionellen Investoren.

Dominant ist die Stellung institutioneller Investoren auch aus der umgekehrten Sicht der börsennotierten Emittenten auf die jeweiligen Aktionärsstrukturen: So wird auch hier deutlich, dass institutionelle Investoren regelmäßig weit mehr als die Hälfte der Aktienanteile von börsennotierten Unternehmen halten. Besonders US-amerikanische institutionelle Investoren stellen dabei einen enormen Anteil der institutionellen Aktionäre dar.

---

<sup>146</sup> Die *OECD* gibt insofern für das Jahr 2015 an, dass US-amerikanische Pensionsfonds ungefähr 18,2 Billionen USD, Versicherungsunternehmen 8,2 Billionen USD und Investmentfonds 15,9 Billionen USD verwalteten.

<sup>147</sup> Vgl.: *Roth*, Fordham Journal of Corporate and Financial Law 18, 751–820, 770 f.; mit Verweis auf: *Becker*, in: *Becker/Roth* (Hrsg.), Recht der Älteren, 2013, S. 321, S. 325; Insofern halten die deutschen Pensionsfonds auch nur 1,5 Prozent (2014 waren es 1,6 Prozent) der von den 300 größten Pensionsfonds verwalteten Vermögenswerte, vgl. hinsichtlich der Bedeutung von Pensionsfonds: *Towers Watson*, The world's 300 largest pension funds – year ended 2015, 2016, S. 27; nach Daten der *OECD* halten deutsche Pensionsfonds entsprechend 490 Milliarden Euro an Vermögenswerten, mit ungefähr 1,9 Billionen Euro verwaltetem Vermögen durch Versicherungsunternehmen und 1,7 Billionen Euro verwalteten Vermögen durch Investmentfonds stellten diese beiden Gruppen tatsächlich eine bedeutendere Gruppe dar, vgl. hierzu: *OECD*, Institutional Investors Statistics 2016, 2017, S. 56

<sup>148</sup> vgl. hinsichtlich der Bedeutung einzelner institutioneller Investorengruppen im Ländervergleich der *OECD*, *OECD*, Institutional Investors Statistics 2016, 2017, S. 12 ff.

### § 3. Aktionärsaktivismus und aktivistische Aktionäre in Deutschland

Abschließend soll an dieser Stelle noch auf sogenannte „aktivistischen Aktionäre“ (*engl.: activist shareholder*) und Aktionärsaktivismus eingegangen werden. Aktionärsaktivismus hat insbesondere in den 2000er Jahren das Verständnis von institutionellen und einflussreichen Aktionären verändert. Anders als die im Abschnitt zuvor getroffenen Feststellungen zur Bedeutung institutioneller Investoren setzt dieser Überblick insofern weniger an der Identität und den gehaltenen Vermögenswerten von institutionellen Investoren an, sondern vielmehr an der Intention und dem Verhalten einiger institutioneller Investoren vor und nach bestimmten Investitionen.

Unter Aktionärsaktivismus wird allgemein ein Phänomen verstanden, bei dem engagierte (Minderheits-)Aktionäre versuchen mit unterschiedlichen Maßnahmen Einfluss auf die Unternehmensleitung eines Unternehmens, an dem sie beteiligt sind, auszuüben.<sup>149</sup> Der Begriff der aktivistischen Aktionäre hat dabei allerdings oftmals eine negative Konnotation.<sup>150</sup> Aktivistisches Verhalten umschreibt somit nicht die Häufigkeit der Anlagenumschichtung eines Investors im Rahmen des Portfoliomanagements, sondern die Wahrnehmung von Einflussmöglichkeiten.<sup>151</sup>

Die Einflussnahme kann grundsätzlich „freundlich“ oder „feindlich“ ausgestaltet sein und kann in der Regel an dem geplanten Zweck und dem Nutzen der Einflussnahme bestimmt werden:<sup>152</sup> Im Falle eines freundlichen Szenarios versuchen die Aktionäre in einen konstruktiven Dialog mit einem Beteiligungsunternehmen sinnvolle Änderungen durchzusetzen und so zum Unternehmenserfolg beizutragen.<sup>153</sup> In feindseligen Szenarien versuchen diese aktivistischen Aktionäre aggressiv ihre Forderungen (beispielsweise Forderungen nach Abspaltung von Unternehmensteilen, Ausschüttung von hohen Sonderdividenden, Aktienrückkäufen, Absetzung von Mitgliedern des Vorstandes oder Aufsichtsrats) durchzusetzen, um ein von ihnen gewünschtes Ergebnis zu erzielen, das regelmäßig nicht im Interesse des Beteiligungsunternehmens ist.<sup>154</sup>

---

<sup>149</sup> Bunz, NZG 2014, 1049, 1050; Heuser, Der Konzern 2012, 308, 309; Kleinmanns, IRZ 2016, 341, 342; Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, Vor § 76, Rn. 14.

<sup>150</sup> Vgl. Bunz, NZG 2014, 1049, 1050; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49,49 ff.; Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 301; Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015 7, 297–302, 297f.

<sup>151</sup> Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 104 ff.

<sup>152</sup> Heuser, Der Konzern 2012, 308, 309; Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015 7, 297–302, 297.

<sup>153</sup> Ders.

<sup>154</sup> Ders.

Der Begriff des *Shareholder Activism* wird in der Öffentlichkeit dabei vor allem im Zusammenhang mit dem Investitionsverhalten von *Hedgefonds* geschen, ist aber nicht auf diese Gruppe beschränkt.<sup>155</sup> Diese legen dabei regelmäßig das zweitgenannte Szenario „feindselige Einflussnahme“ zugrunde, indem sie beispielsweise durch die Einflussnahme eine Fehlbewertung des Beteiligungsunternehmens herbeizuführen versuchen, durch die, aufgrund von vorher getroffenen Dispositionen, ein kurzfristiger Gewinn realisiert werden kann.<sup>156</sup>

Das wohl bekannteste Beispiel dieser „feindseligen“ Praktiken lässt sich insbesondere 2005 bei dem bereits zweiten gescheiterten Fusionsversuch der London Stock Exchange mit der Deutsche Börse AG, der kürzlich zum dritten Mal gescheitert ist,<sup>157</sup> erkennen: Der Hedgefond „*The Childrens Investmentfond*“ (TCI) beteiligte sich hier aktiv (und letztendlich erfolgreich) als Aktionär der Deutschen Börse daran, die Übernahme zu verhindern um einen Gewinn aus getroffenen Leerverkäufen realisieren zu können.<sup>158</sup> Dies führte unter anderem auch dazu, dass der Vorstandsvorsitzende und der Aufsichtsratsvorsitzende ihre Posten räumen mussten.<sup>159</sup>

Die Maßnahmen, die aktivistische Investoren ergreifen, um ihre Ziele zu erreichen, können dabei vielseitig sein und dabei auch die mitgliedschaftlichen Maßnahmen vorsehen, die jedem Aktionär offenstehen.<sup>160</sup> Dies umfasst die Stimmrechtswahrnehmung, das Rederecht, das Antragsrecht oder auch die Möglichkeit der Beschlusskontrolle.<sup>161</sup> Darüber hinaus können sie auch noch versuchen auf informellem Wege mit den Leitungsorganen oder einzelnen Mitgliedern in Kontakt zu treten oder durch öffentliche Mitteilungen Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat oder die Mitaktionäre auszuüben und so ein bestimmtes Verhalten zu erzwingen.<sup>162</sup>

<sup>155</sup> Bunz, NZG 2014, 1049; Heuser, Der Konzern 2012, 308, 309; Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015 7, 297–302, 297.

<sup>156</sup> Vgl. Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015 7, 297–302, 297f.

<sup>157</sup> Europäische Kommission, Fusionskontrolle: Kommission untersagt geplanten Zusammenschluss von Deutsche Börse und der London Stock Exchange, 2017, abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-17-789\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_de.htm) (zuletzt geprüft: 23.05.2017).

<sup>158</sup> Heuser, Der Konzern 2012, 308, 309; Graßl/Nikolejczyk, AG 2017, 49, 49 ff. Kleinmanns, IRZ 2016, 341, 341; Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015 7, 297–302, 298; Wettich, AG 2017, 60, 64; vgl. dies. auch hinsichtlich weiterer Beispiele zu den Fällen CeWe Color; Balda, TUI, Freenet und Continental.

<sup>159</sup> Dies.

<sup>160</sup> Bunz, NZG 2014, 1049, 1050; Graßl/Nikolejczyk, AG 2017, 49, 52 ff.; Schaefer, NZG 2007, 900, 900 f.; Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 302.

<sup>161</sup> Vgl. hierzu unten insbesondere die Maßnahmen, die institutionellen Investoren als Kontroll- und Einflussmöglichkeit zur Verfügung stehen, S. 211ff.

<sup>162</sup> Vgl. hierzu ebd.

Regelmäßig setzen die aktivistischen Aktionäre dabei auf mehrere formale und informelle Einflussmöglichkeiten gleichzeitig, um ihr Ziel zu erreichen.<sup>163</sup> Denkbar ist insbesondere eine öffentlichkeitswirksame Kampagne, die das Verhalten eines Unternehmens oder dessen Vorstands in einem bestimmten Licht erscheinen lässt, sodass die Mitaktionäre geneigter werden, ihre Stimmrechte in einem bestimmten (dem von dem aktivistischen Aktionär angedachten) Sinne auszuüben.<sup>164</sup> Besonders in Hinblick auf die öffentliche Darstellung eines zur Wahl stehenden Mitglieds des Aufsichtsrats kann ein solches Verhalten starke Wirkungen entfalten und dem aktivistischen Aktionär unter Umständen dazu verhelfen, einen bestimmten Aufsichtsratsplatz nach seinen Vorstellungen zu besetzen.<sup>165</sup> Auch können sich die aktivistischen Aktionäre darum bemühen, Stimmrechtsvollmachten von Mitaktionären anzuwerben, um so die eigene Stimmmaßt über den Wert der eigenen Stimmrechte hinaus zu steigern.<sup>166</sup>

Schrankenlos kann ein solches Verhalten allerdings nicht erfolgen. Insbesondere die Treuepflicht und Rechtsmissbrauch und die Anfechtungsmöglichkeit der Mitaktionäre nach § 243 Absatz 2 AktG eines Beschlusses, der die Erlangung eines gesellschaftsfremden Vorteils zum Inhalt hatte, können das Verhalten der aktivistischen Aktionäre begrenzen.<sup>167</sup> Auch kann sich ein aktivistischer Aktionär durch ein besonders rücksichtsloses Verhalten nach § 117 Absatz 1 AktG oder § 826 BGB schadensersatzpflichtig machen.<sup>168</sup>

Wie aber bereits angedeutet wurde, ist der Begriff „aktivistischer Aktionär“ zwar regelmäßig negativ konnotiert, allerdings beschränkt sich dieser Begriff eben nicht auf die negativen Szenarien, sondern kann auch durchaus positiven Aktivismus von engagierten Aktionären umfassen.<sup>169</sup>

Genau an diesem positiven Verständnis knüpft die in dieser Arbeit behandelte „Stewardship Verantwortung“ von institutionellen Investoren an. Der *Amec Stewardship Code* aus Brasilien führt hierzu beispielsweise ausdrücklich an, dass der Begriff „activist shareholder“ eben nicht mit der Funktionsweise und dem Zweck von Stewardship verwechselt werden soll.<sup>170</sup>

---

<sup>163</sup> *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050 *Thaeter/Guski*, AG 2007 9, 301, 302; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 299.

<sup>164</sup> Dies. und folgende Seiten.

<sup>165</sup> *Thaeter/Guski*, AG 2007 9, 301, 302; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 301f.

<sup>166</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 300.

<sup>167</sup> Dies., 307; *Thaeter/Guski*, AG 2007 9, 301, 302ff.

<sup>168</sup> Dies.; vgl. hierzu auch unten, S. 317 ff.

<sup>169</sup> vgl. wieder: *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 297.

<sup>170</sup> *Amec*, Amec Stewardship Code 2016, S. 1.

Stewardship soll dafür sorgen, dass sich institutionelle Aktionäre auf positive Art und Weise engagieren und so zum langfristigen Erfolg der Beteiligungsunternehmen und ihrer eigenen Anleger beitragen.<sup>171</sup> Dadurch können sie einen gewichtigen Gegenpol zu den aktivistischen Aktionären bilden, die vor allem zum eigenen Nutzen versuchen, Partikularinteressen durchzusetzen. Auch können institutionelle Investoren aufgrund ihrer Professionalität einen wichtigen Beitrag zur Corporate Governance ihrer Beteiligungsgesellschaften beitragen, sodass diese auch von ihrem Engagement langfristig profitieren können.<sup>172</sup>

Zusammenfassend kann also gesagt werden, dass unter aktivistischen Aktionären oftmals solche Investoren verstanden werden, die versuchen Partikularinteressen zum eigenen Wohl durchzusetzen, hierbei wohl vor allem Hedgefonds. Der Begriff birgt insofern ein negativ konnotiertes Verständnis, obwohl er eigentlich nicht darauf beschränkt ist.

Daher wird im Rahmen dieser Arbeit auch weniger die Erwartung zu einem aktiverem Investorenverhalten anhand des Begriffs „aktivistischer Aktionär“ sondern anhand des Begriffs „Stewardship“ deutlich gemacht. Dieser Begriff soll das positive und langfristige Engagement von institutionellen Investoren beschreiben.

---

<sup>171</sup> Vgl. *Fleischer/Strathotte*, AG, 221–223, 223f.

<sup>172</sup> Vgl. dies.; vgl. auch: *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 344.

## Kapitel II. Stewardship Verantwortung und Stewardship Kodizes – Übersicht und Vergleich nationaler und supranationaler Stewardship Regelungen

In diesem Kapitel wird auf den Inhalt der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren eingegangen.

Dazu werden zunächst verschiedene Kodizes, die von verschiedenen Institutionen aus mehreren Ländern für die jeweils nationale Ebene entwickelt wurden sowie verschiedene supranationale Kodizes, besprochen. Auf Grundlage dieser vergleichenden Darstellung wird schließlich ein Gesamtverständnis der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren entwickelt und dargestellt, wie Investoren diese Verantwortung angemessenen wahrnehmen können.<sup>173</sup>

Hierfür soll vor allem zunächst auf den *UK Stewardship Code* eingegangen werden (§ 1), der gewissermaßen als Blaupause für alle anderen Stewardship Kodizes und Pflichten angesehen werden kann. Anschließend soll der japanische Kodex dargestellt werden (§ 2). Danach wird auf Stewardship in den Niederlanden (§ 3) und die *UN Principles for Responsible Investment* (§ 4) und den südafrikanischen *Code for Responsible Investment*, insbesondere auf den *UN PRI* aufbaut, dargestellt (§ 5). Abschließend werden die *ICGN Global Stewardship Principles* (§ 6) und sonstige Stewardship Kodizes und Prinzipien dargestellt (§ 7) und die Ergebnisse zusammengefasst (§ 8) und schließlich versucht anhand der dargestellten Kodizes ein Gesamtverständnis und eine Definition von Stewardship Verantwortung herauszuarbeiten (§ 9).

### § 1. Der UK Stewardship Code

Der *UK Stewardship Code* ist der erste Kodex seiner Art gewesen und auch heute noch der Kodex, der weltweit die größte Beachtung findet. Dies mag zum einen daran liegen, dass der Kodex ein relatives weites Spektrum an Prinzipien aufbietet, die verschiedene Probleme adressieren. Zum anderen wird dies aber wohl auch an der tatsächlichen Bedeutung des Finanzplatzes London liegen, der von dem Kodex in jedem Fall beeinflusst wird, sodass der Kodex schon infolgedessen eine herausragende Bedeutung erhält.

---

<sup>173</sup> Dieses Gesamtverständnis des regelmäßigen Inhalts von Stewardship Verantwortung und verschiedenen Stewardship Kodizes wird schließlich auch eine wesentliche Grundlage für den zum Abschluss dieser Arbeit entwickelten Vorschlag für einen deutschen Stewardship Kodex darstellen; vgl. unten, S. 338 ff.

Im Folgenden wird zunächst der Kern des *UK Stewardship Code*, die sieben Prinzipien und deren Erklärungen, dargestellt (A.). Anschließend werden der Hintergrund der Entstehung des *UK Stewardship Code* (B.) und die Weiterentwicklung des Kodex besprochen (C.). Abschließend soll die Akzeptanz des Kodex (D.) dargestellt und eine Zusammenfassung gegeben werden (E.).

### A. Die sieben Prinzipien des *UK Stewardship Code*

Der *UK Stewardship Code* in der aktuellen Fassung aus dem September 2012<sup>174</sup> enthält im Kern 7 Prinzipien, die von institutionellen Investoren auf „*comply or explain*“ Basis angenommen werden sollen.

Durch diese Prinzipien sollen institutionelle Investoren und Vermögensverwalter dazu ermutigt werden ihre Stewardship Verantwortung wahrzunehmen, indem sie generell die Überwachung ihrer Portfoliogesellschaften und den Kontakt zu den eigenen Anlegern intensivieren und stärken. Diese 7 Prinzipien sollen im Folgenden kurz dargestellt werden.

Bevor auf die einzelnen Prinzipien eingegangen werden kann sollte zunächst allerdings der Einleitungssatz berücksichtigt werden. Dieser macht deutlich, dass das Ziel des Kodex der Schutz und die Vermögenssteigerung der Anleger, also der ‚final Begünstigten‘, ist.

Der Investor soll seine Investition also im Sinne der Anleger ausführen und aus diesem Grund auch den Kodex in deren Sinne beachten. Der Begriff und das Verständnis wer in diesem Sinne „Begünstigter“ ist, lässt sich insbesondere auch aus dem Konsultationspapier des FRC von 2010 herleiten: so werden hier als „*Beneficial Owner*“ insbesondere (aber nicht abschließend) „*pensioners, insurance company policyholders and unit trust investors*“ genannten.<sup>175</sup>

Interessen Dritter, die Interessen der Portfoliogesellschaften und auch die Interessen der Allgemeinheit oder der Umwelt sollen demnach also erst mal nur eine untergeordnete Rolle zu spielen.<sup>176</sup>

---

<sup>174</sup> In Kraft seit dem 1. Oktober 2012, vgl.: FRC, UK Stewardship Code 2012.

<sup>175</sup> FRC, Consultation on a Stewardship Code for Institution, 2010, S. 2; vgl auch unten, S. 93.

<sup>176</sup> Vgl. hierzu das unten zu *Principle 4* Gesagte; vgl auch: Der *Walker* Bericht, der den Schutzbereich anders zieht, siehe unten, S. 86.

## The Principles of the Code

So as to protect and enhance the value that accrues to the ultimate beneficiary, institutional investors should:

1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.
3. monitor their investee companies.
4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.
5. be willing to act collectively with other investors where appropriate.
6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
7. report periodically on their stewardship and voting activities.

Abbildung 11 – UK Stewardship Code Principles,

Quelle: UK Stewardship Code 2012, S. 5

Dem ersten Prinzip nach, hat jeder institutionelle Investor öffentlich erklären inwiefern er seine Stewardship Verantwortung in Zukunft nachkommen will. Den Erklärungen des Kodex nach meint dies vor allem, dass institutionelle Investoren die geplanten Maßnahmen allem in Hinblick auf den Vorteil für den Anleger erklären und sich durch diese Erklärung für die Zukunft selbst verpflichten soll.<sup>177</sup> Sollte ein institutioneller Investor Teile der Anlageentscheidungen oder Teile der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung zur Betreuung an Dritte vergeben haben, muss sich der Investor seinen Anlegern gegenüber rechtfertigen, ob und wie er dafür sorgen will, dass dieser Dritte die Aufgaben einhält.<sup>178</sup>

Dieses erste Prinzip stellt also eine auf die Zukunft bezogene Intentionserklärung und somit den Auftakt der Verhaltensmaßnahmen eines institutionellen In-

---

<sup>177</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012., S. 6.

<sup>178</sup> Ders.

vestors dar. Prinzip 7 stellt hierzu das Gegenstück dar, indem dieses von regelmäßigen Berichten zur auf die Vergangenheit bezogenen Einhaltung der Stewardship Erklärung nach Prinzip 1 spricht.<sup>179</sup>

Insofern handelt es sich hierbei um „Rahmenprinzipien“, die den Rahmen für die Stewardship Bemühungen zum einen auf die Zukunft bezogen setzen und zum anderen jedes Jahr eine Erklärung der Einhaltung für die Vergangenheit vorschreiben.<sup>180</sup>

Das zweite Prinzip befasst sich mit Interessenkonflikten. Auch hierzu gibt es in den Erklärungen des Kodex wieder eine kurze Anmerkung: mögliche Interessenkonflikte im Sinne dieses zweiten Prinzips seien vor allem zwischen dem Investor und seinen Anlegern und zwischen dem Investor und seinem Mutterunternehmen möglich, wenn der Investor beispielsweise auf Hauptversammlungen abstimmt.<sup>181</sup>

Die Interessen des Investors und die des eigenen Mutterunternehmens können unterschiedlich oder gegensätzlich zueinanderstehen und so eine angemessene Wahrnehmung der Interessen der Anleger verhindern. Hat beispielsweise eine Bank eine Vermögensverwaltungsparte<sup>182</sup> (*asset management division*) und verwaltet somit die Vermögenswerte eines anderen Investors, können die Interessen der Bank und des eigenen Kunden dann gegensätzlich sein, wenn die Bank der Portfoliogesellschaft einen Kredit gewährt hat oder gewähren möchte.<sup>183</sup>

Um Interessenkonflikte zu verhindern bzw. zu lösen, schlägt der *UK Stewardship Code* also insbesondere vor einen geeigneten *Policy* – Rahmen zu schaffen, nach dem der Investor entstehende Konflikte aufdecken und beseitigen kann.

Das dritte Prinzip befasst sich mit der allgemeinen Überwachung der Portfoliogesellschaften.

---

<sup>179</sup> Im Rahmen dieser Arbeit soll also als „Stewardship Erklärung“ die auf die Zukunft gerichtete Erklärung des Investors darstellen. Der „Stewardship Bericht“ iSv Prinzip 7 soll dagegen für die auf die Vergangenheit gerichtete Darstellung der Einhaltung der Stewardship Erklärung stehen.

<sup>180</sup> Der Begriff „Rahmenprinzipien“ macht auch in Hinblick auf die weiteren, unten dargestellten Kodizes Sinn. So gibt es auch bei diesen Kodizes ein Prinzip, dass den Anfang der Stewardship Bestrebungen eines Investors beschreibt und ein Prinzip das jährliche Berichte und somit das jährliche Ende der Stewardship Bestrebungen darstellt.

<sup>181</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012, S. 6.

<sup>182</sup> Ders.

<sup>183</sup> Vgl. zu dieser Doppelfunktion auch unten, S. 300

When monitoring companies, institutional investors should seek to:

keep abreast of the company's performance;

keep abreast of developments, both internal and external to the company, that drive the company's value and risks;

satisfy themselves that the company's leadership is effective;

satisfy themselves that the company's board and committees adhere to the spirit of the UK Corporate Governance Code, including through meetings with the chairman and other board members;

consider the quality of the company's reporting; and

attend the General Meetings of companies in which they have a major holding, where appropriate and practicable.

Abbildung 12 - Guidance Principle 3 UK Stewardship Code – Monitoring

Überwachung (engl. „*monitoring*“) meint hierbei eine Vielzahl an Maßnahmen, die vom institutionellen Investor genutzt werden sollen, wie beispielsweise die Überwachung der Leistung (engl. „*performance*“), der internen und externen Faktoren, die die Leistung des Unternehmens beeinflussen können, des Führungspersonals, der Einhaltung des *UK Corporate Governance Codex* und der Rechnungslegung. Schließlich soll auch die regelmäßige Teilnahme an der Hauptversammlung als Teil der Überwachungsanforderungen angesehen werden. Insbesondere sollen institutionelle Investoren dabei eben auch an Treffen mit dem Vorsitzenden des Verwaltungsrats (engl. *chairman of the board*) oder anderen Mitgliedern des Verwaltungsrats teilnehmen.<sup>184</sup> Wie bereits diese Aufzählung zeigt, verstecken sich hinter diesem relativ kurzen Prinzip also viele unterschiedliche Möglichkeiten und Anforderungen an institutionelle Investoren. Im Grunde sind diese Inhalte aber alle auf eine Früherkennung von Risiken ausgerichtet, die den Wert des Unternehmens und somit auch den Wert der Aktien, die der institutionelle Investor für die eigenen Anleger erworben hat oder für diesen verwaltet, beeinflussen kann.

<sup>184</sup> Im Zusammenhang mit dem monistischen Board System des britischen Aktienrechts erscheint ein solcher Kontakt aus kompetenzrechtlicher Sicht weniger problematisch, allenfalls die Rolle von unabhängigen Direktoren oder des *chairman* ließen sich insofern diskutieren. Zur Frage, ob ein solcher Kontakt auch bei deutschen Aktiengesellschaften und sowohl zum Aufsichtsrat wie auch dem Vorstand ermöglicht werden kann, vgl. unten, S. 239 ff.

Besonders interessant ist schließlich noch die letzte Erklärung zu diesem Prinzip:

“Institutional investors will expect investee companies and their advisers to ensure that information that could affect their ability to deal in the shares of the company concerned is not conveyed to them without their prior agreement.”<sup>185</sup>

Damit institutionellen Investoren der Aktienhandel nicht aufgrund von Insiderwissen versagt wird, sollen sie auch nur solche Informationen erhalten, die nicht als Insiderwissen verstanden werden können. Sie sollen durch die Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung und den damit verbundenen Kontakt zu ihren Portfoliounternehmen also nicht benachteiligt sein.

Allerdings deuten die Erklärungen zum Prinzip 3 in zwei relativ kurzen Sätzen an, dass institutionelle Investoren auch freiwillig und bewusst einwilligen können Insider zu werden und so in die Insiderstellung zu geraten:

“Institutional investors may or may not wish to be made insiders. An institutional investor who may be willing to become an insider should indicate in its stewardship statement the willingness to do so, and the mechanism by which this could be done.”<sup>186</sup>

Allerdings schweigt der Kodex hinsichtlich der Ausgestaltung und den Voraussetzungen einer solchen Insiderbeziehung zwischen institutionellem Investor und Beteiligungsgesellschaft.<sup>187</sup>

Das vierte Prinzip knüpft an das dritte Prinzip an, in dem es festlegt, was institutionelle Investoren zu tun haben, wenn sie ein Problem im Rahmen ihrer Überwachung aufgedeckt haben. Infolgedessen werden in der Erklärung zu *Prinzip 4* auch viele Einschreitungsgründe erwähnt, die bereits unter das Überwachungserfordernis fallen, wie beispielsweise die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft oder deren Führung.

---

<sup>185</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012 S. 7.

<sup>186</sup> Ders., Erklärungen zu Prinzip 3.

<sup>187</sup> Vgl. zum Umgang mit Insiderinformationen und Widersprüchen zum europäischen Insiderrecht nach der Marktmisbrauchsverordnung, unten S. 323 ff.

Interessant erscheint aber in diesem Zusammenhang, dass hier auch Risiken aus dem Bereich „Sozial- und Umweltangelegenheiten“ aufgeführt sind und ein Einschreiten begründen können. Zwar können auch diese Themen den Aktienkurs und somit die eigenen Anleger der institutionellen Investoren unmittelbar treffen. Darüber hinaus scheint aber auch an die allgemeine soziale und gesellschaftliche Verantwortung der institutionellen Investoren appelliert zu werden. Da der *UK Stewardship Code*, wie oben beschrieben,<sup>188</sup> aber primär die Interessen der Anleger schützen will, erweitert dieser Einschreitungsgrund den Schutzbereich des Kodex zumindest ein wenig um Interessen der Allgemeinheit und um soziale und ökologische Aspekte.<sup>189</sup>

Die Erklärungen zu diesem vierten Prinzip sehen als Verhaltensweisen bei Entstehen eines Problems insbesondere den vertraulichen Kontakt zum *board* vor, darüber hinaus werden aber öffentliche Bekanntmachungen vor der Hauptversammlung oder Anträge auf der Hauptversammlung als mögliche Maßnahmen genannt.

Das fünfte Prinzip stellt die Erwartung auf, dass der einzelne institutionelle Investor sich „wenn angebracht“ auch mit anderen Investoren abstimmt und gemeinsam mit diesen handelt.

Die Erklärungen zu diesem Prinzip führen hierzu aus, dass insbesondere bei signifikanten Problemen im Unternehmen oder der allgemeinen Wirtschaft das Zusammenwirken mehrerer Investoren am angebrachtesten sei.<sup>190</sup> Auch hierzu sollen die institutionellen Investoren wieder sich ein eigenes Verhaltensregelwerk geben, um von vornherein – auch für die Anleger transparent – immer gleich auf bestimmte Situationen reagieren zu können und etwaigen Problem solcher Verhaltensweisen, wie beispielsweise des Vorwurfs des „*acting in concert*“ zu entgehen.<sup>191</sup>

Das sechste Prinzip des Kodex beschäftigt sich schließlich mit der Wahrnehmung der Stimmrechte durch die institutionellen Investoren. Von den institutionellen Investoren wird demnach erwartet, dass sie alle Stimmrechte ausüben und

---

<sup>188</sup> Vgl. oben, am Anfang dieses Teils.

<sup>189</sup> Hier besteht ein Anknüpfungspunkt zu den *UN PRI*, die unten noch ausführlich thematisiert werden. Was an dieser Stelle aber bereits deutlich wird ist, dass soziale und ökologische Gesichtspunkte im *UK Stewardship Code* eine sehr untergeordnete Rolle spielen. Hinsichtlich der *ESG (environmental, social and corporate governance)* Aspekte, die durch die *UN PRI* in die Investmentpraxis eingeführt werden sollen, finden sich hier also vor allem der Governance Aspekt wieder. Vgl hierzu unten, insbesondere S. 135ff.

<sup>190</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012, S. 8 f.

<sup>191</sup> Vgl. zum „*acting in concert*“ wieder unten, S. 327 ff.

dies darüber hinaus auch reflektiert – also nicht einfach nur der Empfehlung der Verwaltung nach – tun.<sup>192</sup> Unter Umständen sollen sie also auch gegen die Vorschläge der Verwaltung stimmen, insbesondere, wenn eine Maßnahme nach Prinzip 4 keinen Erfolg brachte.

Wie auch bei den anderen Verhaltensprinzipien soll sich jeder institutionelle Investor ein Regelwerk geben, nach dem er sein Abstimmungsverhalten ausrichtet. Darüber hinaus wird aber auch ein nachträgliches Veröffentlichen des Abstimmungsverhaltens und den Einfluss, den Stimmrechtsberatern hierauf hatten, von diesem Prinzip als Teil der angemessenen Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung genannt.

An diesen zweiten Teil des Prinzips 6 schließt sich Prinzip 7 an, das generell die Berichterstattungspflicht der institutionellen Investoren beschreibt. Insofern stellt das Prinzip 7 das Gegenstück zu Prinzip 1 dar: Prinzip 1 sollte ja am Anfang der *Stewardship* Bestrebungen eines institutionellen Investors stehen und dessen auf die Zukunft gerichtete Bemühungen durch eine vom Investor verfasste Erklärung beschreiben. Prinzip 7 greift diese Erklärung auf und verlangt von dem Investor periodisch zu erklären, ob er der ursprünglichen nach Prinzip 1 verfassten Erklärung in der abgelaufenen Periode nachgekommen ist.

Diese Pflicht meint ganz generell auch, dass durch die Veröffentlichung der periodischen Erklärung zur Transparenz der Investitionsvorgänge in der abgelaufenen Periode beigetragen wird. Transparenz zur Förderung von *Stewardship* muss aber, was die Erklärung zu Prinzip 7 deutlich machen, nicht immer vollständige Transparenz heißen, da Geheimhaltung unter Umständen notwendig ist.<sup>193</sup> „Kontraproduktive“ Veröffentlichungen werden wohl entsprechend dann vorliegen, wenn eine Veröffentlichung gerade einen Schaden für die Anleger institutionellen Investoren herbeigeführt werden würde. Denkbar wäre beispielsweise, dass eine Veröffentlichung einen Schaden für die Gesellschaft herbeiführt, der sich negativ auf die Vermögenswerte des institutionellen Investors auswirkt und so einen mittelbaren Schaden für die Anleger herbeiführt.

Interessant erscheint hier auch, dass die Erklärung zu diesem Prinzip den Begriff „Institutioneller Investor“ wieder aufbricht und die Berichterstattungspflicht sowohl auf die „asset manager“ als auch die „asset owner“ verteilt. Insbesondere die die *asset manager* haben demnach die Verantwortung detailliert gegenüber dem *asset owner* zu berichten. Die *asset owner* dagegen sollen jährlich gegenüber ihren Anlegern erklären wie ihre *Stewardship Policy* ausgestaltet ist und in wie fern die *asset manager* diesem Regelwerk nachkommen.

---

<sup>192</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012, S. 9.

<sup>193</sup> Ders. S. 9f.

Darüber hinaus ist in diesem Zusammenhang auch die gesetzliche Verpflichtung nach COBS 2.2.3. FCA Handbook der *asset manager* zu nennen, nach der diese öffentlich nach dem „*comply or explain*“ Grundsatz die Anwendung des *Stewardship Codes* erklären sollen.<sup>194</sup>

Die sieben Prinzipien des UK *Stewardship Code* sind insgesamt nicht besonders ausführlich. Auch die Erklärungen hierzu, die das FRC zusammen mit den Prinzipien als Teil des Kodex veröffentlicht sind vergleichsweise kurz. Schon aus diesem Grund lässt der Kodex ein breites Spektrum an Herangehensweisen an und Interpretationen zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung zu. Auf die Entstehung, Kritik und Interpretationen des UK *Stewardship Code* soll im nun Folgenden noch näher eingegangen werden.

## B. Entstehung des UK Stewardship Code und Bedeutung institutioneller Investoren bei der Entstehung des Kodex

Der UK *Stewardship Code* wurde erstmals im Juli 2010 veröffentlicht und im Oktober 2012 überarbeitet.<sup>195</sup> Der Kodex wurde vom *Financial Reporting Council* im Jahr 2009 entworfen und sein Entstehen geht maßgeblich auf im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise der Jahre ab 2007 erkannte Probleme zurück.<sup>196</sup> Die wesentliche Erkenntnis und Zielsetzung war hierbei, dass „*short term investment*“ zu beseitigen sei und viel mehr „*long term investment*“ in den Fokus von Anlegern und Anlagegesellschaften gerückt werden muss.<sup>197</sup>

Unmittelbar vorangegangen waren dem UK *Stewardship Code* zunächst die Berichte von *Walker*<sup>198</sup> aus dem Jahr 2009 und *Myners*<sup>199</sup> bereits aus dem 2001. Ganz grundlegend ist auch der UK *Corporate Governance Code* (vorher *Combined Code*), der infolge des *Cadbury Reports* 1992 entstand. Der *Combined Code 1998*<sup>200</sup> enthielt bereits einige Vorschriften bezüglich der Pflichten von institutionellen Investoren. Diese finden sich auch im überarbeiteten *Combined Code 2003*<sup>201</sup> wieder.

---

<sup>194</sup> Vgl. *Financial Conduct Authority*, FCA Handbook 2016, COBS 2.2.3.

<sup>195</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012.

<sup>196</sup> *Fleischer/Strathotte*, AG, 221–223, 222; *Roberts*, Vanderbilt Journal of Transnational Law 48, 543–576, 545; *Roth*, Fordham Journal of Corporate and Financial Law 18, 751–820, 802.

<sup>197</sup> FRC, UK Stewardship Code 2010.

<sup>198</sup> *Walker*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009.

<sup>199</sup> *Myners*, Institutional Investors in the United Kingdom, 2001.

<sup>200</sup> Committee on Corporate Governance, The Combined Code, 1998.

<sup>201</sup> FRC, The Combined Code on Corporate Governance, 2003.

Das *Statement of Principles* des *Institutional Shareholders’ Committee*<sup>202</sup> aus dem Jahre 1991 stellte bereits einen wesentlicher Einflussfaktor bei der Schaffung des *Cadbury Report* dar, sodass institutionellen Investoren schon bei der Entwicklung von *Corporate Governance* in Großbritannien ein besonderer Stellenwert zukam.<sup>203</sup> Bei der Schaffung des *UK Stewardship Codes* wurde nahm das FRC auf den 2008 durch das *ISC* entwickelten *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*<sup>204</sup> deutlich Bezug, auch weil im Konsultationsprozess vor der Schaffung des Kodex viele Stimmen den *ISC* Kodex als taugliches Vorbild beschrieben. Auch der *Walker* Bericht spricht sich eindeutig für eine Adaptation dieses *ISC* Kodex durch das FRC aus. Dem *ISC* kam insofern also auch eine besondere Bedeutung bei der Entwicklung von Stewardship in Großbritannien zu.

Selbst, wenn man die Intentionen und Rolle von institutionellen Investoren bei der Entwicklung von Corporate Governance und Stewardship in Großbritannien kritisch sehen möchte,<sup>205</sup> wird man aber wohl nicht umhin kommen institutionelle Investoren von Anfang an eine große Bedeutung bei dieser Entwicklung zuzugestehen müssen. Dies zeigt sich schließlich auch an den frappierenden Ähnlichkeiten der Formulierungen und in der Tatsache, dass sich beide britische Kodizes ausdrücklich auf die Vorlagen der institutionellen Investoren beziehen.

Die verschiedenen Berichte, der *Combined Code*, die Ergebnisse der Konsultation sowie schließlich der *ISC* Kodex selbst wurden von dem FRC aufgegriffen und bildeten die Grundlage für den *UK Stewardship Code*.

Im Folgenden sollen zunächst kurz der *Cadbury Report* und der *UK Corporate Governance Code (II.)*, der *Myners Report (III.)* und der *Walker Report (IV.)* in Hinblick auf Stewardship zusammengefasst werden. Danach wird der vom *ISC* entwickelte Kodex vorgestellt (*V.*). Anschließend soll auf das durch den FRC durchgeführte Konsultationsverfahren (*VI.*).

## I. ISC Statement of Principles “The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents” (1991)

Als Anfang von Stewardship in Großbritannien und auch als Grundlage für den später verfassten *Cadbury Report* sind zunächst die *ISC* Prinzipien von 1991 zu nennen. Diese Prinzipien enthielten bereits fast 20 Jahre vor Schaffung des UK

<sup>202</sup> Im Folgenden als *ISC* abgekürzt.

<sup>203</sup> So wohl: *Potter*, in: *Sheikh/Sheikh* (Hrsg.), *Corporate Governance*, 1995, S. 283, 286; wohl etwas kritischer insofern allerdings: *Davies*, *Introduction to company law*, 2. Aufl. (2010), S. 137.

<sup>204</sup> *ISC*, *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, 2008 im Folgenden als *ISC* Kodex oder *ISC Code* abgekürzt.

<sup>205</sup> Vgl.: *Davies*, *Introduction to company law*, 2. Aufl. (2010), S. 137.

*Stewardship Code* viele der wesentlichen Inhalte, die sich auch später im *UK Stewardship Code* wiederfinden sollten.

Das ISC wurde bereits in den 1970er Jahren gegründet und bestand 1991 aus 5 Mitgliedern, der Association of British Insurers, der Association of Investment Trust Companies, der British Merchant Bank, der National Association of Pension Funds und der Unit Trust Association.<sup>206</sup>

Insbesondere seit der Aufnahme der Merchants Bank 1989 verstand sich das ISC selbst als Repräsentant der Gesamtheit der institutionellen Investoren in Großbritannien.<sup>207</sup> Das ISC wollte dabei vor allem ein Forum bieten, um die Kommunikation von institutionellen Investoren mit Unternehmen zu verbessern.<sup>208</sup>

Entsprechend dieser selbst gesetzten Aufgabe entwickelte das ISC dann 1991 ein Statement of Principles mit dem Titel „The Responsibilites of Institutional Shareholders and Agents“, das in den folgenden Jahren immer wieder überarbeitet und angepasst wurde.<sup>209</sup>

Dieses *Statement* kann auch als Vorläufer des *Cadbury Reports* angesehen werden, was sich teilweise auch an den sehr ähnlichen Formulierungen zeigt.<sup>210</sup> Die nachfolgenden *Statements* bildeten schließlich die Grundlage für den *ISC* Kodex von 2008, der wiederum die Grundlage des *UK Stewardship Code* bildete.

## II. Der Cadbury Report (1992) und der Combined Code (1998)

Eigentlicher Ausgangspunkt der *Corporate Governance* Debatte, vor allem in Großbritannien, war dann der 1992 veröffentlichte Bericht des *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* unter Vorsitz von *Sir Adrian Cadbury*.<sup>211</sup> Die in diesem Report beschriebenen Empfehlungen sowie die Empfehlungen einiger weiterer in der Folge verfasster Berichte (wie der *Greenbury Report*<sup>212</sup> und der *Hampel Report*<sup>213</sup>) führten schließlich zur Schaffung des *UK Corporate Governance Codes*, der eben weil er auf verschiedenen *Reports* und den darin vorgeschlagenen Prinzipien beruhte, dann auch zunächst *Combined Code* genannt wurde.

---

<sup>206</sup> *Cadbury*, Record of Meeting with Mr Mike Sandland, Chairman of the ISC, on 15 July 1991, 1991 Anhang „Institutional Shareholders Committee“.

<sup>207</sup> Ders.

<sup>208</sup> Ders.

<sup>209</sup> Vgl. hierzu beispielsweise das *Statement* von 2002: *ISC*, The responsibilites of institutional shareholders and agents - Statement of principles, 2002.

<sup>210</sup> *Potter*, in: *Sheikh/Sheikh* (Hrsg.), *Corporate Governance*, 1995, S. 283, S. 286.

<sup>211</sup> *Cadbury*, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992.

<sup>212</sup> *Greenbury*, Report of the Study Group.

<sup>213</sup> *Hampel*, Committee on Corporate Governance - Final Report.

Besonders der Abschnitt 6.9 – 6.16 des *Cadbury Report* ist im Zusammenhang mit der sehr viel späteren Entstehung des UK *Stewardship Codes* bedeutsam.

Hier beschäftigt sich der Bericht mit institutionellen Aktionären, die schon aufgrund ihrer Stimmrechte eine enorme Einflussmacht auf Unternehmen und somit auch insgesamt eine herausragende Wichtigkeit auf das Corporate Governance System haben. Infolgedessen sieht der Bericht das Verantwortungsbewusstsein der institutionellen Investoren insbesondere in Hinblick auf das langfristige Anlageverhalten als bedeutsam an:

“Given the weight of their votes, the way in which institutional shareholders use their power to influence the standards of corporate governance is of fundamental importance. Their readiness to do this turns on the degree to which they see it as their responsibility as owners, and in the interest of those whose money they are investing, to bring about changes in companies when necessary, rather than selling their shares.”<sup>214</sup>

Als Verhaltensempfehlungen schließt sich der Bericht dem *ISC Statement* von 1991 an und nennt hierzu insbesondere drei Kernpunkte: Regelmäßiger Austausch von institutionellen Investoren mit dem oberen Management von Portfoliogesellschaften, Stimmrechtswahrnehmung und schließlich aktives Interesse an der Zusammensetzung des *Board*.<sup>215</sup> Auch soll die Stimmrechtswahrnehmung offengelegt werden.<sup>216</sup>

Im *Combined Code* von 1998 fanden sich diese Vorschläge dann auch wieder. Unter dem Abschnitt E waren drei *Best Practice* Vorschriften für institutionelle Investoren zu finden, die genau die drei zuvor auch bereits im *Cadbury Report* genannten Punkte (Regelmäßiger Austausch mit dem Management, Stimmrechtswahrnehmung und -offenlegung und Zusammensetzung des *Board*) aufgreifen:

---

<sup>214</sup> Vgl. hierzu: *Cadbury, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, Rn. 6.10.

<sup>215</sup> Ders. Rn. 6.11.

<sup>216</sup> Ders. Rn. 6.12.

„E.1 Shareholder Voting - Principle: Institutional shareholders have a responsibility to make considered use of their votes.

E.2 Dialogue with Companies - Principle: Institutional shareholders should be ready, where practicable, to enter into a dialogue with companies based on the mutual understanding of objectives.

E.3 Evaluation of Governance Disclosures – Principle: When evaluating companies' governance arrangements, particularly those relating to board structure and composition, institutional investors should give due weight to all relevant factors drawn to their attention.“<sup>217</sup>

Insofern kann festgestellt werden, dass Grundgedanken von Stewardship Verantwortung bereits in den *Combined Code* von 1998 ihren Einzug fanden. Stimmrechtswahrnehmung und Dialog zwischen Unternehmen und Investoren zur Vermittlung von Erwartungen und Positionen hinsichtlich der Unternehmensführung bilden insofern die wesentliche Essenz von Stewardship, die sich eben bereits 1998 im *Combined Code* wiederfindet.

### **III. Der Myners Report (2001) und der überarbeitete Combined Code (2003)**

Der *Myners* Bericht empfiehlt 2001, also einige Jahre vor der Finanzmarktkrise, die Schaffung eines Kodex oder erweiterter Prinzipien zur Kontrolle von Pension Fonds und institutionellen Investoren:

The review has therefore set out, Cadbury-style,<sup>218</sup> some basic principles of an effective approach to investment decision-making. [...] The review's proposition is not that any fund should be required to comply with them; simply (as with Cadbury) that where a fund chooses to not comply with them, it should have to explain – publicly, and to its members – why not.<sup>219</sup>

---

<sup>217</sup> Committee on Corporate Governance, 'The Combined Code, 1998 Section E.

<sup>218</sup> Siehe hierzu oben S. 82ff., vgl hierzu auch: *Cadbury*, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992.

<sup>219</sup> *Myners*, Institutional Investors in the United Kingdom, 2001, S. 3.

Als ein Problem in Bezug auf das Verhalten der institutionellen Investoren wird in diesem Bericht auch schließlich wieder die Passivität der Investoren angesehen.<sup>220</sup> Myners schließt hieraus, dass diese Passivität einen Wertverlust zur Folge hat. Um diesem Problem entgegenzutreten empfiehlt er eine Aufnahme von Einigreifpflichten von Fond Managern, beispielsweise durch Abstimmungen (auf Hauptversammlungen).<sup>221</sup> Als Vorbild für die rechtliche Entwicklung solcher Pflichten in Großbritannien sieht Myners den *Employment Retirement Income Security Act*<sup>222</sup> des US Department of Labor.

Als ein weiteres Problem, das auch im Rahmen der späteren Schaffung des UK *Stewardship Code* eine wesentliche Rolle spielte, wurde die Rolle der *Advisor* gesehen. Myners führt hierzu aus, dass es sich bei dem Stimmrechtsberatermarkt um einen stark oligopolistisch aufgeteilten Markt handele, der die Macht von Stimmrechtsberatungen in der Hand weniger Berater zentriere.<sup>223</sup> Als einen Hauptgrund sieht Myners die geringen Profitmöglichkeiten für Berater, die in der Folge den Markt für Neueinsteiger unattraktiv erscheinen lassen.<sup>224</sup> Der geringe Profit wiederum sei Folge von hohen Forschungskosten auf Seiten der Berater, die aus diesem Grund insbesondere alternative Anlageformen in ihren Beratungen vollkommen vernachlässigen, da diese bereits hohen Kosten dadurch noch mehr gesteigert werden würden.<sup>225</sup>

Den Empfehlungen dieses Berichts kam die britische Regierung nur marginal nach, indem sie mit der Einführung einer Verordnungsermächtigung in den *Companies Act* von 2006 für Offenlegungspflichten eine „Drohkulisse“ schuf, ohne jedoch echte Maßnahmen zu ergreifen.<sup>226</sup>

Insofern ließe sich auch der pessimistische Schluss ziehen, dass die vom *ISC* entwickelten und 2002 erneut überarbeiteten Prinzipien dazu beigetragen haben, dass institutionelle Investoren härteren Rechtspflichten abwenden konnten.<sup>227</sup> Solch ein Schluss verkennt aber wohl, dass das *ISC*, also die institutionellen Investoren selbst, sich bereits 1991 mit der Entwicklung von Stewardship Verantwortung beschäftigt hat und so selbst Grundlagen und Argumente für Stewardship in Großbritannien geliefert hat.

---

<sup>220</sup> Ders., S. 14; vgl. hierzu auch wieder den historischen Abriss in Teil 1 dieser Arbeit, der deutlich macht, dass Passivität der Aktionäre in der Geschichte des Aktienrechts ein regelmäßig auftauchendes Phänomen ist, S. 31 ff.

<sup>221</sup> Ders.

<sup>222</sup> *US Department of Labor*, Employment Retirement Income Security Act 1974.

<sup>223</sup> Myners, Institutional Investors in the United Kingdom, 2001, S. 64f.; 70 % der Beratungen für Fonds über 25 Mio. Pfund seien von 4 Beratungsfirmen durchgeführt worden.

<sup>224</sup> Ders., S.69ff.

<sup>225</sup> Ders.

<sup>226</sup> Fleischer/Strabotter, AG, 221–223, 222.

<sup>227</sup> Davies, Introduction to company law, 2. Aufl. (2010), S. 137.

Der *Myners Report* führte allerdings zu einer überarbeitet Version des *Combined Code* im Jahre 2003.

War die Grundlage von Stewardship im *Combined Code* von 1998 in *Section E* bisher nicht so deutlich hervorgetreten, verwies diese überarbeitete Version von 2003 in den Erklärungen zu *Principle E.1.* jetzt ausdrücklich auf das *ISC Statement*. Insofern erkennt der Kodex dadurch auch das *ISC Statement* in seiner aktuellen Version als Vorbild an.

Dass der *Combined Code* und das *ISC Statement* schließlich als der Ausgangspunkt für den *UK Stewardship Code* und Stewardship in Großbritannien insgesamt angesehen wurden, zeigt sich unter anderem schließlich auch am Konsultationsaufruf des *FRC* im Jahr 2010: in diesem wird eben genau der Abschnitt mit der Randnummer E aus dem *Combined Code* mit den bereits vom *ISC* entwickelten Vorschriften gegenübergestellt.<sup>228</sup>

Der *Myners* Bericht und die enthaltenen Empfehlungen wurden im Jahr 2008 schließlich ein weiteres Mal überarbeitet.<sup>229</sup> Hier ist insbesondere die Empfehlung in *Principle 5* interessant:

“Trustees should adopt, or ensure their investment managers adopt, the Institutional Shareholders’ Committee Statement of Principles on the responsibilities of shareholders and agents.”<sup>230</sup>

Auch 2008 in dieser neuüberarbeiteten Fassung des *Myners Report* wieder ein direkter Verweis auf die *ISC Statements* und die darin enthaltenen Stewardship Aspekte.<sup>231</sup>

Entsprechend wird deutlich, dass der Initiative institutioneller Investoren in Form des *ISC* durchaus eine gewichtige Bedeutung beigemessen werden kann und diese selbst das Fundament von Stewardship in Großbritannien mitentwickelten.

#### **IV. Der Walker Report (2009)**

Der *Walker* Bericht wurde im November 2009 von *David Walker* kurz nach der nachfolgend beschriebenen Konsultation des *FRC* veröffentlicht. Der Bericht wurde vom britischen *Prime Minister* in Auftrag gegeben und sollte das *Corporate*

---

<sup>228</sup> FRC, Consultation on a Stewardship Code for Institution, 2010.

<sup>229</sup> HM Treasury (Hrsg.), Updating the Myners Principles: a response to consultation.

<sup>230</sup> Ders., S. 21.

<sup>231</sup> Vgl hierzu das zum *ISC* Kodex Gesagte unten, S. 91ff.

*Governance* System britischer Banken untersuchen, um die Fehler der Wirtschafts-/ Banken Krisen aufzuarbeiten.<sup>232</sup>

Im Bericht werden *Best Practice* Empfehlungen ausgesprochen, die zum einen den Banken und anderen Finanzinstituten<sup>233</sup> und deren Aktionären zu Gute kommen sollen. Schließlich aber zum anderen auch den Schutz der Allgemeinheit in den Fokus rückt:

“The context is a major asymmetry under which, from one standpoint, the liability of shareholders in major listed banks is limited to their equity stakes, while from the other standpoint [...] the liability of the taxpayer is seen to have been unlimited.”<sup>234</sup>

Aus diesem Missverhältnis zwischen (institutionellen) Aktionären, die den wirtschaftlichen Nutzen aus ihren Investitionen ziehen können, und der Allgemeinheit, die letztendlich unbegrenzt für das Versagen haftet, schließt der *Walker* Bericht eine vorrangige Aufgabe der institutionellen Investoren zur praktischen Ausübung ihrer Verantwortung.<sup>235</sup>

Insofern unterscheidet sich der Bericht bereits von der zeitlich späteren, oben bereits aufgezeigten Umsetzung durch den *UK Stewardship Code*, da diese vor allem den Nutzen der final Begünstigten im Fokus hat und nur bedingt und erst sekundär die Interessen der Allgemeinheit berücksichtigt.<sup>236</sup>

Darüber hinaus sieht der Bericht aber auch einen Nutzen von *Shareholder Engagement* für die Unternehmen, sowie deren Aktionäre: Dem *Agency*-Problem nach besteht ein potentieller Interessensunterschied zwischen Aktionären und Geschäftsführung, der je nach Art und Intensität des Kontaktes zwischen diesen zu Problemen führen kann.<sup>237</sup> Eben an dieser Stelle setzt der Bericht an, indem er

---

<sup>232</sup> Vgl.: *Walker*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009, S. 5.

<sup>233</sup> Walker kürzt diese i.d.R. als BOFIs (banks and other financial institutions) ab, vgl. *Walker*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009, S. 6.

<sup>234</sup> Vgl. Ders. S. 6, vgl. auch S. 12.

<sup>235</sup> Ders. S. 12.

<sup>236</sup> Vgl. oben S. 73; sowie: *FRC*, UK Stewardship Code 2010.

<sup>237</sup> Vgl. grundlegend zum Prinzipal-Agenten-Konflikt: *Jensen/McClellan*, Journal of Financial Economics 1976 Vol. 3 Issue 4, 305ff.

zum einen die Effektivität des *Boards* behandelt<sup>238</sup> zum anderen aber auch die Effektivität und Art der Eigeninitiative der Aktionäre bezüglich des Kontaktes zum *Board*, also eben das *Shareholder Engagement*, zur Lösung des *Agency-Problems* heranzieht.<sup>239</sup> Stewardship und *Shareholder Engagement* sei also demnach dazu geeignet einen großen Beitrag zur Lösung des sozial-ökonomische Grundproblem der *Agency-Theorie* leisten. Eine „gute“ *Corporate Governance* mit geringen *Agency-Costs* wären also genauso wie ein gesamtgesellschaftlicher Nutzen erreichbar.

Neben dem *Agency-Problem* sieht der Bericht aber zum anderen Stewardship auch als Lösung bezüglich zweier anderer, in dieser Arbeit schon mehrfach angehissener Probleme an: Probleme aus „*short term investment*“ und „*diversified ownership*“.

Wie oben in der geschichtlichen Darstellung der Entstehung des deutschen Aktienrechts bereits angesprochen war insbesondere in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts die Anonymität des Kapitals ein Grundproblem, das zur Aktienrechtsreform 1937 führte.<sup>240</sup>

Die geringe Identifikation der (anonymen) Aktionäre, insbesondere durch solche, die Aktien als Inhaber besitzen, führt regelmäßig zu einem kurzfristigen Anlageverhalten, dass auf den kurzfristigen Profit der Aktionäre ausgelegt ist (sog. „*short term investment*“). Ist die *Performance* einer Gesellschaft nicht „gut“ ist die Folge ein Abzug des Kapitals und eine Reinvestition in eine andere Gesellschaft.

Eben diesem kurzfristigen Anlageverhalten, bei dem der Investor nur seinen eigenen unmittelbaren Nutzen bedenkt und sich nicht um seine Portfoliogesellschaften kümmert, fehle jegliche soziale Legitimation.<sup>241</sup> Damit ein solches, kapitalmarktorientiertes Wirtschaftssystem aus Sicht der Allgemeinheit zu legitimieren sei, müssten diejenigen, die den unmittelbaren Nutzen aus diesem System ziehen, also auch für den langfristigen Erfolg des Systems einstehen:

“On this view, those who have significant rights of ownership and enjoy the very material advantage of limited liability should see these as complemented by a duty of stewardship. This is a view that would be shared by the public, as

---

<sup>238</sup> Vgl.: Walker, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009, Chapter 4; dies soll hier nicht im Detail bearbeitet werden, da sich diese Arbeit eben auf den zweiten Aspekt „*Shareholder Engagement*“ konzentriert.

<sup>239</sup> Ders., S. 68f.

<sup>240</sup> Vgl. oben: S.41ff.

<sup>241</sup> Walker, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009, S. 70.

well as those employees and suppliers who are less well-placed than an institutional shareholder to diversify their exposure to the management and performance risk of a limited liability company.”<sup>242</sup>

Dies meint aber freilich nicht, dass das langfristige Halten von Aktien in jedem Fall zu favorisieren sei. Der *Walker Report* will lediglich feststellen, dass im Rahmen der Vereinbarungen mit den eigenen Anlegern, institutionellen Investoren auch bei kurzfristigen Anlageentscheidungen ihre Stewardship Verantwortung nicht vernachlässigen sollten.<sup>243</sup>

Die Wortwahl „*duty of stewardship*“ deutet in diesem Kontext schließlich auch an warum sich es sich (auch im Deutschen) terminologisch weniger um eine Stewardship Pflicht, sondern eher um eine Stewardship Verantwortung handelt: eine „*duty*“ resultiert regelmäßig bereits aus einer Stellung in einem System, im Unterschied hierzu stehen „*obligations*“, die in Folge einer Verpflichtung aufgrund von Gesetz oder Vertrag entstehen und somit ihren Ursprung zunächst nicht in der Stellung im System finden.<sup>244</sup> Die „*duty of stewardship*“ knüpft daher bereits an die einflussreiche und zentrale Stellung von institutionellen Investoren an, die infolgedessen im Vergleich zu „Arbeitnehmern und Zulieferern“<sup>245</sup> auch eine „*bessere*“ ist. Eine *Stewardship Duty* kann daher bereits an die Stellung von institutionellen Investoren am Kapitalmarkt und in ihren jeweiligen Portfoliogesellschaften anknüpfen. Eine *Stewardship Obligation* im Sinne einer Stewardship Pflicht, die sich aus der Rechtsordnung ausdrücklich ergibt, wird also nicht zwingend als Grundlage herangezogen werden müssen, da man die Stewardship Verantwortung insofern also bereits aus der Stellung von institutionellen Investoren ableiten kann.<sup>246</sup> Entsprechend müssen auch die Maßnahmen, die im *Walker Report* beschrieben sind, auch als eine Umschreibung der Stewardship Verantwortung und weniger als Grundlage für die Einführung harter Rechtspflichten angesehen werden.

---

<sup>242</sup> Ders.

<sup>243</sup> Ders., insbesondere führt er hier als zusätzliche Begründung auch noch ein Ausnutzen der anderen Aktionäre an: Shareholders who do not exercise such governance oversight are effectively free-riding on the governance efforts of those that do. ders., S. 71.

<sup>244</sup> Vgl. zur terminologischen Unterscheidung und der (teilweise) unterschiedlichen Bedeutung der Begriffe „*duty*“ und „*obligation*“: Brandt, Mind 1964 Vol. 73, No. 291, 374, 374 ff., insbesondere: S. 386 f. und S. 387 f.; vgl. zum Begriff der Stewardship Verantwortung auch unten, S. 167 ff.

<sup>245</sup> Vgl. das vorherige Zitat bei Fn. 242.

<sup>246</sup> Vgl. zur Unterscheidung zwischen „Stewardship Pflichten“ und „Stewardship Verantwortung“ noch ausführlicher unten, S. 167 ff.

Die Maßnahmen, die ein Investor nach dem *Walker Report* treffen soll und die seine Stewardship Verantwortung umfasst, sind zunächst der grundsätzliche Kontakt zum Verwaltungsrat und das Abstimmen auf der Hauptversammlung, sowie die Veröffentlichung der Stimmrechtswahrnehmung.

Eine produktive und informierte Beziehung zwischen Aktionär/Investor und dem Verwaltungsrat sei demnach zunächst ein wesentlicher Grundstein für ein besseres Management der Angelegenheiten des Unternehmens.<sup>247</sup> Diese Beziehung soll es dem Investor ermöglichen die Funktionsfähigkeit des Verwaltungsrats und die generelle Ausrichtung und allgemeine *Performance* des Unternehmens zu erfassen und zu bewerten.<sup>248</sup> Hierdurch können Risiken präventiv hervorgesehen werden und die Zusammenarbeit in Problemsituationen erleichtern.<sup>249</sup>

Hinsichtlich der zweiten Maßnahme „Abstimmung auf Hauptversammlungen“ schickt der Bericht zunächst eine interessante These voran: So würde der Nutzen von Aktionärskontrollen in Form von aktivem „*Engagement*“, also insbesondere der regelmäßige Kontakt zum Verwaltungsrat und Nutzen und Bedeutung von Abstimmungen auf der Hauptversammlung sich gegenläufig Verhalten.<sup>250</sup> Je mehr die (institutionellen) Aktionäre direkt mit dem *Board* in Kontakt treten desto geringer in ihrer Bedeutung wären die Entscheidung der Hauptversammlung. Umgekehrt würde die Hauptversammlung an Bedeutung gewinnen, wenn das *Board* des einzelnen Unternehmens weniger den direkten Kontakt mit den Aktionären ermöglicht.<sup>251</sup> Dementsprechend sieht der Bericht die Stimmrechtswahrnehmung und die Offenlegung der Stimmrechtswahrnehmung durch die institutionellen Investoren als wichtig und als normalen Teil der Ausübung von Stewardship Verantwortung an.<sup>252</sup> Regelmäßig soll aber vor allem ein Schwerpunkt auf dem direkten Kontakt zum Verwaltungsrat liegen, da durch einen solchen Direktkontakt besser gelöst würden als durch Abstimmung auf der Hauptversammlung. Eine besondere und eigenständige Bedeutung soll das Abstimmungsverhalten allerdings dann bekommen, wenn sich der Investor gegen die Abstimmungsvorschläge des *Boards* wendet. In solchen Fällen soll sich der Investor natürlich wieder zunächst direkt an das *Board* wenden und nur, wenn dies keinen Erfolg bringt, negativ abstimmen.<sup>253</sup>

---

<sup>247</sup> *Walker, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities*, 2009, S. 78.

<sup>248</sup> Ders., S. 79.

<sup>249</sup> Ders., S. 80.

<sup>250</sup> *Walker, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities*, 2009, S. 87f.

<sup>251</sup> Ders.

<sup>252</sup> Ders. S. 88.

<sup>253</sup> Ders.

Der *Walker* Bericht präsentierte als Auftakt zur ab 2009 in Großbritannien erfolgten Stewardship Debatte einige interessante Feststellungen und Empfehlungen:

Zum einen die Wertungen der einzelnen Maßnahmen zueinander, wonach der direkte Kontakt zum Verwaltungsrat immer der Grundstein von Stewardship sei und Abstimmungen zwar normal, aber nur dann für die institutionellen Investoren eine gesonderte Rolle spielen können, wenn der Kontakt zum *Board* keinen Erfolg (mehr) bringt, zum anderen sei der Nutzen von Stewardship bzw. *Shareholder Engagement* bei allen potentiellen Zielgruppen festzustellen: Die Aktionäre und das Unternehmen würden hiervon schon aufgrund der besseren Langzeit-*Performance* profitieren. Andere *stakeholder* und insbesondere die Allgemeinheit würde hiervon ebenfalls profitieren, da sie ja eben nicht für das Versagen des Unternehmens einstehen müsste, sodass sich hieraus auch eine soziale Legitimation ergeben kann, die im Zuge der Finanzmarktkrise in Frage stand.

## V. Der Kodex des ISC (2008)

Der Kodex des *Institutional Shareholders Committee (ISC)* aus dem Jahr 2008 bildete schließlich die direkte Grundlage für den *UK Stewardship Code*. Auch im zuvor genannten *Walker* Bericht wurde sich mehrfach für eine Übernahme des *ISC* Kodex durch das *FRC* ausgesprochen.<sup>254</sup> Auch waren die Empfehlungen des *ISC* aus dem Jahr 1991, bereits wesentliche Grundlage für den *Cadbury Report*, der auch ausdrücklich auf das *ISC* verweist.<sup>255</sup> Die Neufassungen dieser Empfehlungen (zunächst im Jahr 2005 und schließlich aus dem Jahr 2007) stellten schlussendlich die Grundlage für den *ISC* Kodex dar.<sup>256</sup> Die 2008 überarbeiteten *Myners Principles* verwiesen ebenfalls ausdrücklich auf eben diesen Kodex des *ISC*.<sup>257</sup>

Das *Institutional Shareholders Committee* bestand bei Veröffentlichung des Kodex im Jahr 2008 aus der Association of British Insurers; der Association of Investment Trust Companies; der National Association of Pension Funds und der Investment Management Association und somit aus einem Mitglied weniger als

---

<sup>254</sup> Vgl. bspw. ders. *Walker*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009S. 68.

<sup>255</sup> Vgl. oben; sowie: *Cadbury*, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, Nr. 6.11.

<sup>256</sup> *ISC*, The responsibilities of institutional shareholders and agents - Statement of principles, 2007.

<sup>257</sup> Vgl. oben, S. 84f.; sowie direkt: *HM Treasury* (Hrsg.), Updating the Myners Principles: a response to consultation, Principle 5, S. 21.

noch 1991.<sup>258</sup> Durch die wörtliche Übernahme des *ISC* Kodex in den *UK Stewardship Codes* und den Austritt der *IMA*<sup>259</sup> aus dem *ISC* (das schließlich auch in *Institutional Investor Council* und schließlich in *Institutional Investor Committee (IIC)*<sup>260</sup> umbenannt wurde), verlor das *ISC* aber in den Folgejahren wohl an Bedeutung.

Nichtsdestotrotz bildete der 2008 veröffentlichte Kodex, wie sich eben auch aus den bereits oben aufgezeigten Verweisen im *Walker Report* und in den *Myners Principles* zeigt, die wichtigste Grundlage für den *UK Stewardship Code*.

Inhaltlich stimmt der *ISC* Kodex mit dem schließlich durch das *FRC* übernommenen *UK Stewardship Code* sogar größtenteils wörtlich überein. Die sieben Prinzipien des *UK Stewardship Code* finden sich auch bereits im *ISC* Kodex wieder.

UK Stewardship Code 2010	ISC Code 2008
Institutional investors should: publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.	Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities
have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.	Institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.
monitor their investee companies.	Institutional investors should monitor their investee companies
establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as	Institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method

<sup>258</sup> Die *British Merchant Bank* hatte das *ISC* schon vor den Änderungen der Prinzipien im Jahre 2002 wieder verlassen, vgl. hierzu oben, S. 81 ff. .

<sup>259</sup> Die *Investment Management Association* trat sich daraufhin mit der *Investment Affairs Division* der *British Insurers* zusammen und bildete so ein eigenes Forum (*The Investment Association*) neben dem *ISC*, das dem *ISC* wiederum einige Bedeutung wegnahm; vgl. zur Geschichte der *IMA*: *The Investment Association*, Geschichte der *IMA*.

<sup>260</sup> Für weitere Informationen zum *IIC* siehe: [www.iicomm.org/](http://www.iicomm.org/), zuletzt geprüft: (26.02.2016).

a method of protecting and enhancing shareholder value.	of protecting and enhancing shareholder value
be willing to act collectively with other investors where appropriate.	Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate
have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.	Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity
report periodically on their stewardship and voting activities.	Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities

Abbildung 13 – Vergleich – UK Stewardship Code 2010 / ISC Kodex 2008

Die Erklärungen zu den Prinzipien sind ebenfalls sehr ähnlich und wurden teilweise wörtlich übernommen.

Insgesamt zeigt sich dadurch, dass der von institutionellen Investoren entwickelte Kodex die ganz wesentliche Grundlage für den *UK Stewardship Code* insgesamt und die Diskussionsgrundlage für das Konsultationsverfahren vor der Schaffung des Kodex darstellte.

## VI. Die Konsultation durch das FRC (2010)

Vor der Veröffentlichung des *UK Stewardship Code* führte der *Financial Reporting Council* schließlich noch ein Konsultationsverfahren durch. Hier konnten sich institutionelle Investoren und Interessensverbände zu Wort melden und den Sinn und Inhalt des zu schaffenden *Stewardship Code* besprechen und Stellung dazu nehmen, ob der *ISC* Kodex als Grundlage taugt.

Den Auftakt zu diesem Verfahren bildete ein Konsultationsschreiben aus dem Januar 2010, das die wesentlichen Intentionen und Vorschläge des *Stewardship Code* zur Grundlage der Konsultation machen sollte.<sup>261</sup>

<sup>261</sup> FRC, Consultation on a Stewardship Code for Institution, 2010.

Hierin wird zunächst die Intention für die Schaffung eines *Stewardship Codes* genannt und anschließend erklärt, welche Vorschläge die Grundlage für diesen Kodex bilden sollen. Abschließend werden ausführlich einzelne Unterschiede, insbesondere des *ISC Code* zum *UK Corporate Governance Code*, aufgezeigt.

Die Intention und erhofften Vorteile eines *Stewardship Code* bestanden für das FRC zunächst in einer Verbesserung der *Corporate Governance* sowie einer Performance Steigerung für Portfoliogesellschaften, der Verbesserung des Kapitalmarktes und schließlich auch einem Vertrauengewinn der Anleger in die Wirtschaft und in das Finanzsystem an sich.<sup>262</sup> Auch sollte der *Stewardship Code* dazu beitragen, dass institutionelle Investoren in Hinblick auf die Interessen ihrer Mandanten insbesondere auf Langzeitinvestment und andauernde Marktstabilität hinwirken.<sup>263</sup>

Dementsprechend soll der Kodex, wie in der zentralen Randnummer 1.14 deutlich gemacht wird, Folgendes bewirken: Der Kodex soll einen Stewardship Standard etablieren und die institutionellen Investoren in die Entwicklung dieses Standards einbinden.<sup>264</sup> Der Kodex soll dafür sorgen, dass die ursprüngliche Investitionsentscheidung eines institutionellen Investors immer direkt mit dem Bewusstsein zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung verbunden ist.<sup>265</sup> Auch soll die Kommunikation zwischen dem *Board* und den Aktionären verbessert werden und für Transparenz in der *Investment Chain* sorgen.<sup>266</sup>

Den in den Randnummern 1.15 bis 1.20 dargestellten Vorschlägen nach, wollte das FRC die Umsetzung des *Stewardship Codes* auf Grundlage des „*comply or explain*“ Standards, Offenlegungspflichten und die erwartete Akzeptanz des Kodex sowie Kosten und Nutzen der Umsetzung zur Diskussion stellen.

An diese generellen Vorschläge angehängt findet sich im dritten Teil des Schreibens eine detaillierte Darstellung der einzelnen Problemfelder. Hierin bezieht sich der Aufruf zur Stellungnahme und Diskussion insbesondere auf die Themen des Adressatenkreises,<sup>267</sup> den Inhalt des Kodex und die Vorlage des *ISC Code*<sup>268</sup> sowie Unterschiede zu Abschnitt E des *Combined Code*.

---

<sup>262</sup> Ders., Rn. 1.11, letzteres entspricht insofern insbesondere dem was im Walker Report bereits hinsichtlich der „sozialen Rechtfertigung“ des Kapitalmarktes bereits angesprochen wurde. (vgl. insofern auch oben, S. 86ff) Insgesamt wird im Rahmen der Intentionserklärung (vgl. Rn. 1.6) auch ausdrücklich auf den Walker Report verwiesen.

<sup>263</sup> Ders. Rn. 1.13.

<sup>264</sup> Ders., Rn. 1.14, Punkte 1 und 2.

<sup>265</sup> Ders., Rn. 1.14, Punkt 3.

<sup>266</sup> Ders., Rn. 1.14, Punkte 4 und 5.

<sup>267</sup> Sollen im Kodex beispielsweise auch Stimrmechtsberater (Rn. 3.7ff) und ausländische Investoren (Rn. 3.10ff) einbezogen werden.

<sup>268</sup> Ders., Rn. 4.1ff.

Auf diesen Aufruf des *FRC* zur Stellungnahme gingen 81 Antworten von Fondmanagern, Vermögensinhabern, Investorenvereinigungen und Stimmrechtsberatungsunternehmen und ähnlichen Unternehmen ein.<sup>269</sup> Diese Antworten fasste das *FRC* selbst in einem *Report* zusammen.<sup>270</sup>

Das *FRC* fasst die Antworten zunächst als generelle Zustimmung zu seinem Vorhaben der Adaptation des *ISC* Kodex und den zuvor dargestellten, unter 1.14 des Aufrufs aufgezeigten, fünf Zielen des Kodex auf.<sup>271</sup>

Die negative Kritik, die die Antworten aber durchaus auch enthielten, wurde vom *FRC* zwar anerkannt, allerdings zunächst nur als Grundlage für zukünftige Änderungen des Kodex zurückgestellt.<sup>272</sup> Vielmehr sollte das „Momentum“, das bereits durch den *Walker Review* und durch die Finanzmarktkrise und den damit verbundenen Diskussionen um das Thema *Stewardship* und *Shareholder Engagement* geschaffen wurde, genutzt werden, um möglichst schnell einen *Stewardship Code* zu schaffen und zu etablieren.<sup>273</sup>

In dem Bericht ist darüber hinaus auch nur sehr vereinzelt von der im Konsultationsverfahren geäußerten Kritik die Rede und auch dann regelmäßig nur im Zusammenhang mit einem Verweis auf zukünftige Änderungen des Kodex und eben nicht mit der eigentlichen Einführung.<sup>274</sup>

Insofern lässt sich also recht sicher behaupten, dass das Konsultationsverfahren zunächst wenig Einfluss auf den Inhalt des *UK Stewardship Code* bei dessen Einführung hatte. Schlussendlich gibt das *FRC* dies ja auch zu, indem es zum einen – wohl auch mit Recht<sup>275</sup> – davon ausgeht, dass die Einführung eines *UK Stewardship Code* allgemein begrüßt wird, zum anderen aber eben auch betont, dass es Änderungsvorschläge erst in Zukunft berücksichtigen will.

## VII. Zusammenfassung und Bewertung

Der *UK Stewardship Code* geht unmittelbar auf den *ISC* Kodex „Code on the Responsibilities of Institutional Investors“ von 2008 zurück. Dieser wiederum stellt eine überarbeitete Form der *ISC Statements*, „The Responsibilities of Institutional

---

<sup>269</sup> *FRC, Implementation of the UK Stewardship Code*, 2010, S. 1, Rn. 5.

<sup>270</sup> Ders.

<sup>271</sup> Ders., S. 1f, Rn. 6, 7.

<sup>272</sup> Ders. S. 2 Rn. 8, 9; zum Inhalt der Kritik siehe im nachfolgenden Teil „C. Weiterentwicklung“.

<sup>273</sup> Ders.

<sup>274</sup> Ders., S. 4 Nr. 19, S. 10 Nr. 39.

<sup>275</sup> Der Großteil der Antworten ist auf der Homepage des *FRC* unter <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-on-a-Stewardship-Code-for-Institution/Responses-to-January-2010-consultation-on-a-Steward.aspx> (zuletzt geprüft am: 07.03.2016) abrufbar. Fast alle Antworten begrüßen die Entwicklung eines *Stewardship Codes* ausdrücklich.

*Shareholders and Agents*“ dar, die schon 1991 veröffentlicht und bis seitdem mehrfach überarbeitet wurden. Die Berichte von Cadbury, Myners und schließlich vor allem der von Walker bildeten dabei weitere Grundlagen bei der (Weiter-)Entwicklung von Corporate Governance und Stewardship in Großbritannien. Der Corporate Governance Kodex von 1998 (Combined Code) enthielt bereits im Abschnitt E Vorschriften, die sich mit Stewardship befassten.

Deutlich wird durchgehend der Einfluss, den institutionelle Investoren auf die Ausgestaltung von Stewardship und auch Corporate Governance hatten. Am deutlichsten wird dies wohl am Beispiels des *ISC* Kodex von 2008, den das FRC vollständig und im Wortlaut ebenfalls fast gleichlautend übernommen hat, und diesen zum *UK Stewardship Code* machte.

Institutionelle Investoren haben in Großbritannien also durchaus ganz wesentlich dazu beigetragen, dass Stewardship die Form angenommen hat, die es heute hat. Auch die Tatsache, dass das *ISC* bereits in den 1990er Jahren und bis zur Schaffung des *ISC* Kodex 2008 sich mit dem Thema Stewardship beschäftigt hat und damit selbst die Grundlagen für verschiedene von der britischen Regierung in Auftrag gegebene Berichte gegeben hat, zeigt wohl, dass das *ISC* und britische Investoren selbst die Themen Stewardship und Corporate Governance vorantreiben wollten.

Die Intentionen hinter diesen Initiativen der institutionellen Investoren in den letzten Jahrzehnten tritt dabei zwar nicht offen zu Tage. Kritische Stimmen behaupteten, dass es sich hierbei nur um eine Taktik zur Abwendung von gravierenden Verpflichtungen handelte.<sup>276</sup> Weiterhin könnte man ebenfalls kritisch behaupten, dass es den Investoren nur darum ging, stärkeren Einfluss auf ihre Gesellschaften ausüben zu können und sich durch das vordergründliche Bemühen um gute Corporate Governance und Stewardship eine Legitimationsgrundlage zu schaffen, um starken Einfluss ausüben und aktivistisch vorgehen zu können.<sup>277</sup>

Jedoch haben – mit wechselseitigem Bezug – sowohl das *ISC*, wie auch die verschiedenen staatlich initiierten Berichte, besonders die langfristige Wertentwicklung in den Fokus rücken und so gerade aktivistische Praktiken verhindern wollen. Auch die Offenlegung der Wahrnehmung von Stimmrechten, wie sie das *ISC* selbst vorgeschlagen hat, würde der Kritik entgegenstehen, institutionelle Investoren wollen nur ihre Einflussmacht und Einflussmöglichkeiten ausweiten und gleichzeitig stärkeren Verpflichtungen entgehen: Die Möglichkeiten, Stimmrechte

---

<sup>276</sup> So wohl: *Davies*, Introduction to company law, 2. Aufl. (2010), S. 137.

<sup>277</sup> Vgl. insofern auch: *MacNeil*, Capital Markets Law Journal 2010, 419–438, 423 f; dieser macht deutlich, dass die Entwicklung der Prinzipien und Kodizes durch institutionelle Investoren eine Form der kollektiven Einflussnahme darstellt.

wahrzunehmen, bestand auch schon vor den Stewardship und Corporate Governance Initiativen. Stimmrechtsoffnlegung und Stimmrechtswahrnehmung wurde zuvor allerdings nicht für alle institutionellen Investoren gefordert. Insofern haben sich die institutionellen Investoren selbstverpflichtet. Dass diese Selbstverpflichtung vom staatlich angelehnten FRC durch den *UK Stewardship Code* übernommen wurde ändert indes auch wenig an der Tatsache, dass institutionelle Investoren die Themen Stimmrechtswahrnehmung und Stewardship ursprünglich aus eigenem Antrieb für sich gefordert haben. Vielmehr ändert es allenfalls etwas an der heutigen Durchsetzung von Stewardship Verantwortung, indem beispielsweise die Stewardship Erklärungen auf ihre Aussagekraft hin durch das FRC bewertet werden.<sup>278</sup>

Insgesamt wird man die Rolle institutioneller Investoren bei der Entwicklung von Stewardship in Großbritannien also nicht so einfach klein reden können. Das FRC hat die Vorschläge der Investoren in Form des *ISC* Kodex größtenteils wörtlich übernommen, sodass Stewardship letztendlich historisch eine Investoreninitiative darstellt, die durch quasistaatliche Übernahme an Anerkennung und grundlegender Bedeutung gewonnen hat.

### C. Weiterentwicklung – Vom 2010 Kodex zum 2012 Kodex

Infolge der Versprechung des *FRC*, die im Konsultationsverfahren formulierte Kritik zu berücksichtigen, wollte und musste sich das *FRC* in der Folgezeit mit dieser Kritik noch etwas genauer beschäftigen. Die Zusammenfassung der Ergebnisse, die das *FRC* in der Folgezeit erzielte, ergeben sich insbesondere aus den jährlich veröffentlichten *Reports „Developments in Corporate Governance“* (ab 2014: „*Developments in Corporate Governance and Stewardship*“).<sup>279</sup>

Immer wieder auftauchende Kritik in den Antworten der verschiedenen Institutionen beinhaltete die etwas unklare Rolle der *asset owner* im Gegensatz zu den *asset manager*.<sup>280</sup> Wohingegen letztere auch gesetzlich verpflichtet sind nach COBS 2.2.3. FCA Handbook die Anwendung des Kodex zu erklären, wird von den *asset owner* die Teilnahme und Anwendung des Kodex nur gewünscht.<sup>281</sup>

---

<sup>278</sup> Vgl. das unten zur Akzeptanz des Kodex Geschriebene, S. 100 ff.

<sup>279</sup> Die gesammelten Reports sind auch auf der Homepage des FRC unter folgender URL abrufbar: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx> (zuletzt geprüft am: 07.03.2016).

<sup>280</sup> FRC, Developements in Corporate Governance 2012, 2012, S. 22; FRC, Revision to the UK Stewardship Code, S. 5. Diese Kritik findet sich auch so in vielen Antworten, vgl. bspw.: *BlackRock*, Response from BlackRock on the Financial Reporting Council's Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, 2010.

<sup>281</sup> Vgl. *Financial Conduct Authority*, FCA Handbook 2016, COBS 2.2.3.

Problematisch war hier auch die undeutliche Bezeichnung im Kodex. So war sowohl von *shareholder*, als auch *investor* und von *asset owner* und *asset manager* die Rede.<sup>282</sup>

Die Folge dieser Kritik spiegelt sich schließlich in den Änderungen des 2012 überarbeiteten *UK Stewardship Code* wieder. Neben einzelnen Anpassungen im Wortlaut der Prinzipien<sup>283</sup> wird aber vor allem vermehrt auf die Rolle der *asset owner* eingegangen.

So wird bereits in den jetzt neu als Fließtext verfassten Erläuterungen zu Prinzip 1 deutlich gemacht, dass ein Unterschied zwischen *asset owner* und *asset manager* besteht, der sich auch in der Ausübung und den Erklärungen nach dem *Stewardship Code* widerspiegeln können:

“In particular, the stewardship responsibilities of those whose primary activities are related to asset ownership may be different from those whose primary activities are related to asset management or other investment-related services.”<sup>284</sup>

Im vergangenheitsbezogenen Pendant zu Prinzip 1, dem Prinzip 7, das sich mit den periodischen Erklärungen befasst, spiegelt sich der Wille des FRC, die Unterscheidung zwischen *asset owner* und *asset manager* zu verdeutlichen, ebenfalls wieder. So stellen die Erläuterungen jetzt ganz deutlich, auch unter Verwendung der Bezeichnungen „*asset owner*“ und „*asset manager*“, diese beiden Gruppen gegenüber:

---

<sup>282</sup> Diese Probleme folgen aus der rechtlichen Inhaberschaft der Aktien, die ein *asset manager* oftmals nicht hat. So kann der *asset manager* wohl nur als Investor angesehen werden. Die Tatsache, dass der 2010 Kodex aber die Begriffe „*shareholder*“, „*investor*“, „*asset manager*“ und „*asset owner*“ durcheinander verwendete führt zu einigen Unklarheiten. Vgl. hierzu: FRC, Revision to the UK Stewardship Code, S. 5.

<sup>283</sup> Vgl. hierzu: Prinzip 2 und Prinzip 4 der Kodizes von 2010 und 2012.

<sup>284</sup> FRC, UK Stewardship Code 2010, Prinzip 1.

UK Stewardship Code 2012	UK Stewardship Code 2010
<p>Asset managers should regularly account to their clients or beneficiaries as to how they have discharged their responsibilities. Such reports will be likely to comprise qualitative as well as quantitative information. The particular information reported and the format used, should be a matter for agreement between agents and their principals.</p> <p>Asset owners should report at least annually to those to whom they are accountable on their stewardship policy and its execution.</p>	<p>Those that act as agents should regularly report to their clients details of how they have discharged their responsibilities. Such reports will be likely to comprise qualitative as well as quantitative information. The particular information reported, including the format in which details of how votes have been cast are presented, should be a matter for agreement between agents and their principals. [...]</p> <p>Those that act as principals, or represent the interests of the end-investor, should report at least annually to those to whom they are accountable on their policy and its execution.</p>

Abbildung 14 – Prinzip 7 UK Stewardship Code 2010 / 2012

Neben diesen Änderungen der einzelnen Prinzipien und deren Erklärungen änderte das FRC auch noch die Einleitung zum Kodex. Diese ist jetzt von einer generellen Einleitung „*Preface*“ in die drei Teile „*Stewardship and the Code*“, „*Application of the Code*“ und „*Comply or Explain*“ aufgeteilt worden.<sup>285</sup>

So wird hier zunächst, auch wieder zur Verdeutlichung der Rolle der *asset owner*, eine generelle Definition der beiden Gruppen *owner / manager* gegeben und die Erwartungshaltung an die *asset owner*, als diejenigen die das Kapital zur Verfügung stellen und somit den „Ton“ für Stewardship und den Ausgangspunkt für Verhaltensänderungen setzen können, deutlicher als im Kodex von 2010.

Darüber hinaus soll diese neuverfasste Einleitung auch ein generell besseres Verständnis von Stewardship bieten. Insbesondere wird hier mehrfach auf die

---

<sup>285</sup> Vgl. hierzu die 2010 und die 2012 Version des *UK Stewardship Code*, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>, zuletzt geprüft: (14.03.2016).

Rolle von Stewardship in der *Investment Chain*, also wie die verschiedenen Teilnehmer vom *asset owner* bis zum Stimmrechtsberater in Stewardship eingebunden werden können, eingegangen. Auch eine generelle Erklärung zur Anwendung des Kodex und eine Erklärung zum „*Comply or Explain*“ Standard wird gegeben. Dies erfolgte wohl vor allem in Hinblick auf eine Verbesserung der Qualität der Stewardship Berichte der einzelnen Unterzeichner des Kodex. So war bereits im Vorfeld der Änderung kritisiert worden, dass diese stark variiere.<sup>286</sup>

## D. Akzeptanz und Zukunft des UK Stewardship Code

Im Folgenden soll zunächst auf die aktuelle Akzeptanz des Kodex eingegangen werden und dabei insbesondere auf die Unterzeichner und deren Klassifizierung und die Bewertung deren Stewardship Bemühung durch das *FRC* eingegangen werden (*I.*). Abschließend soll auf die aktuellen Änderungen des *UK Corporate Governance Kodex* eingegangen werden und welche Auswirkungen diese Änderungen auch auf die Zukunft von Stewardship in Großbritannien andeuten (*II.*).

### I. Die Unterzeichner des UK Stewardship Code

Die Akzeptanz des Kodex lässt sich zunächst gut an den Zahlen der Unterzeichner des Kodex festhalten. Das *FRC* sprach insofern immer davon, dass es eine „kritische Masse“ an institutionellen Investoren dazu bringen wollte, den Kodex zu unterzeichnen, um so eine für den gesamten Aktienmarkt bedeutende *shareholder engagement* Bewegung zu erzeugen.<sup>287</sup> Darüber hinaus ist auch interessant, wie die einzelnen Unterzeichner ihrer Stewardship Verantwortung aus dem Kodex in der Folge ihrer Unterzeichnung dann auch wahrgenommen haben. Diese beiden Punkte, Zahl der Unterzeichner und Qualität der Wahrnehmung der Pflichten aus dem *UK Stewardship Code*, sollen im Folgenden untersucht werden.

Nach eigenen Angaben des *FRC* hat der *UK Stewardship Code* die kritische Masse an Unterzeichnern erreicht.<sup>288</sup> Dieser Aussage liegen die Zahlen der Unterzeichner aus den Jahren 2011 bis 2015 zugrunde:

So unterzeichneten bereits 2011 234 institutionelle Investoren den Kodex, 2015 waren es schließlich sogar 302:<sup>289</sup>

---

<sup>286</sup> Vgl. *FRC, Development in Corporate Governance 2011, 2011*, S. 21.

<sup>287</sup> Vgl. Ders., S. 9; *FRC, Developements in Corporate Governance 2012, 2012*, S. 2; der Begriff „critical mass“ findet sich auch fast allen weiteren vom *FRC* im Zusammenhang mit dem *Stewardship Code* veröffentlichten Dokumenten und stellt somit einen zentralen immer wiederkehrenden Punkt dar.

<sup>288</sup> *FRC, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, 2014*, S. 1.

<sup>289</sup> Vgl. hierzu die Berichte *Developments in Corporate Governance 2011* (S. 20) und 2015 (S. 12).

## SIGNATORIES TO THE UK STEWARDSHIP CODE

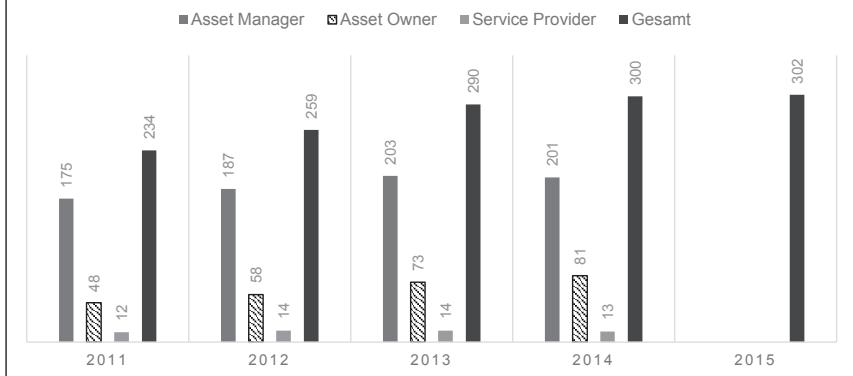


Abbildung 15 – Unterzeichner UK Stewardship Code<sup>290</sup>

Zunächst lässt sich bereits anhand dieser Zahlen feststellen, dass der Zuspruch zum *Stewardship Code* und die Anzahl an institutionellen Investoren, die sich an diesen binden wollen und zum *shareholder engagement* beitragen wollen, signifikant gestiegen ist. Bezeichnete das FRC bereits 2011 die Zahl von 234 Unterzeichnern als einen Initialerfolg, stellt die Zahl von etwa 300 Unterzeichner 2014/2015 einen weiteren großen Erfolg bei der Steigerung des Einflusses des *UK Stewardship Code* dar.<sup>291</sup>

Bei Betrachtung der einzelnen Gruppen der institutionellen Investoren wird deutlich, dass vor allem *asset manager* sich dem Kodex verpflichtet haben. Diese Feststellung überrascht allerdings nicht. Wie oben bereits beschrieben, trifft *asset manager* eine Pflicht nach COBS 2.2.3. zur Veröffentlichung, ob sie den Kodex anwenden oder alternativ umfassend zu erklären wie die eigene Investmentstrategie aussieht.<sup>292</sup>

Welche Bedeutung diese absolute Anzahl der institutionellen Investoren, die den Kodex unterzeichnet haben, wiederum hat, lässt sich am besten durch das von diesen verwaltete Vermögen in Relation zum Gesamtvolumen des britischen

<sup>290</sup> Quelle der Daten: Jährliche Berichte des FRC, Developments in Corporate Governance 2011 – 2015, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>, zuletzt geprüft: (14.03.2016).

<sup>291</sup> Vgl. FRC, Development in Corporate Governance 2011, 2011, S. 20.

<sup>292</sup> Vgl. oben: S. 80.

Aktienmarktes feststellen. Ähnlich wie oben, bei der Betrachtung der weltweiten Bedeutung institutioneller Investoren,<sup>293</sup> lässt sich auch hier die Größe der einzelnen Investoren und das Gesamtvolume des Aktienmarktes nicht mit absoluter Genauigkeit festlegen.

Allerdings kann vor allem der von der *Investment Association*<sup>294</sup> jährlich herausgegebene Bericht „*Adherence tot he FRC's Stewardship Code*“<sup>295</sup> einen Eindruck von der Bedeutung geben. Diesem Bericht liegt eine Umfrage unter den institutionellen Investoren zugrunde, die den *UK Stewardship Code* unterzeichnet haben. In dieser Umfrage wird unter anderem auch nach der Größe des verwalteten Vermögens gefragt.

Auf die Umfrage haben im Jahr 2014/2015 130 institutionelle Investoren und Dienstleistungsanbieter geantwortet, was laut *IA* einer Antwortrate von 45 Prozent entspricht. Die 92 *asset manager*, die auf die Umfrage geantwortet haben, verwalten 675 Milliarden britische Pfund, die 30 *asset owner* wiederum 29 Milliarden Pfund. In Relation zum Volumen des gesamten britischen Aktienmarkts stellt dieses jeweils 30,4 Prozent beziehungsweise 1,3 Prozent, also insgesamt 31,7 Prozent, des gesamten Volums des britischen Aktienmarktes dar.<sup>296</sup>

Geht man also davon aus, dass die 55 Prozent der institutionellen Investoren, die nicht auf den Fragebogen der *IA* geantwortet haben und dennoch den *UK Stewardship Code* unterzeichnet haben, ungefähr ähnlich hohe Anteile am britischen Aktienmarkt halten wie die 45 Prozent, die geantwortet haben, dann kann man wohl auch davon ausgehen, dass alle ca. 300 institutionellen Investoren, die den *UK Stewardship Code* unterzeichnet haben, zusammen ungefähr 60 – 70 Prozent des britischen Aktienmarktes repräsentieren.<sup>297</sup>

Wie verlässlich eine solche Schätzung oder auch die Zahlen des *IA* selbst sind, soll und kann an dieser Stelle nicht ausführlich untersucht werden. Die *IA* gesteht

---

<sup>293</sup> Vgl. oben, S. 54 ff.

<sup>294</sup> Vgl. zu *The Investment Association* Fn. 259.

<sup>295</sup> *The Investment Association*, Adherence to the FRC's Stewardship Code 2014, 2015.

<sup>296</sup> Vgl. dies. S. 8.

<sup>297</sup> Es handelt sich hierbei um britische und nicht britische institutionelle Investoren, die den *UK Stewardship Code* unterzeichnet haben.

Nach Daten des *Office for National Statistics* sind insgesamt überwiegend ausländische Investoren, vor allem ausländische institutionelle Investoren, auf dem britischen Aktienmarkt tätig mit einem Anteil von ca. 55 % der Aktien an britischen, börsennotierten Unternehmen im Jahr 2014. Britische institutionelle Investoren haben Anteile von 6 % (Versicherungsunternehmen), 3 % (Pensionsfonds) und 9 % (Investmentgesellschaften) sowie 7 % (Other financial institutions). Vergleiche hierzu: *Office for National Statistics*, Ownership of UK Quoted Shares: 2014, 2015; vgl hierzu auch oben, S. 59 ff.

selbst auch ein, dass es bei den Zahlen Ungenauigkeiten gibt und es zu Doppelverwertungen kommt.<sup>298</sup>

Allerdings lässt sich anhand dieser Zahlen zumindest feststellen, dass die 300 institutionellen Investoren, die den *UK Stewardship Code* unterzeichnet haben, jedenfalls mehr als ein Drittel, wahrscheinlich sogar bis zu zwei Dritteln des britischen Aktienmarktes repräsentieren. Insofern kann dem *FRC* wohl in seiner Aussage, „eine kritische Masse“ an Investoren für die breite Wahrnehmung des *UK Stewardship Code* gefunden zu haben, zugestimmt werden. Die Zahl an Unterzeichnern spricht also für eine gute Akzeptanz des *UK Stewardship Codes*.

Hier schließt sich die Frage an, wie die Unterzeichner ihre Pflichten in der Folge ihrer Unterzeichnung wahrnehmen.

Anders als die reine Zahl der Unterzeichner sieht das *FRC* hinsichtlich der Wahrnehmung der Pflichten und insbesondere der Qualität der Mitteilung über die Wahrnehmung noch Verbesserungsbedarf:

Overall the quality of reporting against the Code does not give clear enough picture of the approach to stewardship. [...] Our assessment has shown that the quality of signatory statements varies considerably.<sup>299</sup>

Infolgedessen hat der *FRC* bereits 2015 ein neues System zur Verbesserung der Berichterstattung angekündigt, das im November 2016 veröffentlicht wurde.<sup>300</sup> Auf der Internetseite des *FRC* werden alle Unterzeichner des Kodex sortiert in verschiedene Kategorien (*asset manager*, *asset owner*, *service provider*) eingeordnet. Die Einordnung richtet sich dabei nach der Qualität ihrer Stewardship Erklärung.

Zunächst ist die Wortwahl des *FRC* etwas undeutlich: So spricht der *FRC* davon, dass die „*Stewardship Statements*“<sup>301</sup> die Grundlage der Bewertung bilden sollen. „*Stewardship Statements*“ sind im Rahmen des britischen Stewardship Kodex die Erklärungen nach Prinzip 1, die ein Investor zu Beginn seine Stewardship Enga-

---

<sup>298</sup> Genau wie oben, vgl. S. 59 ff., muss auch hier wieder eine Doppelverwertung der Anlagen von *asset owner* bei *asset manager* berücksichtigt werden, die die Daten leicht verfälschen können, vgl. auch: *The Investment Association*, Adherence to the FRC's Stewardship Code 2014, 2015, S. 8f.

<sup>299</sup> *FRC*, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015, 2015, S. 12.

<sup>300</sup> Ders.; vgl. auch: *FRC*, *FRC promotes improved reporting by signatories to the Stewardship Code*, 2015; *FRC*, *Tiering of signatories to the Stewardship Code*, 2016 vgl. ebenfalls: *Davies/Worthington*, *Gower's principles of modern company law*, (2016) Rn. 15-30.

<sup>301</sup> *FRC*, *Tiering of signatories to the Stewardship Code*, 2016.

gement abgibt und die auf die Zukunft gerichtete Absichtserklärung zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung darstellt.<sup>302</sup> Allerdings spricht der FRC auch davon, dass die Kategorisierung die Qualität der Berichterstattung widerspiegeln soll:

“The tiering exercise was undertaken to improve the quality of reporting against the Code, encourage greater transparency in the market and maintain the credibility of the Code. Tiering distinguishes between signatories who report well and display their commitment to stewardship, and those where reporting improvements are necessary and Code signatories were encouraged to improve their statements and thereby reaffirm their commitment to stewardship.”<sup>303</sup>

Hiermit meint der FRC dann aber keinesfalls die jährlichen Berichte, sondern die anfänglichen Stewardship Erklärungen der Investoren. Das wird unter anderem an dem gerade schon dargestellten ausdrücklichen Bezug auf die „*Stewardship Statements*“ deutlich. Auch sind die Namen der in den einzelnen „*Tiers*“ aufgeführten Unternehmen jeweils direkt mit deren Stewardship Erklärungen und nicht mit dem jeweils aktuellem Stewardship Bericht durch Hyperlink verknüpft.<sup>304</sup>

Insofern spiegelt das Kategorisierungssystem des FRC nicht die Qualität der jeweils zuletzt veröffentlichten retrospektiven Berichte der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung in der vergangenen Berichtsperiode wider (im Sinne von Prinzip 7), sondern das in der auf die Zukunft gerichteten Stewardship Erklärung angelegte System zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung (im Sinne von Prinzip 1).

Grundsätzlich macht es auch Sinn, diese anfängliche Stewardship Erklärung zu bewerten und zu überprüfen, ob sich der institutionelle Investor, Vermögensverwalter oder Dienstleiser ein sinnvolles System überlegt hat, nachdem er in Zukunft Stimmrechte wahrnehmen und seiner Stewardship Verantwortung gerecht werden will. So legt diese Erklärung gerade den Grundstein für alle weiteren Maßnahmen des jeweiligen Unternehmens und macht nach Außen deutlich, wie sich das Unternehmen die Wahrnehmung seiner Stewardship Verantwortung vorstellt.

Indes sagt diese Kategorisierung dann aber wenig darüber aus, inwiefern die institutionellen Investoren sich auch an diese Selbstverpflichtung gehalten haben.

---

<sup>302</sup> Vgl. hierzu wieder die Erklärungen zu Prinzip 1 UK Stewardship Code, vgl. auch oben: S. 73 ff.

<sup>303</sup> FRC, Tiering of signatories to the Stewardship Code, 2016.

<sup>304</sup> Vgl.: FRC, UK Stewardship Code statements hier ist beispielsweise in Tier 1 Allianz Global Investors aufgeführt. Hinter dem Namen ist ein Link auf deren Stewardship Erklärung hinterlegt: *Allianz Global Investors*, UK Stewardship Code.

Hierfür wäre gerade eben eine Kategorisierung anhand der periodischen Berichte notwendig.

Die Bewertung der Qualität erfolgt bei *asset manager* in drei Kategorien:

“Tier 1 - Signatories provide a good quality and transparent description of their approach to stewardship and explanations of an alternative approach where necessary.”

“Tier 2- Signatories meet many of the reporting expectations but report less transparently on their approach to stewardship or do not provide explanations where they depart from provisions of the Code.”

“Tier 3 - Significant reporting improvements need to be made to ensure the approach is more transparent. Signatories have not engaged with the process of improving their statements and their statements continue to be generic and provide no, or poor, explanations where they depart from provisions of the Code.”<sup>305</sup>

Bei *asset owner* und *service provider* wurde die dritte Kategorie jeweils ausgelassen. Die Gruppe der *asset manager* sieht der FRC als besonders wichtig an, da diese im Rahmen von Stewardship eine herausragende Rolle innehaben:

“Asset manager signatories have been categorised in three tiers. The additional tier reflects the greater relevance of the Code’s provisions to asset managers, their role as agents and the wide range of reporting quality.”<sup>306</sup>

An diese dritte Kategorie und die besondere Betrachtung der *asset manager* knüpft der FRC auch noch eine besondere Folge: Schaffen es Unternehmen, die in diese dritte Kategorie eingeordnet wurden, nicht binnen sechs Monaten ihre Stewardship Erklärung so zu ändern, dass sie mindestens dem Qualitätsstandard der Kategorie 2 entsprechen, werden sie von der Liste der Unterzeichner des UK *Stewardship Code* gelöscht.

Ob sich durch dieses System des „naming and shaming“<sup>307</sup> die Qualität der Berichterstattung wirklich verbessern lässt, wird sich in Zukunft noch beweisen müssen.

---

<sup>305</sup> Vgl. wieder ders.

<sup>306</sup> Ders., in der Kategorie *Asset Manager*.

<sup>307</sup> Davies/Worthington, Gower's principles of modern company law, (2016) Rn. 15-30.

sen. Jedenfalls macht der FRC einen Schritt in Richtung verstärkter Verbindlichkeit der Unterzeichnung, indem er öffentlichen Druck durch die öffentliche Kategorisierung ausübt und sogar den Unterzeichnerstatus aberkennen will, wenn die Stewardship Erklärung mangelhaft sind.<sup>308</sup>

Auch wird sich zeigen müssen, ob eine den Standards des Prinzip 1 des britischen Kodex entsprechende Erklärung wirklich zu einem angemessenen Stewardship Verhalten führt. Bisher wird durch die Kategorisierung nämlich nicht die Qualität der Berichte bewertet.

Insgesamt scheint die Akzeptanz des britischen Kodex aber aufgrund der Zahl und der Bedeutung der Unterzeichner tatsächlich eine kritische Masse zu umfassen. Auch die Tatsache, dass sich ein Großteil der Investoren und Verwalter in Kategorie 1 oder 2 wiederfinden, zeigt wohl, dass die meisten Unterzeichner sich mit ihren Stewardship Erklärungen im Wesentlichen an die Vorgaben des Prinzip 1 des britischen Kodex halten und somit dem Grundgedanken des Kodex entsprechen wollen.

## **II. Auswirkungen der Änderungen des UK Corporate Governance Codes 2017/2018 auf die Zukunft des UK Stewardship Code**

Die Zukunft des *UK Stewardship Code* hängt schließlich auch nicht unwesentlich von der Zukunft des *UK Corporate Governance Codes* ab, da diese bereits eine gemeinsame Vergangenheit teilen.<sup>309</sup> Vor allem aber sind beide Kodizes im wechselseitigen Zusammenspiel zusehen, da sie – von unterschiedlichen Ausgangspunkten ausgehend<sup>310</sup> – sich mit dem Thema *Corporate Governance* beschäftigen.

Dabei zeigt die aktuelle Weiterentwicklung des *UK Corporate Governance Code* zunächst, dass die Weiterentwicklungen beider Kodizes durchaus wechselseitigen Einflussnahmen ausgesetzt sind. Der *UK Stewardship Code* mit seinen lediglich 7 Prinzipien wird dabei scheinbar auch als ein Vorbild für die aktuellen Änderungen des *UK Corporate Governance Code* angesehen werden, die zu einer erheblichen Verschlankung dieses Kodex führen.<sup>311</sup>

Neben den äußeren Änderungen, schlägt das FRC aber auch inhaltliche Änderungen vor, die insbesondere im Zusammenspiel mit dem *UK Stewardship Code*

---

<sup>308</sup> Vgl. Dies.

<sup>309</sup> Vgl. oben, S. 080 ff.

<sup>310</sup> Vgl. hierzu auch unten die Ausführungen zur Entstehung der überarbeiteten Aktionärsrechtsrichtlinie, wonach bei der Entwicklung sowohl aus der Perspektive der Unternehmen (anhand des Grünbuchs „Europäischer Corporate Governance Rahmen“) wie auch aus der Perspektive der Investoren (anhand des Grünbuchs „Corporate Governance in Finanzinstituten“) sich der Verbesserung der *Corporate Governance* genähert wurde, auf S. 175.

<sup>311</sup> FRC, Proposed Revision to the UK Corporate Governance Code (Dec 2017), 2017

gesehen werden müssen: Vor allem bereits das erste Prinzip „*Principle A*“ des Vorschlags für einen überarbeiteten *UK Corporate Governance Code* zeigt ganz deutlich Gedanken, die bisher sich vor allem nur im *UK Stewardship Code* wiederfanden: die langfristige Wertsteigerung des *shareholder value* aber auch die Steigerung sozialer Nutzen.

“A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose function is to promote the long-term sustainable success of the company, generate value for shareholders and contribute to wider society.”<sup>312</sup>

Durch die Hervorhebung des langfristigen Erfolges des Unternehmens werden die Parallelen zum *UK Stewardship Code* besonders deutlich. Auch soll *Provision 5* zu *Principle A* in den geplanten Änderungen eine Vorschrift enthalten, wonach der *Chair* des *Boards* dazu angehalten wird mit (institutionellen) Aktionären in Kontakt außerhalb der Hauptversammlung zu treten. Diese Vorschrift tritt damit im Wesentlichen an die Stelle von *Section E* des Kodex von 2016.

Der langfristige Erfolg des Unternehmens wird insgesamt in den Vorschlägen zur Änderung des *UK Corporate Governance* viel deutlicher mit dem langfristigen Erfolg für die Aktionäre verbunden.

## E. Zusammenfassung

Der *UK Stewardship Code* in seiner ersten überarbeiteten Fassung zeigt, dass Stewardship in Großbritannien bereits recht weit fortgeschritten ist. So ist der Kodex bereits seit mehr als einem halben Jahrzehnt in Kraft und wird durch das *FRC* regelmäßig begutachtet und bearbeitet. Die sieben Prinzipien, die aus dem *ISC Code* übernommen wurden, bieten zusammen mit den Erklärungen eine einfache Grundlage, nach der sich die institutionellen Investoren zur Ausübung von Stewardship Verantwortung ausrichten können. Sie enthalten wesentliche Pflichten, die zu einer verbesserten Unternehmenskontrolle durch die Investoren und einem besseren Dialog zwischen Aktionären und Vorstand des Unternehmens beitragen können.

Problematisch erscheint aber noch die Wahrnehmung der Pflichten. Zwar hat bereits ein bedeutender Teil der britischen institutionellen Investoren, der vom *FRC* als „kritische Masse“ zur effektiven Wahrnehmung von Stewardship angesehen wird, den Kodex unterzeichnet und sich im Rahmen von „*Cosplay or explain*“ zur Wahrnehmung der Prinzipien verpflichtet. Wie das *FRC* aber auch selbst feststellt, sind die durch die Investoren veröffentlichten Berichte zur Wahrnehmung

---

<sup>312</sup> Ders., Principle A

ihrer Pflichten nicht immer besonders aussagekräftig. Die tatsächliche Wahrnehmung der Stewardship Verantwortung ist bisher also nicht besonders gut, soll aber durch das vom *FRC* neu entwickelte *Tier System* verbessert werden. Ob die Bewertung der Stewardship Erklärungen tatsächlich zu verbesserten Stewardship Berichten führt wird sich allerdings noch zeigen müssen.

Trotzdem ist der *UK Stewardship* schon aufgrund der Tatsache, dass er der erste Kodex dieser Art war, insbesondere in der internationalen Betrachtung und Bewertung von Stewardship und Stewardship Verantwortung, herausragend bedeutsam. Die sieben Prinzipien bilden den Kern der Prinzipien, die in anderen ähnlichen Kodizes übernommen wurden.

## § 2. Der japanische Stewardship Code

Wohl am engsten an den gerade beschriebenen und als Blaupause bezeichneten *UK Stewardship Code* angelehnt ist der japanische Stewardship Code mit dem vollständigen Titel „*Principles for the Responsible Institutional Investors – Japan's Stewardship Code – to promote sustainable growth of companies through investment and dialogue*“.<sup>313</sup>

Im Folgenden soll hierzu die allgemeine Entstehung und das Corporate Governance Umfeld in Japan kurz dargestellt werden (*A.*), die Prinzipien des Kodex vorgestellt werden (*B.*) und abschließend soll versucht werden, einen Überblick über die Akzeptanz des Kodex zu geben (*C.*). Am Ende werden die Erkenntnisse zusammengefasst (*D.*).

### A. Allgemeines zum Japan Stewardship Code und Corporate Governance in Japan

Der *Japan Stewardship Code* wurde im Februar 2014 erstmalig veröffentlicht und entstand somit erst einige Jahre nach dem *UK Stewardship Code*. Die Ursprünge des Kodex sind bereits Ende des Jahres 2012 und Anfang des Jahres 2013 in der Bildung des *Headquaters for Japan's Economic Revitalization* durch die japanische Regierung und der Bildung des *Industrial Competitivness Council* zu sehen, den wesentlichen Strategien zur Wiederbelebung der japanischen Wirtschaft.

Die im Juni 2013 vom Kabinett verabschiedete „Strategie zur Wiederbelebung“ hatte unter anderem das Ziel, dass ein *Stewardship Code* entwickelt werden

---

<sup>313</sup> FSA, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code, 2014, im folgenden Teil wird dieser nur noch als “*Japanese Stewardship Code*” oder schlichtweg als “der Kodex” bezeichnet.

sollte, um das verantwortungsvolle Langzeitwachstum von japanischen Unternehmen herbeizuführen.<sup>314</sup>

Der schließlich im Februar 2014 von einem *Council of Experts* erarbeitete und von der *Financial Services Agency* (FSA) veröffentlichte Kodex hat dementsprechend auch als wesentliches Ziel Investitionen mit einem „*long-term*“ Fokus herbeizuführen und für ein Wachstum japanischer Unternehmen zu sorgen.<sup>315</sup> Darüber hinaus soll diese Art der Investition auch dem langfristigen Erfolg der Klienten und der Begünstigten der institutionellen Investoren dienlich sein.<sup>316</sup>

Im Unterschied zum *UK Stewardship Code*, der auf einen bereits bestehenden *UK Corporate Governance Code* aufbaute, bestand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des *Japan Stewardship Code* im Februar 2014 noch kein *Japan Corporate Governance Code*. Ein solcher *Corporate Governance* Kodex wurde erst deutlich später, Mitte 2015, von einem *FSA Council* erarbeitet und in Zusammenarbeit mit der *Tokyo Stock Exchange* am 1. Juni 2015 veröffentlicht. Insofern ist das Thema *Stewardship* in Japan nicht aus der Diskussion um einen *Corporate Governance* Kodex erwachsen, wie es wohl in England der Fall war,<sup>317</sup> sondern hat sich selbstständig hiervon entwickelt.

Aus diesem Grund ist in der Einleitung zum *Japan Stewardship Code* auch mehrfach die Rede davon, dass ein „*principles-based approach*“, also ein Ansatz, der eben nicht auf einem Gesetz („*rule-based approach*“) beruht, etwas Neues für den japanischen Finanzmarkt und die japanische Wirtschafts- und Rechtswelt darstellt.<sup>318</sup> Entsprechendes gilt auch für den „*comply or explain*“ Standard, der ebenfalls nicht sonderlich bekannt im japanischen Recht ist.<sup>319</sup> Allerdings macht die *FSA* deutlich, dass institutionelle Investoren sich aufgefordert fühlen sollen sich mit diesen beiden Ansätzen zu beschäftigen und auch eine angemessene Erklärung der Missachtung eines Prinzips entsprechend zu würdigen:

“Both institutional investors and clients and beneficiaries are encouraged to familiarize themselves with the approach. In particular, due regard should be paid to the specific situations of the institutional investors who made their

---

<sup>314</sup> *FSA, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code*, 2014, S. 1f.

<sup>315</sup> Ders. S. 2.

<sup>316</sup> Ders.

<sup>317</sup> Dies zeigt ja bereits die Tatsache, dass der *UK Corporate Governance Code* zwischenzeitlich einige der *Stewardship* Prinzipien enthielt und die britische *FRC* den *UK Stewardship Code* ausdrücklich aus dem *UK Corporate Governance Code* herausnehmen wollte; vgl hierzu auch oben: S. 80 ff.

<sup>318</sup> *FSA, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code*, 2014, S. 1f.

<sup>319</sup> Dies.

intention to accept the Code public; it is not appropriate to focus on the letter of the Code and automatically consider that an investor who does not comply with a part of it is not fulfilling its stewardship responsibilities.”<sup>320</sup>

Der *Japan Stewardship Code* ist also bereits aufgrund seiner für Japan unüblichen Herangehensweise an solche rechtlich-wirtschaftlichen Probleme und der Tatsache, dass ein *Corporate Governance Code* erst deutlich später und eben nicht davor entwickelt wurde, etwas Besonderes. Schließlich ist es auch im internationalen Vergleich besonders bedeutsam, dass dieser Kodex einer der wenigen von staatlicher Seite aus initiierten *Stewardship* Kodizes darstellt, die bereits bestehen und Wirkung für den jeweiligen Markt entfalten.

## B. Die Prinzipien des Japan Stewardship Code

Insgesamt sind die Prinzipien des japanischen *Stewardship Code* denen des UK *Stewardship Code* sehr ähnlich. Wie auch beim UK *Stewardship Code* gibt es einen Einleitungssatz, sieben Prinzipien und zu jedem der sieben Prinzipien eine Erklärung („*Guidance*“).

Unterschiede zum UK *Stewardship Code* werden bereits in dem Einleitungssatz deutlich:

Japan Stewardship Code	UK Stewardship Code
“So as to promote sustainable growth of the investee company and enhance the medium- and long-term investment return of clients and beneficiaries,...” <sup>321</sup>	So as to protect and enhance the value that accrues to the ultimate beneficiary, institutional investors should: <sup>322</sup>

Abbildung 16 – Einleitungssatz - Japan / UK Stewardship Code

Wie oben bereits in Hinblick auf den UK *Stewardship Code* dargestellt wurde, ist der Hauptfokus des britischen Kodex auf dem Nutzen für die final Begünstigten, also die „*pensioners, insurance company policyholders and unit trust investors*“.<sup>323</sup>

<sup>320</sup> Dies.

<sup>321</sup> Dies. S. 6.

<sup>322</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012, S. 5.

<sup>323</sup> Vgl. oben, S. 73f.

Der japanische Kodex nennt an dieser Stelle zwar auch diese final Begünstigten, zuvor aber wird das Wachstum der Portfoliogesellschaften, also der Gesellschaften, in die die institutionellen Investoren investieren, als wesentliches Ziel genannt.

Bereits durch die Reihenfolge dieser Aufzählung – erst die Unternehmen, dann die Begünstigten der Investoren – darüber hinaus aber auch in Folge des in der Einleitung des Kodex erklärten und gerade schon beschriebenen wirtschaftlichen Hintergrunds des *Japan Stewardship Code* als ein Mittel zur „Revitalisierung“ der japanischen Wirtschaft, wird deutlich, dass das Unternehmenswachstum als wesentliches Ziel des Kodex angesehen wird. Insofern ist der Fokus des japanischen Kodex viel deutlicher auf einen Nutzen für die gesamte Wirtschaft ausgerichtet.

Die einzelnen Prinzipien ähneln sich ihrem Wortlaut nach wiederum sehr; deutlich wird aber auch hier die eindeutige Ausrichtung des japanischen Kodex auf den Nutzen für die Portfoliogesellschaften. In den Prinzipien 3, 5 und 7 wird ausdrücklich auf das Ziel „*sustainable growth of investee companies*“ hingewiesen. Hierdurch wird viel deutlicher als im britischen Kodex das Ziel des japanischen Kodex in den Vordergrund gerückt:

Japan Stewardship Code	UK Stewardship Code
1. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.	1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
2. Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.	2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.
3. Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.	3. monitor their investee companies.
4. Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems	4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.

through constructive engagement with investee companies.	
	5. be willing to act collectively with other investors where appropriate.
5. Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies.	6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
6. Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.	7. report periodically on their stewardship and voting activities.
7. To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and resources needed to appropriately engage with the companies and make proper judgments in fulfilling their stewardship activities.	

Abbildung 17 – Prinzipien Japan / UK Stewardship Code

Ähnlichkeiten in Hinblick auf den britischen Kodex bestehen zunächst vor allem in den „Rahmenprinzipien“ hier in Prinzip 1 und Prinzip 6 des japanischen Kodex. Genau wie im britischen Kodex stellen diese den Anfang der *Stewardship* Bemühungen eines Investors und das jährliche Ende dieser Bemühungen dar.<sup>324</sup>

Inhaltlich ergibt sich ein Unterschied zum britischen Kodex vor allem zwischen Prinzip 5 des britischen und im Prinzip 7 des japanischen Kodex. Im japa-

---

<sup>324</sup> Vgl. oben, Fn. 180.

nischen Kodex ist ein Prinzip zu der Zusammenarbeit zwischen den institutionellen Investoren hinsichtlich ihrer Ausübung der Stewardship Aufgaben nicht vorgesehen. Dafür sieht der *Japan Stewardship Code* in Prinzip 7 ein neues Prinzip vor, dass auf den Erwerb von Hintergrundwissen für die institutionellen Investoren abzielt.

Dass ein Prinzip, welches auf das Zusammenwirken von mehreren institutionellen Investoren abzielt, nicht vorgesehen ist, bedeutet nicht, dass das die japanische *FSA* grundsätzlich gegen eine Zusammenarbeit wäre. Eine Kooperation zwischen den institutionellen Investoren ist schließlich in den Erklärungen zum nachfolgend beschriebenen Prinzip 7 des *Japan Stewardship Code* erwähnt. So sollen institutionelle Investoren ihre Ansichten mit anderen institutionellen Investoren austauschen, um besser informiert urteilen zu können und sich besser mit Portfoliogesellschaften austauschen zu können.<sup>325</sup>

Hinter dem Entschluss, eine solche Vorschrift nicht aufzunehmen stehen vielmehr die Bedenken, dass zusammenwirkende institutionelle Investoren als „*co-owner*“ bzw. als „*specially related party*“ oder als „*concert party*“ angesehen werden könnten, mit den Folgen von erweiterten Berichtspflichten bis hin zu Übernahmeangeboten.<sup>326</sup> Darüber hinaus wäre eine solche Kooperation auch durch eine in Japan nicht vorgesehene Offenlegungspflicht für *asset manager* hinsichtlich ihrer Anlagen in der Umsetzung durch die einzelnen Investoren erschwert, da der einzelne Investor nicht zwangsläufig wissen kann, wer mit ihm jeweils an einer Gesellschaft beteiligt ist.<sup>327</sup>

Kritisiert wurde diese Herangehensweise allerdings insbesondere durch die *PRI* – Initiative der Vereinten Nationen:<sup>328</sup>

Winch<sup>329</sup> highlights the *PRI*'s position on collaborative engagement, stating that it often achieves “an enhanced and more efficient process to engage and can have more effective results when compared with individual engagement”.<sup>330</sup>

Insgesamt begrüßte die Initiative aber den Kodex.<sup>331</sup>

---

<sup>325</sup> *FSA*, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code, 2014, S. 13.

<sup>326</sup> *FSA*, Mitteilung zur Einführung des Japan Stewardship Code, 2014, S. 5ff.; *Osaki*, Key to success of Japanese Stewardship Code, 2014, S. 3; *Ueda*, How is corporate governance in Japan changing?, 2015, S. 77f.

<sup>327</sup> *Mitsui*, Japan's Stewardship Code: issues facing asset management companies, 2014, S. 3.

<sup>328</sup> Vgl. hierzu unten, S. 127ff.

<sup>329</sup> Winch, Helen war die *Director of Policy and Research* der *PRI* - Initiative.

<sup>330</sup> *PRI*, *PRI* welcomes Japan's Stewardship Code, 2011.

<sup>331</sup> Dies.

Das gerade schon angesprochene Prinzip 7 des japanischen *Stewardship Code* ist „einzigartig“ und im britischen Kodex so nicht enthalten.<sup>332</sup> Hierin wird eine Erwartung an die institutionellen Investoren beschrieben, sich über die Tätigkeiten und das Unternehmensumfeld der eigenen Portfoliogesellschaften zu informieren.

Diesem Prinzip lagen Beschwerden aus der japanischen Wirtschaft hinsichtlich unzureichend informierter „*amateur outsiders*“ zugrunde.<sup>333</sup> Demnach seien Investoren als außerhalb der Verwaltung des Unternehmens stehende Parteien unter Umständen nicht hinreichend über die Unternehmen, das Geschäftsumfeld und Management Strategien informiert.<sup>334</sup> Durch die Schaffung von Strukturen bei institutionellen Investoren, die sich mit der Informationsbeschaffung über Portfoliogesellschaften und deren wirtschaftliches Umfeld beschäftigen, soll eine bessere Kommunikation ermöglicht werden.<sup>335</sup>

Es zeigt sich also eindeutig, dass der japanische Kodex grundsätzlich viele Ähnlichkeiten bis hin zu wörtlichen Übereinstimmungen mit dem britischen Kodex aufweist. Deutlicher Unterschied ist aber vor allem die andere Zielsetzung des japanischen Kodex, der eben auf das Wachstum japanischer Unternehmen und der japanischen Wirtschaft abzielt und nicht in erster Linie auf die Steigerung des Vorteils für die final Begünstigten. Auch sieht der japanische Kodex keine Zusammenarbeit von institutionellen Investoren bei Ausübung ihrer Stewardship Verantwortung vor. Dafür wird im japanischen Kodex in Prinzip 7 ausdrücklich beschrieben, dass institutionelle Investoren Strukturen zu schaffen haben, die es ihnen ermöglichen durch fundiertes Wissen über die eigenen Portfoliogesellschaften Entscheidungen hinsichtlich der Ausübung ihrer Stewardship Verantwortung zu treffen.

### C. Akzeptanz und Zukunft des Japan Stewardship Code

Ähnlich der Untersuchung der Akzeptanz des UK *Stewardship Code* lässt sich die Akzeptanz des japanischen Kodex anhand der absoluten Zahl der Unterzeichner, des relativen Anteils am japanischen Aktienmarkt sowie der Qualität der Erklärungen und Berichte feststellen.

Problematisch erscheint hier allerdings, dass, anders als in Großbritannien, weniger Informationen zu diesen Punkten erhältlich sind. Dies mag zunächst auch

---

<sup>332</sup> Osaki, Key to success of Japanese Stewardship Code, 2014, S. 3.

<sup>333</sup> Ders. und folgende Seite.

<sup>334</sup> Ders.

<sup>335</sup> FSA, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code, 2014, S. 13.

auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass eine Offenlegungspflicht für japanische *asset manager* hinsichtlich ihrer Vermögensallokation – wie oben bereits ange deutet – nicht besteht.<sup>336</sup>

Allerdings gibt die *FSA* vierteljährig eine überarbeitete Liste der Unterzeichner heraus. Im März 2016 waren auf dieser Liste 206 institutionelle Investoren geführt:

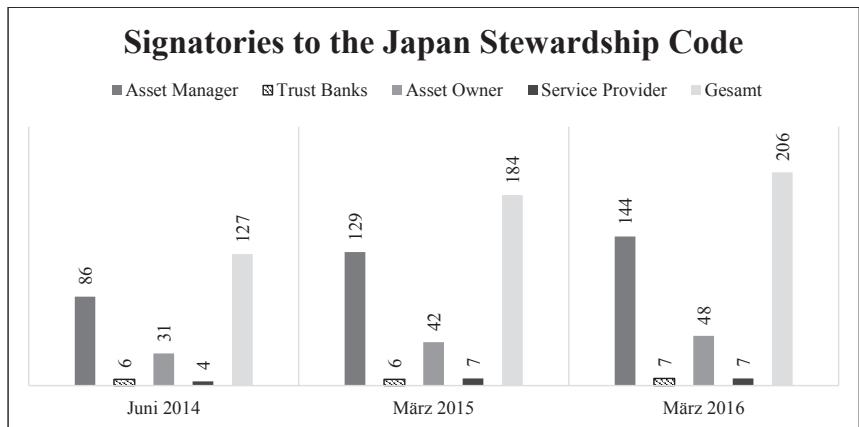


Abbildung 18 – Unterzeichner Japan Stewardship Code<sup>337</sup>

Den weitaus überwiegenden Teil machen hier auch wieder *asset manager* aus. Besonders aufgeführt sind hier sogenannte Trust Banks, die als japanische Besonderheit Banken darstellen, die für ihre Kunden selbst Anlageverwaltung anbieten und sich keines externen *asset manager* bedienen. Insofern werden sie aber wohl auch als *asset manager* zu klassifizieren sein. Die *asset owner* setzen sich aus einer Gruppe von 26 Pensionsfonds und 22 Versicherungsunternehmen zusammen.

Zu den Unterzeichnern auf Seiten der *asset owner* gehört vor allem der japanische *Government Pension Investment Fund*, der allein ungefähr 1,3 Billionen USD verwaltet und den weltweit größten (staatlichen) Pensionsfond darstellt. Nach eige-

<sup>336</sup> Vgl. oben, S. 113.

<sup>337</sup> Die Daten finden sich auf der Homepage der *FSA* wieder: *FSA*, Signatories to the Japan Stewardship Code, Juni 2014, 2014; *FSA*, Signatories to the Japan Stewardship Code, März 2015, 2015; *FSA*, Signatories to the Japan Stewardship Code, März 2016, 2016.

nen Angaben hat dieser Fond ungefähr 23,5 Prozent seiner Anlagen in japanischen Aktien, sodass bereits dieser Fond einen nicht unerheblichen Teil des japanischen Aktienmarktes wiederspiegelt.<sup>338</sup> Eine genaue Darstellung des von den Unterzeichnern verwalteten Kapitals liefert das *FSA* allerdings nicht.

Mit dem gerade genannten *Government Pension Investment Pension Fund* und darüber mit den größten nichtstaatlichen Pensionsfonds wie beispielsweise dem *Sumitomo Mitsui Banking Corporation Pension Fund* und darüber hinaus weiteren ausländischen Pensionsfonds wie *CalPERS*, sind aber viele der größten Pensionsfonds bereits Unterzeichner des Kodex. Bei den Versicherungsunternehmen finden sich ebenfalls die größten Unternehmen wie *Japan Post Insurance Company* und die *Nippon Life Insurance Company* wieder.

Auch bei den *asset manager* finden sich einige international bekannte Vertreter wie beispielsweise *BlackRock* oder *Allianz* wieder. Darüber hinaus haben die größten japanischen Vertreter, wie beispielweise die *Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation* (diese verwaltet ca. 650 Mrd. USD und stellt somit den größten japanischen *asset manager* dar, der weltweit den 32. Platz der größten *asset manager* belegt), die *Sumitomo Mitsui Trust Bank* (verwaltet ca. 600 Mrd. USD, Platz 36) und die *Nomura Trust and Banking Company* (295 Mrd. USD, Platz 59) den Kodex ebenfalls unterzeichnet.<sup>339</sup>

Hierdurch zeigt sich insgesamt, dass viele große institutionelle Investoren, die Teilnehmer am japanischen Aktienmarkt sind, den Kodex unterzeichnet haben. Ob diese eine ähnlich „kritische Masse“ von zwei Dritteln des japanischen Aktienmarkts darstellen, kann nicht festgestellt werden.

Generell kann jedoch wohl gesagt werden, dass der Kodex – vor allem vor dem Hintergrund, dass eine solche „principle-based“- Herangehensweise dem japanischen Rechtskreis bisher nicht bekannt war – von einer genügend großen Anzahl an institutionellen Investoren unterzeichnet wurde, sodass dieser Kodex für den japanischen Rechts- und Wirtschafts- und Finanzraum hinsichtlich der Anzahl und Bedeutung der den Kodex akzeptierenden Unterzeichner ein gelungenes Projekt darstellt.

Allerdings wäre hier auch abschließend wieder die Frage nach der Qualität der Wahrnehmung der Pflichten aus dem *Japan Stewardship Code* und der Qualität der jährlichen Berichte zu stellen, die letztendlich das Produkt des Kodex sein sollen.

Wie oben in Hinblick auf den *UK Stewardship Code* bereits beschrieben, ist das britische *FRC* zwar mit der Anzahl der Unterzeichner zufrieden und beschreibt

---

<sup>338</sup> Vgl.: *Government Pension Investment Fund*, Investment Results for the third Quarter 2015, 2015, S. 3.

<sup>339</sup> *Towers Watson*, The World's 500 Largest Asset Managers - Year End 2014, 2015, S. 14.

diese als „kritische Masse“ zur effektiven Durchsetzung von *Stewardship*, die Qualität der Wahrnehmung der Pflichten aus dem britischen Kodex sei aber unter den einzelnen Investoren sehr verschieden und teilweise nicht ausreichend.<sup>340</sup>

Ein ähnlich deutliches Eingeständnis wie von dem FRC gibt es von der japanischen *FSA* bisher nicht. Allerdings hat es auch in Großbritannien einige Jahre ab der Veröffentlichung des Kodex gedauert, bis dieses Problem explizit vom FRC erwähnt und angegangen wurde. Ob die japanische *FSA* dieses Problem in Zukunft ebenfalls ausdrücklich aufgreift, wird sich also erst noch zeigen müssen. Auch gibt es bereits Stimmen, die, ähnlich der Situation in Großbritannien, die Qualität der Wahrnehmung von Stewardship unter den Unterzeichnern des japanischen Kodex als durchwachsen ansehen und einen großen Teil der durch die institutionellen Investoren veröffentlichten Berichte hinsichtlich ihrer Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung als „*vague*“ („undeutlich/vage“) beschreiben.<sup>341</sup>

Weiterhin hat die *FSA* im November 2016 damit begonnen, den *Japan Stewardship Code* zu überarbeiten und hierzu ein *Council of Experts* gegründet.<sup>342</sup> Den Kern dieses Überarbeitungsprozesses sieht der *Council of Experts* darin, die inhaltliche Reichweite und Akzeptanz des Kodex weiter auszubauen:

“The key challenge now is to deepen reform, moving its focus from Form to Substance.”<sup>343</sup>

Konkret wird anerkannt, dass insbesondere *asset manager* nicht ausreichend deutlich auf mögliche Interessenskonflikte hinweisen und auch teilweise die Veröffentlichung der Stimmrechtswahrnehmung unzureichend ist.<sup>344</sup> Insbesondere *asset owner* sollen *ESG* Aspekte in Zukunft noch deutlicher in den Fokus rücken, wenn sie einen *asset manager* auswählen oder selbst Investitionen tätigen.<sup>345</sup>

Insgesamt kann also gesagt werden, dass die Anzahl und Bedeutung der Unterzeichner des japanischen Kodex auf den ersten Blick auf eine relativ hohe Akzeptanz des japanischen Kodex schließen lässt. Die Qualität der Berichte über die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung scheint aber in Japan ebenso zu

---

<sup>340</sup> Vgl. oben S.100ff.

<sup>341</sup> *Tanaka/Mitsusada*, The new Era of Equity Governance in Japan, 2015.

<sup>342</sup> *FSA*, The Council of Experts on the Stewardship Code, 2017.

<sup>343</sup> *FSA*, Effective Stewardship Activities of Institutional Investors – To Enhance Constructive Dialogue toward Sustainable Corporate Growth - Opinion Statement No. 3, 2016, S. 1.

<sup>344</sup> Ders., S. 3 ff.

<sup>345</sup> Ders. S. 5 Vgl. zu *ESG* Aspekten insbesondere im Rahmen der *UN PRI* noch ausführlicher unten, S. 127 ff.

schwanken wie in Großbritannien. Die Qualität der Berichte institutioneller Investoren, insbesondere hinsichtlich potentieller Interessenskonflikte, scheint auch die *FSA* als ein mögliches Problemfeld identifiziert zu haben. Anders als in Großbritannien scheint die *FSA* diesem Problem aber zunächst nur mit einer Überarbeitung des Kodex begegnen zu wollen und nicht mit weiteführenden Maßnahmen wie der Einstufung der Qualität der Erklärungen institutioneller Investoren.

## D. Zusammenfassung

Der 2013 durch die japanische Regierung angestoßene und 2014 durch die Tokyo Stock Exchange in Zusammenarbeit mit der Financial Services Agency veröffentlichte Kodex „Principles for the Responsible Institutional Investors – Japan’s Stewardship Code – to promote sustainable growth of companies through investment and dialogue“ stellt eine neue Herangehensweise an Corporate Governance Themen in Japan dar. Dies ist insbesondere der Fall, da dieser sogar vor einem Corporate Governance Code veröffentlicht wurde.

Von ursprünglich 127 ist die Zahl der Unterzeichner des Kodex im März 2016 auf 206 nationale und internationale, staatliche und nicht staatliche institutionelle Investoren angewachsen.

Inhaltlich gibt es einige Übereinstimmungen mit dem britischen Kodex, der für diesen Kodex eindeutig als Vorlage gedient hat. Wesentliche Unterschiede zum britischen Kodex sind zunächst die Zielsetzung des japanischen Kodex, der zwar auch den Nutzen für die final Begünstigten im Blick hat, aber vor allem auf das Wachstum der Portfoliogesellschaften abzielt. Ein Prinzip, das auf die Zusammenarbeit unter den institutionellen Investoren abzielt, wurde in den Kodex nicht eingefügt, da eine solche Zusammenarbeit in Japan auf rechtliche Bedenken hinsichtlich unzulässiger Zusammenarbeit unter Aktionären („*acting in concert*“) stößt. Dafür wurde ein Prinzip in den Kodex aufgenommen, das von den Investoren verlangt, sich ausreichend über Portfoliogesellschaften und deren wirtschaftliches Umfeld zu informieren, um so sinnvoll in Kontakt zur Unternehmensführung zu treten.

Die Qualität der einzelnen Berichte über die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung aus dem japanischen Kodex schwankt wohl aber ähnlich wie in Großbritannien, sodass auch in Japan die tatsächliche Wahrnehmung von *Stewardship*, die über die reine anfängliche Akzeptanz des Kodex hinausgeht, insgesamt wohl noch nicht ausreichend ist.

Derzeit wird der Kodex durch einen von der *FSA* eingesetzten *Council of Experts* überarbeitet.

### **§ 3. Stewardship in den Niederlanden**

In den Niederlanden existiert derzeit kein staatlicher Stewardship Kodex. Allerdings finden sich Vorschriften zur Stewardship Verantwortung von institutionellen Investoren im *Dutch Corporate Governance Code* wieder. Daneben wurde vom EUMEDION Corporate Governance Forum ein Kodex entwickelt.

Im Folgenden soll daher zunächst kurz auf die Vorschriften im niederländischen Corporate Governance Kodex eingegangen werden (A.). Anschließend wird der EUMEDION Kodex dargestellt (B.).

#### **A. Stewardship im niederländischen Corporate Governance Kodex**

Von staatlich initiiert Stelle relevant sind in Hinblick auf Stewardship zunächst insbesondere die Vorschriften zu Punkt 4.3. *Dutch Corporate Governance Code* in der überarbeiteten Fassung von 2016 und zu Prinzip IV.4 in der Fassung von 2008.

Der niederländische Kodex wurde ursprünglich 2003 entwickelt und im Jahr 2008 erweitert.<sup>346</sup> Zuletzt wurde der Kodex 2016 überarbeitet, die Berichtspflicht in Hinblick auf diese neue Fassung greift allerdings erst verbindlich ab dem Jahr 2018.<sup>347</sup> Börsennotierte und große Unternehmen müssen bis Ende 2017 also nur Erklärungen nach dem Kodex von 2008 abgeben, jedoch können sie ihre Berichte bereits an den „neuen“ Kodex anpassen.<sup>348</sup>

Im Kodex von 2008 waren bereits zwei Prinzipien unter dem Titel „*Responsibility of shareholders*“ enthalten, die sich mit wesentlichen Grundgedanken von Stewardship beschäftigen. Diese Prinzipien werden jeweils noch um Best Practice Vorschriften ergänzt.

Das erste Prinzip von Ziffer IV.4 beschäftigt sich hierbei mit der Verantwortlichkeit von institutionellen Investoren:

“Responsibility of institutional investors – Institutional investors shall act primarily in the interests of the ultimate beneficiaries or investors and have a responsibility to the ultimate beneficiaries or investors and the companies in which they invest, to decide, in a careful and transparent way, whether they wish to exercise their rights as shareholder of listed companies.”<sup>349</sup>

---

<sup>346</sup> *Commission Corporate Governance*, Dutch Corporate Governance Code.

<sup>347</sup> Dies. vgl. hierzu auch: *Becker/Werder*, AG 2016, 761, 765 f.

<sup>348</sup> Dies.

<sup>349</sup> *Commission Corporate Governance*, Dutch Corporate Governance Code (2008) Prinzip IV.4.

In den ergänzenden Best Practice Vorschriften finden sich zusätzlich noch Vorschriften, die etwas näher auf die Offenlegung der Stimmrechtsabgabe durch institutionelle Investoren eingehen:

“IV.4.1 Institutional investors (pension funds, insurers, investment institutions and asset managers) shall publish annually, in any event on their website, their policy on the exercise of the voting rights for shares they hold in listed companies.

IV.4.2 Institutional investors shall report annually, on their website and/or in their annual report, on how they have implemented their policy on the exercise of the voting rights in the year under review.

IV.4.3 Institutional investors shall report at least once a quarter, on their website, on whether and, if so, how they have voted as shareholders at the general meeting.”<sup>350</sup>

Zusätzlich zu dem zuerst genannten speziellen Prinzip mit Fokus auf institutionelle Investoren findet sich ein zweites Prinzip in IV.4., das sich im Allgemeinen mit der Verantwortlichkeit von Aktionären beschäftigt.

“Responsibility of shareholders – Shareholders shall act in relation to the company, the organs of the company and their fellow shareholders in keeping with the principle of reasonableness and fairness. This includes the willingness to engage in a dialogue with the company and their fellow shareholders.”<sup>351</sup>

Auch dieses Prinzip wird wieder ergänzt durch Best Practice Vorschriften:

“IV.4.4 A shareholder shall exercise the right of putting an item on the agenda only after he consulted the management board about this. If one or more shareholders intend to request that an item be put on the agenda that may result in a change in the company’s strategy, for example through the dismissal of one or more management or supervisory board members, the management board shall be given the opportunity to stipulate a reasonable period in which to respond (the response time). This shall also apply to an intention as referred

---

<sup>350</sup> Dies.

<sup>351</sup> Dies.

to above for judicial leave to call a general meeting pursuant to Article 2:110 of the Netherlands Civil Code. The shareholder shall respect the response time stipulated by the management board within the meaning of best practice provision II.1.9.

IV.4.5 A shareholder shall vote as he sees fit. A shareholder who makes use of the voting advice of a third party is expected to form his own judgment on the voting policy of this adviser and the voting advice provided by him.

IV.4.6 If a shareholder has arranged for an item to be put on the agenda, he shall explain this at the meeting and, if necessary, answer questions about it.”<sup>352</sup>

Insgesamt zeigt sich anhand dieser beiden Prinzipien und den Best Practice Empfehlungen, dass der *Dutch Corporate Governance Code* bereits 2008 bereits viele Grundgedanken von Stewardship enthielt, wie insbesondere die Pflicht zur Offenlegung der Abstimmungspolitik und des Abstimmverhaltens durch institutionelle Investoren.<sup>353</sup>

Auch die weiteren Kontrollmöglichkeiten von Aktionären, wie die Teilnahme an Treffen mit der Geschäftsleitung, werden bereits erwähnt. Hierbei erscheint allerdings insbesondere interessant die *Best Practice* Vorschrift IV.3.1:

“IV.3.1 Meetings with analysts, presentations to analysts, presentations to investors and institutional investors and press conferences shall be announced in advance on the company's website and by means of press releases. Provision shall be made for all shareholders to follow these meetings and presentations in real time, for example by means of webcasting or telephone. After the meetings, the presentations shall be posted on the company's website.”

Diese Vorschrift zeigt, dass sich der Kodex dem Problem der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre annehmen und so Ungleichbehandlungen entgegenwirken möchte.<sup>354</sup> Vom Anwendungsbereich erfasst sind zunächst nur Präsentationen und Treffen mit Investoren oder Analysten. Direkte Einzelgespräche („one to one“)<sup>355</sup> werden nicht erfasst. Trotzdem scheint diese ausdrückliche

---

<sup>352</sup> Dies.

<sup>353</sup> Vgl. Becker/Werder, AG 2016, 761, 765 f.

<sup>354</sup> Vgl. zur Problematik der informationellen Gleichbehandlung unten, S. 290 ff.

<sup>355</sup> Zu dieser Begrifflichkeit: Cromme/Claasen, in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, 613.

Berücksichtigung der informationellen Gleichbehandlung bei Investorenkontakten eine Besonderheit des niederländischen Kodex darzustellen, die sich in dieser Form nicht in anderen Kodizes niederschlägt.

Zwar gilt der Kodex grundsätzlich nur für börsennotierte und „große“ Aktiengesellschaften. Allerdings gelten seit dem 1. Januar 2007 nach Abschnitt 5:86 *Financial Supervisory Act (WFT)* die Prinzipien und Best Practice Vorschriften des Kodex, die sich mit institutionellen Investoren befassen, nach dem „comply or explain“ Mechanismus auch für diese.<sup>356</sup> Insofern hat der Kodex also auch eine Verbindlichkeit über seinen eigentlichen Anwendungsbereich hinaus, sodass auch diese Stewardship Vorschriften von institutionellen Investoren grundsätzlich beachtet werden müssen.

Der niederländische Corporate Governance Kodex wurde in der Fassung von 2016 in seinem äußeren Aufbau etwas geändert. Die römische Nummerierung wurde aufgegeben und die ausdrückliche Bezeichnung von „Best Practice“ findet sich unter den Prinzipien nicht mehr wieder. Allerdings geht der Kodex nach wie vor von einer Unterteilung in Prinzipien und Best Practice Vorschrift aus.<sup>357</sup>

Die Vorschriften zu Stewardship, wie sie im Kodex von 2008 bereits enthalten waren, wurden in den Prinzipien 4.1., 4.2. und 4.3. und den dazu gehörigen Best Practice Vorschriften verschoben und im Wortlaut etwas verändert. Allerdings sollten durch diese systematischen Veränderungen keine wesentlichen inhaltlichen Änderungen herbeigeführt werden, wie die *Commissie Corporate Governance* bereits vor der Veröffentlichung betonte:

“The Committee considers it too early at this point to introduce far-reaching substantive changes to the current Code regarding a company’s relationship with its shareholders, including the general meeting, during this revision. Only when today’s discussions and developments have crystallised further can specific proposals for principles and best practice provisions be made, in the Committee’s opinion. In a future revision, the Committee deems it advisable to explore the possibilities to include shareholder responsibilities in a stewardship code.”<sup>358</sup>

---

<sup>356</sup> Preamble Nr. 13; vgl. hierzu auch: *Groot, Corporate governance as a limited legal concept*, 2009, S. 191.

<sup>357</sup> *Commission Corporate Governance*, Dutch Corporate Governance Code (2016) Preamble, S. 7.

<sup>358</sup> *Commission Corporate Governance*, Corporate Governance Code - Proposal for Revision, 2016 S. 46.

Diese Aussage gründet im Wesentlichen auf der Tatsache, dass der Entwurf der neuen Aktionärsrechterichtlinie<sup>359</sup> zum Zeitpunkt der Erarbeitung der neuen Fassung des niederländischen Kodex noch zwischen den gesetzgebenden Institutionen (Kommission, Parlament und Rat) zirkulierte und eine abschließende Version des Entwurfs noch nicht vorhersehbar war.

Die Pflichten institutioneller Investoren finden sich daher ohne wesentliche inhaltliche Änderungen jetzt in Ziffer 4.3.5. und 4.3.6. wieder. Diese Pflicht besteht im Wesentlichen wieder aus der Veröffentlichung einer „*Voting Policy*“ und der jährlichen Veröffentlichung eines Berichts zum Abstimmungsverhalten im abgelaufenen Berichtsjahr.

Zusammenfassend kann also festgehalten werden, dass der niederländische Corporate Governance Kodex bereits 2008 Vorschriften enthielt, die sich mit der Stimmrechtsabgabe von institutionellen Investoren beschäftigten und Veröffentlichungspflichten vorsahen. Die besondere Berücksichtigung von Aspekten der informationellen Gleichbehandlung sind hervorzuheben. Über die Regelungen im niederländischen Finanzaufsichtsgesetz ist der Anwendungsbereich des Kodex in den die institutionellen Investoren betreffenden Punkten auch auf diese erweitert. Die überarbeitete Version des Kodex von 2016 soll dabei keine wesentlichen inhaltlichen Änderungen in Hinblick auf den Umfang der Aufgaben von institutionellen Investoren vorsehen, da die niederländische Corporate Governance Kommission erst die Entwicklung der neuen Aktionärsrechterichtlinie abwarten will und dann eventuell auch einen eigenständigen Stewardship Kodex schaffen möchte.

## B. Der Eumedion Kodex

Im Zusammenhang mit Stewardship in den Niederlanden wird regelmäßig auch noch der Kodex von *Eumedion* genannt. Im Unterschied zum gerade dargestellten *Dutch Corporate Governance Code* handelt es sich bei diesem Kodex allerdings nicht um einen staatlichen oder quasi-staatlichen Kodex. Dafür befasst sich der Kodex allerdings etwas genauer mit verschiedenen Stewardship Aspekten, als es der niederländische Corporate Governance Kodex tut.

*Eumedion* ist als eine niederländische non-profit Organisation organisiert und firmiert offiziell als „Stichting Eumedion“. Vorrangige Aufgabe der Stiftung ist die Repräsentation von institutionellen Investoren (hierbei vor allem Pensions-

---

<sup>359</sup> Vgl. hierzu unten, S. 178 ff.

fonds und Vermögensverwalter, aber auch Lebensversicherer und Investmentfonds) im Bereich Corporate Governance.<sup>360</sup> Entsprechend handelt es sich bei den Mitgliedern der Stiftung auch um derzeit 70 institutionelle Investoren.<sup>361</sup> Dieser Hintergrund ist bei der Untersuchung und Bewertung der Bedeutung des Kodex zu beachten.

Der Eumedion Kodex mit dem Titel „Best Practices for Engaged Share-Ownership“<sup>362</sup> wurde am 30. Juni 2011 veröffentlicht und gilt entsprechend des gerade Dargestellten auch nur für die Teilnehmer von Eumedion. Der Kodex sieht sich selbst auch nur als Erweiterung zu den zuvor dargestellten Stewardship Aufgaben aus Abschnitt IV.4. *Dutch Corporate Governance Code*, die als ein „Minimumstandard“ für alle institutionellen Investoren beschrieben werden, an.<sup>363</sup> Die Best Practice Prinzipien des Eumedion Kodex gelten entsprechend auch nur zusätzlich zu den Vorschriften des Corporate Governance Kodex. Die Verbindlichkeit der Prinzipien wird daher auch nicht direkt durch niederländisches Recht gesichert, sodass die Umsetzung der Inhalte des Eumedion Kodex weitestgehend von einer gewissenhaften Umsetzung durch die Unterzeichner abhängt.<sup>364</sup>

Inhaltlich sieht sich der Eumedion Kodex selbst als weitestgehend mit anderen Kodizes, wie insbesondere dem britischen Stewardship Kodex, den ICGN Prinzipien und den UN PRI in Übereinstimmung.<sup>365</sup> Dadurch soll erreicht werden, dass insbesondere ausländische institutionelle Investoren den Eumedion Kodex entsprechend der ihnen bekannten Ausgestaltung von Stewardship anwenden können und bei der Wahrnehmung keine Widersprüche zur Pflichtenwahrnehmung nach den anderen Kodizes entstehen.<sup>366</sup>

Der Kodex besteht dann im Wesentlichen aus zehn Prinzipien („best practices“). Diese Prinzipien werden teilweise um Erklärungen („guidance“) ergänzt. Wie auch bei den bereits dargestellten Kodizes sollen die Erklärungen den Inhalt der Prinzipien näher umschreiben und etwas praktikabler machen, ohne jedoch vollständig neue Inhalte hinzufügen.<sup>367</sup>

Ein Prinzip zur Abgabe einer Stewardship Erklärung wird dabei zunächst in den Best Practice Prinzipien nicht genannt. Insofern findet sich eines der beiden

---

<sup>360</sup> Vgl. zu den Unterzeichnern: *Eumedion*, Unterzeichner des Kodex.

<sup>361</sup> Vgl. zu Eumedion insgesamt: *Eumedion*, About Eumedion.

<sup>362</sup> *Eumedion*, Best Practices for Engaged Share-Ownership 30.06.2011.

<sup>363</sup> Ders., Preamble 1.2.

<sup>364</sup> Ders., Preamble 1.3.

<sup>365</sup> Ders., Preamble 1.4.

<sup>366</sup> Ders., Preamble 1.6.

<sup>367</sup> Ders., Preamble 1.3.

zuvor als Rahmenprinzipien bezeichnete Prinzip nicht im Eumedion Kodex wieder. Ein Grund hierfür könnte sein, dass die freiwillige Unterzeichnung des Eumedion Kodex bereits als hinreichender Akt der Publizität angesehen wird, der ein weiteres Bekenntnis des Investors zur künftigen Beachtung nicht notwendig macht. So ist die Unterzeichnung auf der Seite von Eumedion auch öffentlich einzusehen.<sup>368</sup>

Deutlich hervor gehoben wird die Bedeutung des „Monitoring“ von Portfoliogesellschaften direkt in den ersten beiden Prinzipien. Wie auch die Präambel deutlich macht, soll Stewardship Engagement, insbesondere wie es im Rahmen des niederländischen Corporate Governance Kodex beschrieben wird, eben nicht nur auf die Stimmrechtsausübung beschränkt bleiben, sondern auch den direkten Kontakt zwischen Investoren und Gesellschaften umfassen. Hierbei sollen dem Eumedion Kodex nach insbesondere auch ESG Aspekte Berücksichtigung finden.<sup>369</sup>

Besonders erwähnenswert ist aber vor allem Prinzip 3: Hierin werden verschiedene Möglichkeiten aufgezeigt, die institutionelle Investoren ergreifen können, wenn sich das Unternehmen nicht so verhält wie es der Investor erwartet: Der in den Erklärungen genannte Maßnahmenkatalog nennt hierzu dann einfache Maßnahmen, wie den schriftlichen Kontakt zum Management und Treffen mit diesen. Der Maßnahmenkatalog nennt aber auch noch drastischere Maßnahmen wie öffentliche Erklärungen und gegen die Gesellschaft gerichtete gerichtliche Verfahren zur Erlangung von Auskünften, sowie schließlich sogar den Verkauf von Anteilen. Eine solche detaillierte Beschreibung und enumerative Aufzählung der Maßnahmen direkt im Kodex stellt durchaus eine Besonderheit des Eumedion Kodex dar. Auch die Tatsache, dass gerichtliche Verfahren gegen die Gesellschaft als Möglichkeit zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung genannt wird, ist im Vergleich zu allen anderen Kodizes durchaus bemerkenswert.

Die folgenden Prinzipien enthalten dann Maßnahmen wie das kollektive Zusammenwirken mit anderen Investoren (4), zur Entwicklung von Richtlinien zur Vermeidung von Interessenskonflikt (5) und Abgabe und Veröffentlichung von Stimmrechten (6).

In Hinblick auf den letzten Punkt „Stimmrechtsabgabe“ stellt das anschließende Prinzip 7 eine weitere Besonderheit des Eumedion Kodex dar: Die Teilnehmer des Eumedion Kodex sollen „informiert Stimmrechte wahrnehmen“.

---

<sup>368</sup> Eumedion, Unterzeichner des Kodex.

<sup>369</sup> vgl. Eumedion, Best Practices for Engaged Share-Ownership 30.06.2011 Prinzip 1 und Guidance.

“An ‘informed’ vote means that the voting right is exercised in accordance with the participant’s own voting policy and, in the event that the participant makes use of voting advice from third parties, that it forms its own opinion on the voting recommendations made by this adviser.”<sup>370</sup>

Insofern legt der Eumedion Kodex also besonderen Wert darauf, dass sich die institutionellen Investoren selbst eine eigene Meinung bilden und stellt diese Erwartung vergleichsweise deutlich anhand eines eigenen Prinzips heraus. Insbesondere umfasst dies auch eine Begründungspflicht für eine von den Empfehlungen des Managements abweichende Stimmrechtsabgabe.

Prinzip 9 nennt ausdrücklich *ESG* Aspekte, die von den institutionellen Investoren berücksichtigt werden sollen. Insofern wird auch die Anlehnung an die nachfolgend dargestellten *UN PRI* deutlich.<sup>371</sup>

Auch die Praxis, sich Aktien nur zur Steigerung der eigenen Stimmwelt zu leihen, soll schließlich nach Prinzip 10 beschränkt werden. Hierdurch sollen Hebelwirkungen, wie sie von Hedgefonds in dieser Art praktiziert wurden, beschränkt werden.<sup>372</sup>

Insgesamt erscheint der Eumedion Kodex also schon aufgrund der Vielzahl an Prinzipien im Vergleich zu anderen Kodizes, die sich mit Stewardship beschäftigen, vergleichsweise detailliert. Bei genauerer Betrachtung trifft diese Behauptung allerdings wohl nur auf einige bestimmte Punkte, wie das Repertoire an Maßnahmen, die ein Investor bei Ausübung der Kontrolle ergreifen kann, und auf die Hervorhebung der „informierten“ Stimmrechtsabgabe zu. Ganz grundlegende Probleme, die auch von den anderen Stewardship Kodizes nicht geklärt werden, klärt auch der Eumedion Kodex nicht: So wird insbesondere nicht auf die kapitalmarktrechtlichen Probleme des Insiderhandels und des „*acting in concert*“ im Detail eingegangen.<sup>373</sup>

## C. Zusammenfassung

Einige Stewardship Inhalte sind in den Niederlanden bereits seit 2008 und seit den Änderungen des niederländischen Corporate Governance Kodex in Ziffer

---

<sup>370</sup> Ders., Fn. 1.

<sup>371</sup> Vgl. oben, S. 127 ff.

<sup>372</sup> Vgl. zu diesen teilweise kritisch anzusehenden Praktiken insbesondere von Hedgefonds oben, S. 68 ff.

<sup>373</sup> Der Kodex erwähnt diese Probleme nur ganz am Rande in der Preamble 1.7.

IV.4 ein Thema; jedenfalls seit 2011 und seit der Einführung des Eumedion Kodex scheint das Thema für institutionelle Investoren durchaus an Bedeutung gewonnen zu haben.

Institutionelle Investoren haben dabei zunächst dem Finanzaufsichtsgesetz nach die Pflicht, ihre Übereinstimmung mit den Vorschriften IV.4 des Corporate Governance Kodex zu erklären. Dieser Kodex enthält im wesentlichen Vorschriften zur Stimmrechtsabgabe.

Der Eumedion Kodex ist von institutionellen Investoren entwickelt worden und wird auf freiwilliger Basis von derzeit 70 Investoren anerkannt. Dieser Kodex sieht sich als Erweiterung zum niederländischen Corporate Governance Kodex und enthält auch tatsächlich einige interessante Erweiterungen.

Insgesamt lassen allerdings beide Kodizes wieder einige wesentliche rechtliche Fragen, die in Zusammenhang mit allen Kodizes auftauchen fast vollkommen unberührt.

#### **§ 4. (United Nations) Principles for Responsible Investment**

Zeitlich noch vor den gerade aufgeführten Kodizes aus Großbritannien und Japan angesiedelt sind die „*United Nations Principles for Responsible Investment*“ oder kurz „*UN PRI*“ aus dem Jahr 2006.<sup>374</sup> Zwar haben diese Prinzipien auch ihren Teil zur Schaffung der beiden Kodizes beigetragen. Letztendlich unterscheiden sich diese Kodizes aber doch teilweise deutlich von den *Principles for Responsible Investment*.

Im Folgenden soll zunächst eine kurze Darstellung der Entstehung der *PRI* erfolgen (A.). Wie bei der Darstellung des britischen und des japanischen Kodex soll anschließend eine Darstellung der Inhalte der *UN PRI* erfolgen (B.). Anschließend soll auf die Akzeptanz der *UN PRI* eingegangen (C.) und abschließend eine Zusammenfassung gegeben werden (D.).

##### **A. Entstehung der Principles for Responsible Investment**

Unterschiedlich in Hinblick auf die bisher dargestellten Kodizes ist bereits die Organisation, die diese Prinzipien geschaffen hat: So sind hier nicht direkt staatliche Institutionen diejenigen, die diese Prinzipien geschaffen haben, sondern die institutionellen Investoren selbst. Zusammengeschlossen haben sich 20 institutionellen Investoren als *PRI Association* bereits 2005 auf Einladung des damaligen *UN Secretary-General Kofi Annan*.<sup>375</sup>

Die Vereinten Nationen unterstützen das Projekt durch die *United Nations Environment Program Finance Initiative* („*UNEP FI*“) und durch *United Nations Global*

---

<sup>374</sup> *PRI, Principles for Responsible Investment*, S. 4.

<sup>375</sup> *PRI, History of the PRI*.

*Compact („UNGC“) ausdrücklich.<sup>376</sup>* Aufgrund dieser engen Anlehnung an die Vereinten Nationen werden die Prinzipien oftmals auch einfach als *UN Principles for Responsible Investment* oder als *UN-supported Principles for Responsible Investment* bezeichnet.

Den Prinzipien vorangegangen war zunächst ein durch *UNEP FI* und die institutionellen Investoren in Auftrag gegebener Bericht, der durch die Kanzlei *Freshfields Bruckhaus Deringer* verfasst wurde („*Freshfields Report*“) und die Frage ergründen sollte, ob *environmental, social and corporate governance* („*ESG*“) Gesichtspunkte in die Managemententscheidungen von primär Pensionsfonds und sekundär Lebensversicherern und Investmentfonds einfließen können, dürfen und sollten.<sup>377</sup>

Die Untersuchung des *Freshfields Reports* befasste sich dementsprechend mit Regeln in *Common Law* Staaten, wie den USA, Kanada, Großbritannien und Australien und *Civil Law* Staaten, wie Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Japan und versuchte festzustellen wie das Investitionsverhalten von institutionellen Investoren in diesen Rechtskreisen beeinflusst wird und möglicherweise werden kann.

Wesentliche Erkenntnis dieses Berichts ist zunächst, dass Entscheidungsfindung insbesondere bei Investmententscheidungen immer einen Ermessensspielraum zulässt, der nicht immer optimale Entscheidungen zur Folge hat.<sup>378</sup> Da optimale Entscheidungen aber regelmäßig nur *ex post* Betrachtet festgestellt werden können beschäftigen sich beide Rechtskreise, *common law* und *civil law*, mit der bestmöglichen Entscheidungsfindung und weniger mit der Bewertung der Entscheidungen. Entsprechendes spiegelt sich dann auch in den von diesen getroffenen Regelungen wieder:

Im *common law* sind laut des Berichts *fiduciary duties* („treuhänderische Pflichten“) wesentliche Quelle der Begrenzung von Ermessensspielräumen bei Investmententscheidungen.<sup>379</sup> Solche Pflichten werden dabei wie folgt definiert:

---

<sup>376</sup> PRI, UN Partners.

<sup>377</sup> *Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, 2005, S. 6.

<sup>378</sup> Ders. S. 7.

<sup>379</sup> Ders. S. 8.

“Broadly, fiduciary duties are duties imposed upon a person who exercises some discretionary power in the interests of another person in circumstances that give rise to a relationship of trust and confidence. [...]”

As well as governing the purposes for which investment powers may be exercised, fiduciary duties also impose important requirements on decision-makers regarding the process that they must follow in reaching their decisions.”<sup>380</sup>

In den USA beispielweise nimmt die *modern prudent investor rule*, die sich durch Elemente der *duty of care* und *duty of loyalty* auszeichnet, die Stellung der für Investmententscheidungen gültige *fiduciary duty* ein.<sup>381</sup> Nach dieser haben Investoren ein Portfolio zu erstellen, das diversifiziert auf gestreutes Risiko und auf eine rationale und angemessene Investmentstrategie in Hinblick auf die wirtschaftlichen Umstände des einzelnen Investors und die Interessen seiner Anleger setzt und eben nicht nur auf reine Profitmaximierung abzielt.<sup>382</sup>

Die Folgerung, die der Bericht hieraus zieht, ist, dass *ESG* Aspekte grundsätzlich zu der *fiduciary duty* der *modern prudent investors rule* hinzugezählt werden können, solange die final Begünstigten hierdurch nicht aus dem Fokus geraten:

“In short, there appears to be no bar to integrating ESG considerations into the day-to-day process of fund management, provided the focus is always on the beneficiaries/purposes of the fund and not on unrelated objectives.”<sup>383</sup>

In Hinblick auf den Rechtskreis der *civil law* Staaten sieht der Bericht eine gewisse Ähnlichkeit. Zwar seien *fiduciary duties* als solche im kodifizierten Recht grundsätzlich nicht vorgesehen.<sup>384</sup> Bereits bestehende rechtliche Regelungen in den verschiedenen Staaten geben den Investoren aber ähnliche Pflichten auf.<sup>385</sup>

Für Frankreich beispielsweise verweist der Bericht auf Artikel L. 214-39 des französischen Geld- und Finanzgesetzes, der ausdrücklich auf *ESG* Aspekte bei der Verwaltung von Investmentfonds eingeht.<sup>386</sup>

---

<sup>380</sup> Ders. S. 8, S. 10, S. 19.

<sup>381</sup> Ders. S. 8.

<sup>382</sup> Ders.

<sup>383</sup> Ders.

<sup>384</sup> Ders. S. 10.

<sup>385</sup> Ders.; zu beachten ist hier allerdings, dass der Rechtsstand von 2005 beschrieben wird. Die Vorschriften haben sich teilweise geändert.

<sup>386</sup> Ders., S. 59.

Im deutschen Recht sehen dem Bericht nach die Vorschriften des VAG für Pensionsfonds und für Versicherungsunternehmen Vorschriften vor, die auf *ESG* Aspekte eingehen. Solange diese Investoren sich primär auf den wirtschaftlichen Vorteil für die Begünstigten konzentrieren, ist es ihnen möglich, auch *ESG* Aspekte aufzugreifen. Unter Umständen müssen sie dann aber die Begünstigten hierüber informieren.<sup>387</sup>

In Spanien und Italien seien dem Bericht nach zum damaligen Zeitpunkt keine ausdrücklichen Regelungen über *ESG* Aspekte getroffen worden. Hieraus wird der Schluss gezogen, dass diese grundsätzlich erlaubt sein könnten.<sup>388</sup>

Auf Grundlage dieses Berichts, der also insgesamt eine Einführung von *ESG* Aspekten in die Investmentstrategien institutioneller Investoren als unproblematisch darstellt, wurden schließlich die nachfolgend beschriebenen Prinzipien herausgegeben.

## B. Die sechs Prinzipien

Die *UN PRI* bestehen inhaltlich aus sechs Prinzipien. Der Fokus der Prinzipien liegt auf den ersten Blick dabei weniger auf den Interessen der final Begünstigten (wie in Großbritannien) und auch weniger auf den Interessen der Portfoliogesellschaften der Investoren (wie in Japan), sondern allgemein auf *environmental, social and corporate governance* Aspekten;<sup>389</sup>

Dieser etwas andere inhaltliche Fokus wurde bereits auch in dem *Freshfields* Bericht thematisiert. Wie oben bereits angedeutet sahen die nationalen Gesetze in einigen Ländern, unter anderem den USA und Deutschland, vor, dass der Fokus der institutionellen Investoren immer erst auf dem wirtschaftlichen Erfolg der Begünstigten liegt. *ESG* Aspekte konnten demnach nur zweitrangig eine Rolle spielen und nur, wenn sie nicht im Widerspruch zum wirtschaftlichen Erfolg stehen.<sup>390</sup>

---

<sup>387</sup> Ders., S. 63ff.

<sup>388</sup> Ders. S. 81.

<sup>389</sup> *PRI, Principles for Responsible Investment*, S. 4.

<sup>390</sup> Vgl. das soeben zum rechtlichen Rahmen in Deutschland Gesagte; vgl. auch: *Melis, The Institutional Investor Stewardship Myth*, 2014, S. 13.

1. We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
2. We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
3. We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
4. We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
5. We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
6. We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

Abbildung 19 – Principles for Responsible Investment

Quelle: <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>

Ähnlich der Kodizes aus Japan und Großbritannien haben die *UN PRI* in Prinzip 1 und Prinzip 6 zunächst zwei „Rahmenprinzipien“.<sup>391</sup> Wie die Erklärungen zum ersten Prinzip deutlich machen, wird zunächst erwartet, *ESG* Aspekte in auf die Zukunft gerichteten *Policy Statements* anzusprechen.<sup>392</sup>

Periodische Berichte, wie in Prinzip 6 beschrieben, bilden den auf die Vergangenheit und auf die Einhaltung des genannten *Statements* nach Prinzip 1 bezogenen zweiten Rahmenteil. Auch der Mechanismus, nach dem diese periodischen Berichte abgegeben werden sollen, ist den beiden Kodizes sehr ähnlich: Nach dem Grundsatz „*comply or explain*“ sollen die Unterzeichner den Prinzipien folgen oder erklären, warum sie diesen nicht gefolgt sind.

Im Zusammenhang mit Prinzip 1 ist auch Prinzip 2 zu sehen, das eine weitere Erklärung enthält: Dieses verlangt von den Investoren zunächst, aktive Eigentümer zu sein und darüber hinaus auch zu veröffentlichen, wie das Verhalten als Eigentümer insbesondere in Hinblick auf *ESG* Aspekte wahrgenommen wird.

Insofern spricht das Prinzip 2 durch die Verpflichtung zum aktiven Eigentümerverhalten viele Aspekte an, die auch im Rahmen der *Stewardship* Kodizes aus Großbritannien und Japan in den einzelnen Prinzipien genannt werden. Die Er-

---

<sup>391</sup> Vgl. oben Fn. 180 und S. 75 und S. 110ff.

<sup>392</sup> *PRI, Principles for Responsible Investment*, S.6.

klärungen zu diesem zweiten Prinzip machen deutlich, dass insbesondere die Ausübung von Stimmrechten, die direkte Kontaktaufnahme mit dem Unternehmen und die Zusammenarbeit mit anderen Investoren beim Unternehmenskontakt durch dieses Prinzip 2 gewollt sind.

Die Tatsache, dass sich diese Anforderungen aber in den Erklärungen zu Prinzip 2 „verbergen“, macht den etwas anderen Fokus der *UN PRI* im Vergleich zu den bereits dargestellten *Stewardship* Kodizes deutlich. Wohingegen der japanische und der britische *Stewardship Code* die Stimmrechtsausübung, das direkte „*engagement*“ und das kollektive Zusammenarbeiten mit anderen Investoren bei Kontakt mit den Portfoliogesellschaften<sup>393</sup> direkt in einzelnen Prinzipien nennen und somit bereits auf den ersten Blick in den Fokus rücken, verstecken sich diese Erwartungen in den *UN PRI* eben „nur“ hinter dem Wort „*active owner*“.

Diesen Unterschied erkennt auch die *PRI Association* an. In dem unten noch näher thematisierten Bericht „*Fiduciary Duty in the 21st Century*“<sup>394</sup> wird aufgeführt, dass viele Kommentatoren festgestellt haben, dass die *Stewardship* Kodizes hauptsächlich auf *Governance Issues* (also Kontrolle von Gesellschaften, Stimmrechtsabgaben und Offenlegung der Stimmrechtsabgabe) fokussiert sein.<sup>395</sup>

“A number of interviewees, however, cautioned that these codes tend to be disproportionately focused on governance issues.”<sup>396</sup>

*Environmental, Social and Corporate Governance* Aspekte finden in diesen Kodizes also vor allem in Hinblick auf den letzten Teil “Governance” ihren Anklang. Die beiden erstgenannten Aspekte „*Environmental, Social*“ finden allenfalls untergeordnet Anklang:

Prinzip 3 ist in keinem der bereits dargestellten *Stewardship* Kodizes enthalten. Dies macht vor allem in Hinblick auf den Fokus der *UN PRI* Sinn: Da es bei den *UN PRI* eben um die Förderung der Bedeutung ganz bestimmter Aspekte des Unternehmensmanagements (wie Sozial- und Umweltthemen) geht, wollen die *UN PRI* erreichen, dass diese Themen in der kompletten *Investment Chain* beachtet werden.

---

<sup>393</sup> Wie bereits gezeigt wurde ein solches Prinzip nur in den britischen Kodex ausdrücklich und in den japanischen Kodex aufgrund rechtlicher Bedenken zunächst nicht aufgenommen. Vgl. zum kollektiven Zusammenwirken auch das unten zu Prinzip 5 Geschriebene.

<sup>394</sup> *PRI, Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015.

<sup>395</sup> Ders. S. 15.

<sup>396</sup> Ders.

Es geht hier also weniger darum die generelle Passivität der institutionellen Investoren und damit verbundene Wertverluste für final Begünstigte oder Nachteile für die Portfoliogesellschaften zu beseitigen. Durch das Prinzip 3 sollen die institutionellen Investoren vielmehr dafür sorgen, dass die *ESG* Aspekte bei den Unternehmen, in die sie investiert haben, besonders berücksichtigt werden.

Ähnlich sieht dies auch bei Prinzip 4 aus: Ist Prinzip 3 auf die Unternehmen gerichtet, in die die institutionellen Investoren investieren, richtet sich Prinzip 4 auf die Dienstleister und Partner, mit denen die institutionellen Investoren in Beziehung stehen. Hierdurch werden also grundsätzlich alle sonstigen Teilnehmer der *Investment Chain* in die Bemühungen der Investoren, *ESG* Aspekte zu etablieren, einbezogen.

Prinzip 5 sieht die institutionellen Investoren untereinander in der Pflicht, sich über *ESG* Aspekte und die Prinzipien auszutauschen und die Etablierung der *UN PRI* zu fördern.

Im Unterschied zu der Zusammenarbeit, die in den Erklärungen zu Prinzip 2 bereits angesprochen wurden, meint dieses Prinzip 5 weniger die Zusammenarbeit hinsichtlich des *engagements* im Investor–Portfoliounternehmen–Verhältnis, sondern vielmehr die Zusammenarbeit der institutionellen Investoren untereinander in Hinblick auf die Etablierung der *UN PRI* in der *Investment Chain*. Insofern liegt auch kein Widerspruch zu der bei Prinzip 2 dargestellten These (dass sich *Stewardship* Aspekte, wie sie dem britischen Kodex und dem japanischen Kodex nach verstanden werden, in den *UN PRI* lediglich in Prinzip 2 und „nur“ hinter dem Begriff „*active owner*“ verstecken) vor.

Insgesamt zeigen sich aber nicht nur inhaltliche Unterschiede: Auch die Sprache, der sich die *UN PRI* bedienen, steht in deutlichem Unterschied zu den bereits genannten Kodizes. Die *UN PRI* beginnen jedes einzelne Prinzip in der ersten Person des Plural mit „*we will*“. Der japanische und britische Kodex bedienen sich Ausdrücken der dritten Person des Plural wie „*Investors should*“.

Dieser Unterschied beruht zunächst auf dem Hintergrund der Prinzipien, die auf eine Selbstverpflichtungsinitiative der institutionellen Investoren zurück geht. Ob sich aus diesem sprachlichen Unterschied auch auf eine inhaltlich unterschiedliche Bedeutung oder einen unterschiedlichen Verpflichtungsgrad schließen lässt, kann dagegen nicht festgestellt werden:

Zwar klingt die Sprache der *UN PRI* mehr wie ein Bekenntnis und weniger wie eine echte Verpflichtung. Auch der Einführungssatz in die Prinzipien, der von „*freiwillig und erstrebenswert*“ spricht, würde diese Interpretation unterstreichen:

“The Principles are voluntary and aspirational. They offer a menu of possible actions for incorporating ESG issues.”<sup>397</sup>

Allerdings gilt für die Unterzeichner der Prinzipien, wie oben bereits beschrieben, der „*Comply or Explain*“ Grundsatz. Hinsichtlich der Verbindlichkeit ergeben sich somit zunächst keine anderen Anforderungen als beim britischen und beim japanischen Kodex, die ebenfalls auf diesen Grundsatz zurückgreifen.

Als „Druckmittel“ diesen Grundsatz auch zu befolgen, wird jedem Unterzeichner jährlich ein „*Transparency Report*“ ausgestellt.<sup>398</sup> Diesen *Report* können sich *stakeholder* herunterladen, sodass hier sekundär und indirekt Sanktionen durch die *stakeholder* erfolgen können, wenn sie mit dem Inhalt des Berichts und somit dem Verhalten des einzelnen Investors in der letzten Berichtsperiode nicht zufrieden sind. Mehr als 100.000 *Downloads* dieser *Transparency Reports* für das Berichtsjahr 2013/2014 zeigen, dass diese *Reports* bereits eine gewisse Beachtung in der Finanzwelt gefunden haben.<sup>399</sup>

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die *UN PRI* sich teilweise deutlich von den dargestellten Kodizes aus Japan und Großbritannien unterscheiden.

Dieser Unterschied beginnt bereits bei der sprachlichen Darstellung der Prinzipien. Ein Unterschied besteht darüber hinaus auch hinsichtlich des Regelungsinhalts der Prinzipien. So sind diese vielmehr darauf ausgerichtet, die Prinzipien an sich und *ESG* Aspekte in der Finanzwelt und in der *Investment Chain* zu etablieren. *Stewardship* Aspekte werden zwar auch angesprochen. Allerdings stehen diese weniger deutlich im Vordergrund als beim *UK Stewardship Code* oder dem *Japan Stewardship Code* und verstecken sich in den *UN PRI* wohl vor allem hinter der Bezeichnung „*active owner*“ in Prinzip 2.

Ähnlichkeit besteht vor allem in Hinblick auf die rechtliche Verankerung und Verbindlichkeit: Grundsätzlich sollen die institutionellen Investoren sich selbst verpflichten und nach dem „*Comply or Explain*“ Grundsatz jährlich berichten.

Kritisch könnte man schließlich auch sehen, dass die Prinzipien inhaltlich insgesamt wenig regeln.<sup>400</sup> So stellen sich die Prinzipien insgesamt mehr als Prinzipien zur (Selbst-)Vermarktung der Prinzipien dar. Abgesehen von den Berichtspflichten in Prinzip 1 und 6 gehen nur Prinzip 2 und 3 auf Maßnahmen ein, die sich direkt mit dem Geschäft der institutionellen Investoren beschäftigen. Prinzip 4 und 5, teilweise auch Prinzip 3, sollen – einfach gesagt – nur dafür sorgen, dass die Prinzipien bekannt und anerkannt werden.

---

<sup>397</sup> *PRI, Principles for Responsible Investment*, S. 6.

<sup>398</sup> Ders., S. 7.

<sup>399</sup> Ders.

<sup>400</sup> Vgl. das zu Prinzip 2 Geschriebene.

Es wird hierbei allerdings in keinem Prinzip besonders deutlich, was unter *environmental, social and corporate governance* eigentlich zu verstehen ist und welche Bedeutung diese Aspekte bei Investitionen und in der Weltwirtschaft haben sollen. Eine solche ausdrückliche Definition und Bewertung der einzelnen Aspekte ist unter Umständen bewusst außen vor gelassen worden, um so regionalen Unterschieden bei der Bedeutung Rechnung zu tragen.

Um deutlich zu machen, was *ESG* Aspekte sind und wie genau diese berücksichtigt und bewertet werden sollen, bedürfen die Prinzipien aber wohl einer etwas deutlicheren Ausgestaltung.

### C. Akzeptanz, Wirkung und Zukunft der UN PRI

Die Akzeptanz des Kodex lässt sich zunächst vor allem wieder anhand der Anzahl der Unterzeichner und deren Bedeutung in der Finanzwelt feststellen. Auch die Qualität der Berichte durch die institutionellen Investoren gibt einen Hinweis auf die Akzeptanz und den Einfluss der Prinzipien.

Im Folgenden soll zunächst die Zahl der Unterzeichner und deren weltweite Bedeutung beleuchtet werden (*I.*). Im Anschluss soll explizit auf die Gruppe der *Asset Owner* eingegangen werden, die bisher nur vereinzelt die Prinzipien unterzeichnet haben und die vermehrt zur Unterzeichnung motiviert werden sollen (*II.*). Abschließend soll auf die Qualität der Berichte der Investoren eingegangen werden (*III.*).

#### I. Die Unterzeichner der Prinzipien

Im Juli 2015 wurden die *UN PRI* von mehr als 1400 institutionellen Investoren unterzeichnet, die zusammen Vermögen in Höhe von ca. 59 Billionen USD verwalteten.<sup>401</sup> Im April 2016 haben 1503 institutionelle Investoren die Prinzipien unterzeichnet:<sup>402</sup> Hiervon waren 307 *asset owner*, 994 *investment manager* und 202 *service provider*.

Relativ gesehen kamen *asset manager* zum Zeitpunkt Juli 2015 auf einen geschätzten Anteil von 63 Prozent (46,3 Billionen USD von 74 Billionen USD) des weltweit durch *asset manager* verwalteten Kapitals, *asset owner*, die die Prinzipien unterzeichnet haben, kamen dagegen nur auf einen Anteil von 19 Prozent (12,4 Billionen USD von 64,6 Billionen USD) des weltweiten Anlagekapitals.<sup>403</sup>

Die Anteile der einzelnen *asset owner* Gruppen zeigen darüber hinaus eine weitere interessante Auffälligkeit:

<sup>401</sup> *PRI*, Annual Report 2015, 2015, S. 2.

<sup>402</sup> <https://www.unpri.org/directory/>, zuletzt geprüft: (24.04.2016); auf dieser Seite werden die jeweils aktuellen Zahlen für einen gesamten und aktuellen Überblick über die Unterzeichner. Ende April 2016 waren hier global 10.

<sup>403</sup> *PRI*, Report on Progress 2015, S. 9.

Nur 15 Prozent des weltweiten „Marktes“ der Pensionsfonds hat die *UN PRI* unterzeichnet, absolut sind das nur 5 Billionen USD des mit 33,9 Billionen USD größten Teilmarktes der institutionellen Investoren. Mit 23 Prozent (5,4 Billionen von 24,1 Billionen USD) liegen der Marktanteil der Unterzeichner der Versicherer und mit 36 Prozent (1,9 Billionen von 5,2 Billionen USD) der Marktanteil der Unterzeichner der Staatsfonds eindeutig höher.<sup>404</sup>

Die Zahlen zeigen also zunächst, dass sich die Akzeptanz der Prinzipien, gemessen an der Zahl der Unterzeichner und deren weltweiter Bedeutung, durchwachsen darstellt. Eine ähnlich „kritische Masse“<sup>405</sup> an institutionellen Investoren zur effektiven Einführung von *ESG* Aspekten kann hier also wohl nur ansatzweise und vor allem nur bei den *asset manager* festzustellen sein.

## II. Die Problemgruppe „Asset Owner“

Die *PRI Association* erkennt dieses Problem in Hinblick auf die *asset owner* auch ausdrücklich an und plant die Etablierung der *UN PRI* unter dieser Gruppe der institutionellen Investoren voranzutreiben:

Just 19% of global assets are held by PRI asset owner signatories, and of this, 75% is held by Europeans. Although good practice is by no means limited to Europe, this suggests that a small core of very engaged European asset owners are driving responsible investment globally.

The PRI's 2015 – 18 strategy focuses on how to enhance impact by engaging a wider range of asset owners, with particular reference to North America and Asia, translating responsible investment into a local context, taking into account different regulatory frameworks and ethical codes and norms<sup>406</sup>.

Ursache für dieses Problem der niedrigen Akzeptanz der *UN PRI* unter den *asset owner* sind insbesondere rechtliche Bedenken der *asset owner* in Hinblick auf die Vereinbarkeit der Pflichten mit national bestehenden Pflichten:

Wie oben bereits angedeutet, hat die *PRI Association* durch den *Freshfields Report* bereits bei Erarbeitung der *UN PRI* im Jahr 2005 versucht nationale Regelungen

---

<sup>404</sup> Ders. S. 10.

<sup>405</sup> Vgl. hierzu oben, den Wortlaut des *FRC* in Groß Britanniens, S. 100ff.

<sup>406</sup> *PRI*, Report on Progress 2015, S. 11.

in verschiedenen Staaten zu untersuchen, und ihre Vereinbarkeit mit den geplanten Prinzipien geprüft.<sup>407</sup> Das Ergebnis sollte zeigen, dass sich nationale Regelungen zur Verwaltung von Vermögen und die *UN PRI* sich grundsätzlich nicht entgegenstehen.

Allerdings stellen bereits im *Freshfields Report* themisierte Regelungen auch heute noch die Grundlage für Bedenken der institutionellen Investoren dar, die die *UN PRI* nicht unterschrieben haben.

Insbesondere die bereits themisierten *Fiduciary Duties*, stellen für viele (nordamerikanische) Investoren ein Hindernis bei der Implementierung von *ESG* Aspekten in ihre Anlageentscheidungen dar:

„Many asset owners, particularly in North America, cite fiduciary duty as a barrier to ESG integration.“<sup>408</sup>

Problematisch ist hier insbesondere, dass die *Fiduciary Duties* dahingehend interpretiert wurden, dass primär der finanzielle Erfolg der Anleger durch die Investoren zu berücksichtigen sei und ein Wertverlust, der mit der Beachtung von *ESG* Aspekten einhergehen würde, einen Widerspruch hierzu darstellen würde.<sup>409</sup>

Darüber hinaus sind auch bei vielen Investoren die personellen Ressourcen und ein hinreichendes Verständnis für *ESG* Aspekte nicht vorhanden, sodass auch dies als Hindernis zur Implementierung angesehen wird.<sup>410</sup>

Durch den von der *PRI Association* im September 2015 veröffentlichten Bericht „*Fiduciary Duty in the 21st Century*“ soll eben genau diesen Bedenken entgegengetreten werden:

Nach dem Bericht stehen *ESG* Aspekte und *Fiduciary Duty* nicht in einem Spannungsverhältnis, vielmehr sei eine Nichtbeachtung von *ESG* Aspekten ein Versagen bei der Beachtung von *Fiduciary Duty*.<sup>411</sup> Investoren sollen deshalb bei einer auf längere Zeit ausgerichteten Anlagestrategie *ESG* Aspekte berücksichtigen, da sich diese unter Umständen stark auf den finanziellen Vorteil für die eigenen Anleger auswirken kann.

Insbesondere können Umweltaspekte auch als systematisches Risiko für institutionelle Investoren, ähnlich der Kreditblase, die die letzte Finanzmarktkrise

---

<sup>407</sup> Vgl. oben, S. 127ff.

<sup>408</sup> *PRI, Report on Progress 2015*, S. 11.

<sup>409</sup> *PRI, Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, S. 16; Vgl. auch wieder oben, S. 127ff.;

<sup>410</sup> Ders.

<sup>411</sup> *PRI, Report on Progress 2015*, S. 11.

herbeigeführt hat, angesehen werden. So kann der Wandel der politischen und gesellschaftlichen Ansichten bezüglich des Klimawandels erhebliche Auswirkungen auf die Bewertung der Portfolios der institutionellen Investoren haben, sodass hier auch aus der finanziellen Verpflichtung der Investoren ihren Anlegern gegenüber eine Berücksichtigung von *ESG* Aspekten gerechtfertigt ist.<sup>412</sup>

Auch bei einer gerichtlichen Überprüfung der Anlageentscheidungen begründen *ESG* Aspekte nicht zwangsläufig einen Haftungstatbestand wegen Missachtung der *fiduciary duty*: Grundsätzlich hat jeder Investor ein Ermessen bei der Anlage, das unterschiedlich eng beziehungsweise weit ausgestaltet sein kann. Die Ausübung des Ermessens findet in einem Entscheidungsfindungsprozess statt, der eine Anlageentscheidung zur Folge hat. Da eine perfekte Anlageentscheidung meistens nur *ex post* festgestellt werden kann, findet eine gerichtliche Überprüfung auch grundsätzlich nur hinsichtlich des Entscheidungsfindungsprozesses statt.<sup>413</sup>

Insofern sind in diesem Prozess wesentliche Risiken der möglichen Anlage zu ermitteln und zu bewerten. Innerhalb dieses Bewertungsprozesses können beziehungsweise müssen dann auch *ESG* Aspekte eine Rolle spielen um eine umfassende Risikobewertung zu garantieren.<sup>414</sup>

Ob die *PRI Association* mit dieser Argumentation (langfristig) die Ansichten der (insbesondere nordamerikanischen) *asset owner* bezüglich ihrer *fiduciary duty* und der Berücksichtigung von *ESG* Aspekten in der Anlagestrategie ändern kann und diese zur Unterzeichnung der *UN PRI* bewegen kann, wird sich beweisen müssen. Es zeigt sich aber schon jetzt, dass das Problem der geringen Beteiligung erkannt wurde und angegangen wird.

Erste Erfolge lassen sich bereits insbesondere in dem besonders im Fokus stehenden Bereich der USA erkennen. Das *Department of Labor* hat noch im Oktober 2015 eine Interpretation der *fiduciary standards* unter *ERISA* herausgegeben, die explizit auf *ESG* Aspekte eingeht.<sup>415</sup> Hervorzuheben sind hier vor allem zwei Aussagen:<sup>416</sup>

---

<sup>412</sup> *PRI*, Fiduciary Duty in the 21st Century, 2015, S. 16; vgl auch: *WWF*, Carbon Counts: assessing the carbon exposure of Canadian institutional investment portfolios, 2011, S. 3.

<sup>413</sup> *PRI*, Fiduciary Duty in the 21st Century, 2015, S. 16.

<sup>414</sup> Vgl. Ders.

<sup>415</sup> Die hier relevanten Vorschriften des *ERISA* zu *fiduciary duties* sind im *USC* unter 29 USC 1103 f. kodifiziert.

<sup>416</sup> *Department of Labor*, Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments, 2015.

Zum einen unterstützt das *Department of Labor* die Ansicht, dass *ESG* Aspekte direkten Einfluss auf den Wert der Investitionen von Pensionsfonds haben können.

„An important purpose of this Interpretive Bulletin is to clarify that plan fiduciaries should appropriately consider factors that potentially influence risk and return. Environmental, social, and governance issues may have a direct relationship to the economic value of the plan’s investment. In these instances, such issues are not merely collateral considerations or tie-breakers, but rather are proper components of the fiduciary’s primary analysis of the economic merits of competing investment choices.“<sup>417</sup>

Zum anderen bleibt aber der Hauptfokus auf den final Begünstigten. Insbesondere können die institutionellen Investoren unter *ERISA* nicht das anvertraute Vermögen allein dafür einsetzen, *ESG* Aspekte zu fördern. Vielmehr muss der Fokus auf dem Vorteil für die Begünstigten liegen bleiben:

“Under ERISA, the plan trustee or other investing fiduciary may not use plan assets to promote social, environmental, or other public policy causes at the expense of the financial interests of the plan’s participants and beneficiaries. Fiduciaries may not accept lower expected returns or take on greater risks in order to secure collateral benefits.”<sup>418</sup>

Durch die Klarstellung versucht das *Department of Labor* also zu klären, wann *ESG* Aspekte berücksichtigt werden können.

Insgesamt zeigt sich also, dass die Gruppe der *asset owner* bisher noch nicht ausreichend zur Unterzeichnung der Prinzipien bewegt wurde. Nur 19 Prozent des weltweit verwalteten Vermögens wird von Unterzeichnern verwaltet, von denen der Großteil aus Europa kommen. Die *PRI Association* hat dieses Problem allerdings erkannt und versucht die Akzeptanz der Prinzipien innerhalb dieser Gruppe voranzutreiben. Erste Erfolge lassen sich insbesondere in den USA festmachen, wo von Seiten der Regierung der Anstoß gegeben wird, *ESG* Aspekte zu berücksichtigen.

---

<sup>417</sup> Ders., S. 6.

<sup>418</sup> Ders. S. 3.

### III. Qualität und Inhalt der jährlichen Berichte im Reporting Framework

Genau wie bei dem britischen und dem japanischen *Stewardship* Kodex stellt sich auch wieder bei den *UN PRI* die Frage, ob die Zahl der Unterzeichner hinsichtlich der allgemeinen Akzeptanz der Prinzipien und deren Inhalt aussagekräftig genug ist.

Wie bei den beiden zuvor untersuchten Kodizes stellt sich die Qualität der Berichte auch bei den *UN PRI* wieder als durchwachsen und nicht durchweg zufriedenstellend dar. Insbesondere kritisiert wird die größtenteils fehlende Absicherung der Angaben der institutionellen Investoren durch unabhängige Dritte. Kritisieren lässt sich auch, dass zwar fast alle berichtenden Unterzeichner davon sprechen, dass sie *ESG* Aspekte berücksichtigen, allerdings ist hierbei nicht klar an welcher Stelle im Rahmen eines Investitionsvorgangs und mit welcher Bedeutung diese Aspekte berücksichtigt werden.

Für den Berichtszeitraum bis 2014/2015 gibt die *PRI Association* 936 Unterzeichner an, die in das eigene *Reporting Framework* Berichte über die Einhaltung der *UN PRI* eingetragen haben.<sup>419</sup> Hiervon waren 245 *asset owner* und 691 *asset manager* aus 48 verschiedenen Ländern. Dies stellt ein Wachstum von 8 Prozent bei den *asset owner* und 18 Prozent bei den *asset manager* dar. Insofern steigen die Berichtszahlen der berichtenden Unterzeichner im Vergleich zum Vorjahr eindeutig an. Weniger als fünf Unterzeichner mussten in den letzten beiden Jahren aufgrund vollständig mangelnder Berichte von der Liste der Unterzeichner gestrichen werden.<sup>420</sup> Insgesamt kann also gesagt werden, dass sich eine steigende Anzahl von Investoren zu den Prinzipien bekennt und die Bekanntheit der Prinzipien in der Investmentindustrie deutlich gewachsen ist.<sup>421</sup>

Die Daten, die sich aus dem *Reporting Framework* ergeben, stellen nach Angabe der *PRI Association* den größten Datensatz über zum Thema *Responsible Investment* weltweit dar.<sup>422</sup> Die Daten umfassen zwölf Module: Diese bestehen zunächst aus grundsätzlichen Daten über die Art und das Geschäft des berichtenden Investors. Darauf aufbauend ergeben sich Daten zur Investmentstrategie, den Anlagen und der Rolle von *Responsible Investment*. Einige dieser Daten sind auch auf freiwilliger Basis von den Investoren einzutragen.<sup>423</sup>

---

<sup>419</sup> *PRI*, Report on Progress 2015, S. 6f.

<sup>420</sup> *PRI*, Annual Report 2015, 2015, S. 24.

<sup>421</sup> Bachmann, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, 2. Teil - Vorbemerkungen, Rn. 65.

<sup>422</sup> *PRI*, Report on Progress 2015, S. 6.

<sup>423</sup> Vgl. Ders.

Aufgrundlange der Daten gibt die *PRI Association* seit 2014 sogenannte *Assessment Reports* an die Investoren heraus, die diese nach eigenem Ermessen veröffentlichen und/oder zur Verbesserung der eigenen Berichte nutzen können. Diese enthalten zum einen Informationen über die eigenen Berichte und die Möglichkeit der Verbesserung und zum anderen einen Vergleich mit den anderen institutionellen Investoren.<sup>424</sup>

Um einen Vergleich mit den oben dargestellten Kodizes zu ermöglichen, ist insbesondere interessant, was die Berichte der institutionellen Investoren hinsichtlich der Aktienallokation und der Berücksichtigung von *ESG* Aspekten hierbei aussagen:

„98.5% of investment manager signatories practice active ownership (proxy voting or engaging with companies), or incorporate ESG factors into investment decision-making for some portion of their listed equity assets.

[...]

Listed equity is also the asset class where asset owners are most likely to incorporate ESG factors into selecting, appointing and monitoring managers: 96.7% report that this is the case.“

425

98,5 Prozent der *asset manager* und 96,7 Prozent der *asset owner*, die zu den 936 berichtenden Unterzeichnern gehören, berücksichtigen demnach *ESG* Aspekte in verschiedenen Phasen ihrer Anlage in Aktien.

Ob aus dieser Feststellung so einfach auf einen überragenden Erfolg der *UN PRI* im Bereich „Aktien“ geschlossen werden kann, ist aus zwei Gründen zweifelhaft:

Der Zeitpunkt, an dem sich die Frage nach *ESG* Aspekten in der Investitionskette stellt, und die Frage nach der unabhängigen Verifikation der Aussagen der institutionellen Investoren.

Zum einen ist der Zeitpunkt und die Art und Weise, wie *ESG* Aspekte in der Investitionskette angesprochen werden, oft unklar und uneinheitlich. Wie bereits beschrieben scheinen beinah 100 Prozent der Investoren, die die Prinzipien unterzeichnet haben, diese auch in ihrer Praxis irgendwie zu berücksichtigen. Wie die *PRI Association* aber zugibt, kann man nur von 16 Prozent der *asset manager*

---

<sup>424</sup> Siehe zur genauen Beschreibung des Inhalts und der Zielsetzung des *Reporting Frameworks*: *PRI, PRI Reporting Framework 2016*, 2015, S. 6, vgl. unten.

<sup>425</sup> Ders., S. 22.

behaupten, dass sie systematisch auf ESG Aspekte bei wesentlichen Anlageentscheidungen (*buy-sell-hold decisions*) eingehen und die Berücksichtigung dieser Aspekte anschließend dokumentieren:

„With caveats about voluntary data, we can only say for certain that 56 (16%) of the 342 investment managers reporting on listed equity incorporation are systematically integrating E, S and G issues into fundamental analysis, and documenting the influence that these factors have.“<sup>426</sup>

Auch bei Belohnung bzw. *Incentivierung* von Managern spielen ESG Aspekte so gut wie kaum eine Rolle. Weniger als 10 Prozent der Unterzeichner zahlen Managern eine Vergütung in Abhängigkeit von der *ESG Performance*.<sup>427</sup>

An den Schlüsselstellen „Bewertung von Anlagen“ und „Bezahlung von Managern“ werden ESG Aspekte also nur sehr wenig berücksichtigt, obwohl sie gerade hier Wirkung entfalten könnten.

Der zweite Punkt, der den Zweifel bezüglich einer erfolgreichen Berücksichtigung von ESG Aspekten durch die Gesamtheit der fast 100 Prozent der berichtenden Investoren begründet, ist die Verifizierbarkeit der Angaben der Investoren. Nur 13 Prozent (95 Investoren) der 725 institutionellen Investoren, die sich zu diesem (freiwilligen) Punkt äußerten, gaben an, dass sie ihren Bericht von einem Dritten haben überprüfen lassen.

Zwar stellt dies eine Steigerung um fast 50 Prozent dar (im Vorjahr waren es nur 66 Investoren, die eine solche Überprüfung durchgeführt hatten). Allerdings haben hierbei nicht alle der 95 Investoren ihren kompletten Bericht überprüfen lassen; auch fand die Überprüfung teilweise durch ein anderes Spartenunternehmen des gleichen Mutterkonzerns statt und schließlich wurden die Überprüfungen dann auch mehr oder weniger intensiv und nicht nach einem vorher bestimmten (oder zertifizierten) Standard durchgeführt.<sup>428</sup>

Insgesamt stellt sich die Lage der Berichte der institutionellen Investoren nach dem *Reporting Framework* also durchwachsen dar.

Zwar steigen die Zahlen der berichtenden Investoren deutlich an. Auch berichtet fast jeder Investor, dass er die Prinzipien berücksichtigt.

---

<sup>426</sup> Ders. S. 23.

<sup>427</sup> PRI, Report on Progress 2015, S. 25.

<sup>428</sup> Ders., S. 6.

Allerdings wird bei näherer Betrachtung deutlich, dass zum einen die Berücksichtigung der Prinzipien nicht unbedingt an den entscheidenden Stellen (also insbesondere bei der jeweiligen Anlageentscheidung) stattfindet. Auch findet bisher eher selten eine unabhängige Überprüfung der Berichte statt.

Diesen Problemen will sich die *PRI Association* durch eine Anpassung des *Reporting Framework* stellen. Insbesondere wurden – wie bereits oben angesprochen – für das Jahr 2013/2014 *Assessment Reports* eingeführt.

Diese Reports, die durch die *PRI Association* an die einzelnen Investoren ausgestellt werden, können seit Ende des Berichtsjahres 2014/2015 auch durch die institutionellen Investoren veröffentlicht werden. Teil dieser *Reports* sind Bewertungen von E bis A+, durch die der Investor mit anderen Investoren verglichen wird.<sup>429</sup> Hierdurch sollen die Investoren, die sich aktiv um *ESG* Aspekte bemühen und somit besonders „gut“ in den *Assessment Reports* abschneiden, die Möglichkeit bekommen, öffentlich auf ihr vorbildliches Verhalten aufmerksam zu machen und somit indirekt Druck auf die Investoren ausüben zu können, die nicht gut abgeschnitten haben.

Auf der Internetseite der *PRI* werden diese *Assessment Reports* jedoch nicht zentral veröffentlicht.

Allerdings veröffentlicht das *PRI* sogenannte *Transparency Reports*. Diese stellen die öffentliche Antwort eines Investors auf das *Reporting Framework* dar. Interessenten steht somit die Möglichkeit zu, einen Einblick in die Berichte der einzelnen Investoren zu bekommen. Diese Möglichkeit scheint mit 120.000 Downloads seit 2013 auch recht häufig wahrgenommen zu werden.<sup>430</sup>

Ob die freiwilligen zu veröffentlichen *Assessment Reports* und die öffentlichen zugänglichen *Transparency Reports* für genug Druck innerhalb der Gruppe der institutionellen Investoren sorgen können und so eine „bessere“, das heißt detailliertere und unabhängig verifizierte, Berichterstattung und schließlich auch eine stärkere Berücksichtigung von *ESG* Aspekten an Schlüsselstellen der Investitionskette herbeiführen können, wird sich also erst noch zeigen müssen.

## D. Zusammenfassung

Somit kann zusammenfassend zwar von einer breiten Akzeptanz und einer weltweit steigenden Bekanntheit der *UN PRI* gesprochen werden. Ein besonderer Einfluss, den die Prinzipien auf die weltweiten Investitionen haben, ist aber bisher anhand der Berichte nicht feststellbar. Allerdings kann den Prinzipien ein gewisser Einfluss auf die Entwicklung anderer Stewardship Kodizes (wie insbesondere

<sup>429</sup> *PRI*, Assessment Methodology 2016, 2015, S. 6.

<sup>430</sup> *PRI*, Report on Progress 2015, S. 7.

dem südafrikanischen Kodex) und auch auf aktuelle Entwicklungen in der europäischen Gesetzgebung zugesprochen werden.<sup>431</sup>

Dass in Zukunft noch mehr institutionelle Investoren, insbesondere aus Nordamerika, sich den Prinzipien verpflichten, scheint ebenfalls durchaus möglich. So wurde eine Klarstellung hinsichtlich eines Spannungsverhältnisses der Prinzipien zu *Fiduciary Duties* auch vom *US Department of Labor* aufgegriffen, das die Unterzeichnung der Prinzipien empfiehlt.

Ob von einer erhöhten Akzeptanz der Prinzipien durch eine höhere Anzahl an Unterzeichnern und berichtenden institutionellen Investoren auch auf eine hohe Bedeutung von *ESG* Aspekten bei Investitionen geschlossen werden kann, bleibt allerdings fraglich. Insbesondere die aktuellen Berichte durch die Investoren zeigen nicht, dass *ESG* Aspekte an Schlüsselstellen in der Investitionskette eine besondere Rolle spielen.

Die seit kurzem durch die Investoren auf freiwilliger Basis zu veröffentlichten *Assessment Report* können allerdings dabei helfen, einen Druck innerhalb der institutionellen Investoren aufzubauen, der wechselseitig zur Intensivierung der Berücksichtigung von *ESG* Aspekten und der Verbesserung der Berichte führt.

## § 5. Der südafrikanische Code for Responsible Investment (CRISA)

Zeitlich gesehen sogar noch vor dem japanischen Kodex wurde ein Kodex in Südafrika geschaffen. Dieser Kodex wurde „*The Code for Responsible Investing in South Africa*“ oder kurz „CRISA“ genannt und erstmals im Jahr 2011 durch das *Institute of Directors South Africa* („IoDSA“) veröffentlicht. Dieser Kodex fußt dabei zum einen auf dem *UK Stewardship Code*, zum anderen aber auch auf dem im vorherigen Teil dargestellten *UN PRI*.<sup>432</sup>

Im Folgenden soll – wie auch in den Teilen zuvor – zunächst die Entstehung des südafrikanischen Kodex kurz beleuchtet werden (*A.*). Anschließend soll auf den Inhalt der Prinzipien des Kodex, auch im Vergleich zu den bereits dargestellten Kodizes und Prinzipien, eingegangen werden (*B.*). Und abschließend soll wieder versucht werden eine Aussage über die Akzeptanz und Wirkung des *CRISA* zu treffen (*C.*) und schließlich sollen die Ergebnisse zusammengefasst werden (*D.*).

---

<sup>431</sup> Vgl. hierzu insbesondere den folgenden Teil zum CRISA sowie die Ausführungen zur überarbeiteten EU – Aktionärsrechterichtlinie auf den S. 170 ff.

<sup>432</sup> *The Institute of Directors in South Africa, Code for Responsible Investment in South Africa*, 2011.

## A. Die Entstehung des südafrikanischen Kodex

Wie bereits angedeutet, waren der britische Stewardship Code und auch die UN PRI, sowie die *Principles on Institutional Shareholder Responsibilities* des ICGN, wesentliche Einflussfaktoren bei der Schaffung des *Code for Responsible Investing in South Africa*. Nationale Grundlage stellt vor allem der „*King Report on Corporate Governance South Africa (King III)*“ und *Regulation 28* des *Pension Fund Act* dar.<sup>433</sup>

Erarbeitet und veröffentlicht wurde der Kodex durch das *Institute of Directors South Africa (IoDSA)*.

Bei dem *IoDSA* handelt es sich um einen Zusammenschluss verschiedener Verbände, Interessensvereinigungen und weiteren Mitgliedern zu einer *Non Profit Company*.<sup>434</sup> Insofern handelt es sich also nicht um eine staatliche Vereinigung oder Kommission. Die Ursprünge des *IoDSA* gehen bereits auf das Jahr 1960 zurück, in dem das *Institute of Directors in London (IoD UK)* eine Niederlassung für Südafrika gründete, die 1985 schließlich nach südafrikanischem Recht als das das *Institute of Directors in South Africa* inkorporiert wurde. Allerdings wurde erst 2009 die formelle Angliederung unter das *IoD UK* aufgegeben und das *IoDSA* vollständig selbständig.<sup>435</sup>

Inhaltlich wurde die Arbeit des *IoDSA* vor allem durch die *King Reports* geprägt. Durch das von *Professor Merryn King* gegründete Komitee, das sich mit *Corporate Governance* in Südafrika befassen sollte, wurde 1994 der erste Report „*King Report on Corporate Governance (King I)*“ und 2002 der zweiten Report *King II* veröffentlichte.<sup>436</sup>

Der dritte Report (*King III*) bildete schließlich die Grundlage für den *Code on Responsible Investment*. Dieser Report beschäftigt sich vor allem mit *Corporate Governance* Problemen, die im Zusammenhang der Finanzkrise in den letzten Jahren deutlich geworden sind, führt darüber hinaus aber auch Probleme in Hinblick auf die Rolle der institutionellen Investoren auf:

---

<sup>433</sup> The Institute of Directors in South Africa, King Report on Corporate Governance South Africa (King III), 2009.

<sup>434</sup> The Institute of Directors in South Africa, Ownership & Structure.

<sup>435</sup> Vgl. The Institute of Directors in South Africa, Our History, 2014.

<sup>436</sup> Vgl. The Institute of Directors in South Africa, Our History, 2014.

„Recent experience indicates that market failures in relation to governance are, at least in part, due to an absence of active institutional investors.“<sup>437</sup>

Die Prinzipien, die im *King III Report* („*The King Code*“) besprochen werden, beschäftigen sich allerdings nur mit dem Thema *Corporate Governance* in Unternehmen.<sup>438</sup> Adressat ist vor allem das *Board* der Unternehmen; inhaltlich besprochen wird, wie sich die Pflichten und die Rechte eines *Boards* gestalten sollen. Allerdings gibt der *King III Report* in Prinzip 8 bereits einen Anknüpfungspunkt für Stewardship an. So sollen Unternehmen sich aktiv um ihre *stakeholder* bemühen und für eine effektive Kommunikation mit diesen sorgen. Insofern stellt der *King III Report* das Gegenstück zum *CRISA* Kodex auf Seiten der Portfoliogesellschaften dar.<sup>439</sup>

Eine gesetzliche Grundlage stellt *Regulation 28* des südafrikanischen *Pension Fund Act* dar, der den Pensionsfonds die Pflicht auferlegt, auf *ESG* Aspekte Rücksicht zu nehmen:

„A fund has a fiduciary duty to act in the best interest of its members whose benefits depend on the responsible management of fund assets. This duty supports the adoption of a responsible investment approach to deploying capital into markets that will earn adequate risk adjusted returns suitable for the fund’s specific member profile, liquidity needs and liabilities. Prudent investing should give appropriate consideration to any factor which may materially affect the sustainable long-term performance of a fund’s assets, including factors of an environmental, social and governance character.“<sup>440</sup>

Der *CRISA* Kodex wurde schließlich durch das *Committee on Responsible Investing by Institutional Investors in South Africa* erarbeitet und 2011 durch das *IoDSA* veröffentlicht. Zum Zeitpunkt seiner Veröffentlichung stellte der *CRISA* Kodex den zeitlich zweiten nationalen *Stewardship Code*, nach dem *UK Stewardship Code* dar.

Ziel des Kodex war hierbei von Anfang an Nachhaltigkeitsaspekte beziehungsweise *ESG* Aspekte in die Investitionspraxis von institutionellen Investoren

---

<sup>437</sup> *The Institute of Directors in South Africa*, King Report on Corporate Governance South Africa (King III), 2009, S. 10.

<sup>438</sup> *The Institute of Directors in South Africa*, Code for Responsible Investment in South Africa, 2011, S. 7.

<sup>439</sup> Vgl. *Giamportaro/Pretorius*, Investment Analyst Journal 2012, 1–19, 15.

<sup>440</sup> Präambel zu *Regulation 28 Pension Fund Act*, *South Africa*, abrufbar unter: <http://content.momentum.co.za/Content/regulation-28/reg-28-budget-2011.pdf>.

einzuführen.<sup>441</sup> Hierbei liegt der Fokus vor allem auf Faktoren, die zu einer langfristigen Wertsteigerung von Unternehmen führen, insbesondere auf sozialen und Umweltfaktoren.<sup>442</sup> Mittelbar würde dies dann auch den final Begünstigten zugute kommen, die durch die Beachtung solcher Faktoren eine bessere Risikoanpassung ihrer Anlage erwarten können.<sup>443</sup>

## B. Die fünf Prinzipien des CRISA

Wie gerade gezeigt, liegt der Schwerpunkt des *CRISA* auf der Einführung von *ESG* Aspekten in die Investitionspraktiken institutioneller Investoren. Diese Intention spiegelt sich auch in direkt in den fünf Prinzipien des *CRISA* wieder.

Der Einführungssatz stellt zunächst nicht so deutlich wie der britische oder japanische Kodex heraus, wem die Anwendung der Prinzipien primär einen Vorteil bringen soll. Im Unterschied zu „*ultimate beneficiary*“ im britischen Kodex und „*investee companies*“ im japanischen Kodex spricht der Einleitungssatz des südafrikanischen Kodex von „*promote sound governance*“.

Wie bereits am Ende des letzten Kapitels angedeutet, ist diese Zielsetzung dahingehend zu interpretieren, dass hier wohl zunächst eine Veränderung und ein Nutzen bei den Unternehmen erreicht werden soll. *CRISA* soll also dafür sorgen, dass die Unternehmen sich in sozialer und ökologischer Hinsicht auf ein langfristiges Wirtschaften ausrichten, also ein auf Langfristigkeit und Nachhaltigkeit ausgerichtetes Wachstum anstreben.

Der Nutzen für die Anleger soll aber keine untergeordnete Rolle spielen, sondern, genauso wie der Nutzen für die Unternehmen, unmittelbare Folge des nachhaltigen Anlageverhaltens der institutionellen Investoren sein. Dies wird in Prinzip 1 des *CRISA* deutlich. Auch die nationale Grundlage, auf die *CRISA* aufbaut, *Regulation 28* des *Pension Fund Act*, macht deutlich, dass die Berücksichtigung von *ESG* Aspekten zu einem Nutzen für die final Begünstigten führen sollen.

---

<sup>441</sup> *The Institute of Directors in South Africa, Code for Responsible Investment in South Africa*, 2011, S. 7.

<sup>442</sup> Ebd.

<sup>443</sup> Ebd.

The Code for Responsible Investing in South Africa (CRISA) gives guidance on how the institutional investor should execute investment analysis and investment activities and exercise rights so as to promote sound governance. There are five key principles:

1. An institutional investor should incorporate sustainability considerations, including environmental, social and governance, into its investment analysis and investment activities as part of the delivery of superior risk-adjusted returns to the ultimate beneficiaries.
2. An institutional investor should demonstrate its acceptance of ownership responsibilities in its investment arrangements and investment activities.
3. Where appropriate, institutional investors should consider a collaborative approach to promote acceptance and implementation of the principles of CRISA and other codes and standards applicable to institutional investors.
4. An institutional investor should recognise the circumstances and relationships that hold a potential for conflicts of interest and should proactively manage these when they occur.
5. Institutional investors should be transparent about the content of their policies, how the policies are implemented and how CRISA is applied to enable stakeholders to make informed assessments.

Abbildung 20 – Code for Responsible Investment in South Africa, S. 3

Quelle: CRISA, <http://www.iodsa.co.za/?page=CRISACode>

An Prinzip 1 wird ebenfalls ein erster systematischer Unterschied zu allen bisher besprochenen Kodizes deutlich: Waren im britischen und im japanischen Kodex und auch in den UN PRI im ersten Prinzip stets eine Pflicht zur Veröffentlichung einer Intentionserklärung bezüglich der zukünftigen Einhaltung der jeweiligen Prinzipien vorgesehen, sieht der *CRISA* eine solche Veröffentlichungspflicht zunächst nicht in seinem ersten Prinzip vor. Prinzip 1 des *CRISA* ist insofern viel allgemeiner gehalten und sieht nur vor, dass die Unternehmen eine „*policy*“ entwickeln, die die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten nennt, und dafür sorgen, dass dieser in die eigene Investitionspraxis integriert wird.<sup>444</sup> Dass

<sup>444</sup> Vgl. hierzu die Erklärungen zu Prinzip 1: Ders., S. 10; vgl. auch die *Practice Notes*, die .

die Veröffentlichung einer auf die Zukunft gerichteten Erklärung, den Kodex anwenden zu wollen, nicht vorgesehen ist, führt auch unmittelbar dazu, dass eine formale „Unterzeichnung“ des Kodex ebenfalls nicht stattfindet.<sup>445</sup>

Veröffentlichungspflichten ergeben sich schließlich nur aus Prinzip 5 hinsichtlich aller Pflichten nach Prinzip 1 bis 4.<sup>446</sup> Von Rahmenprinzipien wie in den anderen Kodizes kann also beim *CRISA* nicht gesprochen werden, sodass sich hier bereits ein systematischer Unterschied zeigt.

Systematische Vergleichbarkeit zu dem britischen und dem japanischen Kodex besteht allerdings dahingehend, dass auch diese zunächst eine „*policy*“ bezüglich der Wahrnehmung der Pflichten nach den jeweiligen Kodizes in Prinzip 1 nennen.

Wie in Abbildung 21 gezeigt, stellt Prinzip 2 wohl den Kern des *CRISA* dar und entspricht im Wesentlichen Prinzip 3, 4 und 6 des britischen Kodex, bzw. 3, 4 und 5 des japanischen Kodex. Wie bei Prinzip 1 soll auch bei Prinzip 2 eine „*policy*“ entwickelt werden, die die Akzeptanz von „Eigentümerverantwortung“ des Investors zum Inhalt hat. Die Erklärungen zu Prinzip 2 machen dabei deutlich, dass der Investor vor allem darauf achten soll, dass in Portfoliounternehmen *ESG* Aspekte und der *King Code* berücksichtigt werden, dass mögliche Probleme bei der Unternehmensführung erkannt und gelöst werden und schließlich, dass der Investor auf der Hauptversammlung abstimmt und sein Abstimmungsverhalten offenlegt.<sup>447</sup> Wie auch bereits beim *UK Stewardship Code* diskutiert, haben Investoren auch nach *CRISA* die Pflicht auf ein aktives Anlegerverhalten zu achten, wenn sich Dritte zur Ausübung ihrer Pflichten bedienen, wie beispielsweise Stimmrechtsberatern.

Deutlich wird in den Erklärungen zu Prinzip 2 auch, dass Investoren vor allem auf *ESG* Aspekte, also eben nicht nur *Stewardship* Aspekte im Sinne von *Governance* Aspekten, Rücksicht nehmen sollen. Dies macht bereits deutlich, dass inhaltliche Überschneidungen des *CRISA* insbesondere mit den *UN PRI* bestehen. Dass *CRISA* inhaltlich mit den *UN PRI* zu einem gewissen Teil übereinstimmen soll, macht das *IoDSA* auch in seinen „*Practice Notes*“ deutlich: So wird hier hervorgehoben, dass die „*policies*“, die in den Prinzipien des *CRISA* angesprochen werden, insbesondere auch so verfasst werden können, dass sie sowohl *CRISA*, wie auch *UN PRI* Anforderungen abdecken.<sup>448</sup>

<sup>445</sup> Vgl. unten, S. 154ff.; vgl. auch: *The Institute of Directors in South Africa*, CRISA FAQ.

<sup>446</sup> Vgl. unten. Vergleiche auch: Abbildung 21 – Vergleich Japan Stewardship Code / UK Stewardship Code / CRISA, S. 153.

<sup>447</sup> *The Institute of Directors in South Africa*, Code for Responsible Investment in South Africa, 2011, S. 10.

<sup>448</sup> *The Institute of Directors in South Africa*, CRISA Practice Notes, S. 5.

Prinzip 3 des *CRISA* entspricht Prinzip 5 des britischen Kodex bzw. Prinzip 5 der *UN PRI* und stellt an die institutionellen Investoren die Erwartung, hinsichtlich der Wahrnehmung ihrer Pflichten aus dem *CRISA* zusammenzuarbeiten.<sup>449</sup>

Wie bereits gezeigt, sieht der japanische Kodex eine solche Pflicht nicht ausdrücklich vor, da es als problematisch angesehen wurde, den Investoren eine solche Pflicht aufzuerlegen, die gleichzeitig auch zu kapitalmarktrechtlichen Konfliktsituationen wie dem „*acting in concert*“ führen kann. Der *CRISA* nennt dieses Problem in den Erklärungen zu Prinzip 3 auch, spricht dagegen aber nur davon, dass die Investoren „*acting in concert*“ beachten sollen.<sup>450</sup>

Das vierte Prinzip des *CRISA* entspricht wiederum den jeweils zweiten Prinzipien der britischen und japanischen Kodizes. Institutionelle Investoren sollen eine weitere „*policy*“ entwickeln, die sich mit Interessenskonflikten befasst.

Das fünfte Prinzip regelt schließlich vor allem die Offenlegungspflicht. Wie oben bereits bei Prinzip 1 angedeutet, besteht die Offenlegungspflicht hinsichtlich der von den Investoren nach Prinzip 1, 2 und 4 verfassten „*policies*“. Die Offenlegung der „*policy*“ nach Prinzip 1, die sich mit der Einbindung von *ESG* Aspekten in die Investitionspraktiken befasst, entspricht dabei im Wesentlichen der Erklärung nach Prinzip 1 des britischen und japanischen Kodex. So zeigt eine solche Offenlegung, wie der Investor in Zukunft *ESG* Aspekte berücksichtigen will.

Die Offenlegungen der „*policies*“ aus Prinzip 2 und 4 des *CRISA* sollen in Form von periodischen Berichten, wie sie auch in Prinzip 7 des britischen beziehungsweise Prinzip 6 des japanischen Kodex vorgesehen sind, erfolgen.

Die Rahmenprinzipien, wie sie beispielsweise in Prinzip 1 und 7 des britischen Kodex zu finden sind, finden sich im *CRISA* also zusammengefasst in Prinzip 5 wieder.

---

<sup>449</sup> Vgl. oben, S. 73ff. und S.130ff. und S. 110.

<sup>450</sup> *The Institute of Directors in South Africa, Code for Responsible Investment in South Africa, 2011*, S. 11.

Japan Stewardship Code	UK Stewardship Code	CRISA
1. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.	1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.	1. An institutional investor should incorporate sustainability considerations, including environmental, social and governance, into its investment analysis and investment activities as part of the delivery of superior risk-adjusted returns to the ultimate beneficiaries.
2. Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.	2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.	4. An institutional investor should recognise the circumstances and relationships that hold a potential for conflicts of interest and should proactively manage these when they occur
3. Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.	3. monitor their investee companies.	2. An institutional investor should demonstrate its acceptance of ownership responsibilities in its investment arrangements and investment activities.
4. Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies.	4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.	

	5. be willing to act collectively with other investors where appropriate.	3. Where appropriate, institutional investors should consider a collaborative approach to promote acceptance and implementation of the principles of CRISA and other codes and standards applicable to institutional investors.
5. Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies.	6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.	2. An institutional investor should demonstrate its acceptance of ownership responsibilities in its investment arrangements and investment activities.
6. Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.	7. report periodically on their stewardship and voting activities.	5. Institutional investors should be transparent about the content of their policies, how the policies are implemented and how CRISA is applied to enable stakeholders to make informed assessments.

<p>7. To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and resources needed to appropriately engage with the companies and make proper judgments in fulfilling their stewardship activities.</p>		
--	--	--

Abbildung 21 – Vergleich Japan Stewardship Code / UK Stewardship Code / CRISA

Insgesamt lassen die Prinzipien des *CRISA* wohl den Eindruck zu, nicht eindeutig genug die Erwartungen des Kodex an die Investoren darzustellen. So wird lediglich ganz allgemein die Erwartung an die Investoren gestellt, *ESG* Aspekte zu berücksichtigen.

Eine genauere Schwerpunktsetzung und klarere Definition, wie diese Aspekte im Rahmen von *CRISA* zu berücksichtigen sind, findet nicht statt.

Eine Definition von *ESG* und die genaue Bedeutung, die diese im Rahmen von *CRISA* finden sollen, wird wohl aufgrund des Adressatenkreises von *CRISA* nicht vorgenommen worden sein. So ist der *CRISA* wie der britische und auch der japanische Kodex sowohl an *asset owner*, wie auch *asset manager* und *service provider* adressiert. Da institutionelle Investoren unterschiedliche wirtschaftliche Interessen und wirtschaftliche Ausgangslagen haben, wäre eine „*one size fits all*“ Definition von *ESG* und eine Art der Berücksichtigung, die für alle drei Gruppen von institutionellen Investoren gilt, wohl auch schwer zu finden. Dieses Problem allein könnte durch die Investoren allerdings gelöst werden, wenn sie die Möglichkeit hätten, ihr Anlageverhalten und die Bedeutung von *ESG* in diesem Rahmen ihren Anlegern zu erklären. „*Comply or explain*“, beziehungsweise. „*apply or explain*“ im Rahmen von *CRISA*, lässt ja gerade den Investoren die Möglichkeit offen, von den Vorschlägen des Kodex abzuweichen, wenn sich das Abweichen begründen lässt.

Problematisch ist aber in diesem Zusammenhang, dass *CRISA* die institutionellen Investoren nicht nur zur Berücksichtigung von *ESG* Aspekten im Sinne ihrer Anleger verpflichtet, sondern auch im Sinne ihrer Portfoliogesellschaften.

Dieser zweiseitige Fokus, Berücksichtigung von Anlegerinteressen der eigenen Anleger und von Unternehmensinteressen der Portfoliogesellschaften, der auch schon oben angedeutet wurde, kann zwangsläufig zu Interessenskonflikten

führen und den Investor in Erklärungsnot gegenüber der einen oder der anderen Seite bringen. Ob ein solcher zweiseitiger Fokus, wie ihn der *CRISA* vorschlägt, Sinn macht, kann also bezweifelt werden, vor allem vor dem Hintergrund, dass *CRISA* nicht nur die Unternehmenskontrolle (in Form von direktem Kontakt der Investoren zur Geschäftsführung und Stimmrechtswahrnehmung) zum Inhalt hat, sondern die Investoren darüber hinaus auch noch verpflichtet, ökologische und soziale Aspekte zu berücksichtigen.

### C. Akzeptanz des Kodex

Die Akzeptanz des Kodex wurde bei den bisher dargestellten Kodizes anhand der Zahl der Unterzeichner und nach der Qualität der Offenlegungen durch die institutionellen Investoren bewertet. Problematisch ist im Falle von *CRISA* allerdings, dass eine formale „Unterzeichnung“ des Kodex durch institutionelle Investoren nicht vorgesehen ist.<sup>451</sup> *CRISA* setzt auf einen komplett freiwilligen Ansatz, der auf „Marktkräfte zur Selbstregulierung“ setzt.<sup>452</sup> Aus diesem Grund kann auch nicht so einfach festgestellt werden, wie viele institutionelle Investoren sich den Prinzipien tatsächlich verpflichtet fühlen.

*CRISA* setzt insofern auf einen „*apply or explain*“ Standard, der den Adressaten des Kodex die freiwillige Anwendung des Kodex oder von Teilen der Prinzipien anträgt. Wesentlicher Unterschied zwischen „*apply*“ und „*comply*“ sei nach dem *IoDSA*, dass „*apply*“ eine sinnvolle Anwendung, also ein Anwenden im eigentlichen Sinne und der eigentlichen Intention der Prinzipien ermögliche und somit besser geeignet sei als ein gedankenloses Anwenden oder Nichtanwenden.<sup>453</sup> Dieser dem „*comply or explain*“ Ansatz ähnliche Ansatz wurde auch schon im *King Code* verwendet.

Adressat des Kodex, sind wie bereits angedeutet, *asset owner* (die im Rahmen von *CRISA* als institutionelle Investoren verstanden werden<sup>454</sup>) und *asset manager*

---

<sup>451</sup> *The Institute of Directors in South Africa*, CRISA FAQ.

<sup>452</sup> *The Institute of Directors in South Africa*, CRISA Disclosure institutional investors and their service providers, S. 5.

<sup>453</sup> Wesentlicher Unterschied zwischen „*apply*“ und „*comply*“ sei nach dem *IoDSA*, dass „*apply*“ ein sinnvolles Anwenden ermögliche, da „*apply*“. „*Apply*“ würde eine vielseitige Anwendung ermöglichen und somit besser geeignet sein als ein gedankenloses Anwenden oder nicht Nicht-anwenden. Vgl. hierzu: *The Institute of Directors in South Africa*, King Report on Corporate Governance South Africa (King III), 2009, S. 7.

<sup>454</sup> Diese Definition soll hier nicht übernommen werden. Auch im Rahmen der Darstellung von *CRISA* soll der Begriff institutionelle Investoren „weit“ verstanden werden und sowohl *asset owner* wie auch *asset manager* einbeziehen.

und sonstige *service provider* (die ihm Rahmen von *CRISA* als *service provider* bezeichnet werden<sup>455</sup>).

Zwar ist mangels Unterzeichnungsmöglichkeit die Zahl der institutionellen Investoren, die sich den Prinzipien von *CRISA* verpflichten, nicht so einfach bestimmbar.<sup>456</sup> Die Qualität der Veröffentlichungen hat das *IoDSA* allerdings im Jahr 2013 anhand einer Untersuchung der Erklärungen von 47 institutionellen Investoren und *service providers* versucht festzustellen.<sup>457</sup>

Ergebnis dieser Untersuchung war, dass die veröffentlichten „*policies*“ sehr unterschiedliche Qualität aufweisen und oftmals auch schon ihrer äußerlichen Darstellung nach nicht zu vergleichen sind.

„Disclosed policies and practices are often not comparable because their format, content and intentions are too dissimilar. This can be attributed to the considerable diversity in the quality of the disclosure and differing approaches to the integration of ESG factors.“<sup>458</sup>

Die Untersuchung des *IoDSA* ergab, dass von den 47 institutionellen Investoren weniger als 40 Prozent die „*policies*“ nach Prinzip 1, 2 und 4 *CRISA*, so wie es in Prinzip 5 vorausgesetzt wird, veröffentlichten.<sup>459</sup> Teile dieser 40 Prozent waren darüber hinaus nicht auf der Webseite oder einem ähnlich einfach zugänglichen Medium verfügbar.<sup>460</sup>

Weniger als 20 Prozent der untersuchten institutionellen Investoren legten offen, wie genau sie planen, die veröffentlichten „*policies*“ in die eigene Investitionspraxis aufzunehmen beziehungsweise wie sie kontrollieren, dass sie selbst im Sinne ihrer eigenen „*CRISA policies*“ handeln.<sup>461</sup>

Weiterhin würden weniger als 11 Prozent der untersuchten institutionellen Investoren jährlich ihr Abstimmungsverhalten auf Hauptversammlungen und ihre Praxis hinsichtlich des Kontaktes zu Portfoliogesellschaften veröffentlichen.<sup>462</sup>

---

<sup>455</sup> Diese Definition soll ebenfalls nicht übernommen werden. *Asset Manager* sollen hier auch wie-  
der den institutionellen Investoren zugeordnet werden.

<sup>456</sup> „Information regarding CRISA disclosure is generally hard to find.”, *The Institute of Directors in South Africa, CRISA Disclosure institutional investors and their service providers*.

<sup>457</sup> Ders.

<sup>458</sup> Ders., S. 9.

<sup>459</sup> Ders. S: 6.

<sup>460</sup> Ders.

<sup>461</sup> Ders.

<sup>462</sup> Ders. S. 7.

Diese Zahlen zeigen bereits, dass *CRISA* bisher nicht besonders gut akzeptiert wird. Insbesondere die zuletzt aufgeführte Zahl (von 11 Prozent institutionellen Investoren, die die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung aus dem Kodex (wie insbesondere Stimmrechtswahrnehmung und *direct engagement*) auf jährlicher Basis offenlegen) zeigt, dass der Kodex bisher nur von einer geringen Zahl von institutionellen Investoren in Südafrika akzeptiert wird.

## D. Zusammenfassung

Insgesamt bleibt hier der Eindruck, dass *CRISA* zu viel will und in der Folge zu wenig erreicht.

Verschiedene Interessen von final Begünstigten und Portfoliogesellschaften sollen von den Investoren berücksichtigt werden. *ESG* Aspekte sollen im Sinne dieser beiden Gruppen berücksichtigt werden, ohne dass eine Definition von *ESG* und eine Möglichkeit der sinnvollen Implementierung von *ESG* in die Investitionspraktiken aufgezeigt wird. Darüber hinaus soll die Implementierung freiwillig und durch „Selbstregulierungskräfte des Marktes“ erfolgen, ohne dass ein Anreiz für die Investoren geschaffen wird, beispielsweise durch ein öffentliches Unterzeichnerverzeichnis, durch das Druck auf die Investoren ausgeübt werden könnte, die den Kodex bisher nicht unterschrieben habe.

Der erste Punkt, den es dementsprechend zu ändern gilt, wäre demnach die Erwartungen von *CRISA* an die institutionellen Investoren und die Möglichkeiten, die diesen zur Verfügung stehen, um den Erwartungen gerecht zu werden, klarer darzustellen. Das *IoDSA* erkennt diesen Punkt auch an:

„[T]he potential for change is limited by the lack of clarity around key terms and definitions, leaving too much room for interpretation and status quo. As *CRISA* is a voluntary code, conditions need to be in place to allow market forces to encourage self-regulation. A more standardized approach to disclosure might be required to improve the comparability and measurability of data, thus allowing market forces to drive accountability.”<sup>463</sup>

Ob eine solche Klarstellung der Prinzipien des *CRISA* gelingt und ob dies bereits ausreicht, *CRISA* zu einer größeren Bedeutung zu verhelfen, wird sich zeigen müssen. Eventuell wird sich auch eine systematische Änderung ergeben müssen, die auf ein öffentliches Unterzeichnerverzeichnis setzt, so wie es bei den

---

<sup>463</sup> Ders. S. 13.

bisher dargestellten Kodizes der Fall ist, um so für mehr Druck unter den institutionellen Investoren bezüglich der Anwendung der Prinzipien des *CRISA* und der Offenlegung des Verhaltens zu sorgen.

## § 6. ICGN Global Stewardship Principles

Das *International Corporate Governance Network* ist ein Zusammenschluss von institutionellen Investoren, das seit 1995 Prinzipien Standards für *Corporate Governance* entwickelt. 2016 verwalteten die Mitglieder aus 50 Ländern Vermögenswerte von ungefähr 26 Billionen USD.<sup>464</sup>

Mit der Gründung des *ICGN* im Jahr 1995 wurde auch gleichzeitig die erste Version der *Global Governance Principles* veröffentlicht, die 2014 bereits in der vierten Fassung vorlagen.<sup>465</sup> Durch die Erweiterung dieser Prinzipien wurde bereits ab 2007 die Verantwortung von institutionellen Investoren in den Prinzipien ausdrücklich adressiert. Diese Prinzipien sollten die Verantwortung von Verwaltungsräten (*board of directors*) und Investoren umschreiben, sodass eine nachhaltige Wertschöpfung für die Unternehmen erfolgt.<sup>466</sup> Weiterhin sollte der Fokus der *ICGN Principles* vor allem auf dem Nutzen für die final Begünstigten liegen, den die institutionellen Investoren bei Anwendung der Prinzipien immer beachten sollen. Es wird insofern auch ausdrücklich Bezug auf die *Fiduciary Duty* genommen, nach der Sorgfalts-, Rücksichts- und Treuepflichten bei Ausübung von Investitionen im Sinne der eigenen Anleger zu berücksichtigen sind.<sup>467</sup> Wenn kein Konflikt zu den Interessen der final Begünstigten entsteht, sollen darüber hinaus auch *ESG* Aspekte von den institutionellen Investoren berücksichtigt werden.<sup>468</sup>

2016 veröffentlichte das *ICGN* zusätzlich noch die *Global Stewardship Principles*.<sup>469</sup> Diese gehen unmittelbar auf die zuvor genannten *Global Governance Principles* zurück, die seit 2007 zunächst in einem einheitlichen Regelwerk die Interessen und die Verantwortung von Investoren und Verwaltungsräten behandelten,<sup>470</sup> sowie auf die 2013 veröffentlichte *Guidance on Institutional Investor Responsibilities*.<sup>471</sup> Mit den 2016 veröffentlichten *Global Stewardship Principles* fand eine Ausgliederung von Stewardship aus den *Governance Principles* statt. Eine Ausgliederung von Stewards-

---

<sup>464</sup> Vgl. ders. S. 3.

<sup>465</sup> *ICGN*, Global Governance Principles 2014.

<sup>466</sup> Dies., S. 4.

<sup>467</sup> Vgl. zur *Fiduciary Duty* oben, S. 137.

<sup>468</sup> Vgl. *ICGN*, Global Governance Principles 2014, Prinzip 10.4 c).

<sup>469</sup> *ICGN*, Global Stewardship Principles 2016.

<sup>470</sup> Vgl. *ICGN*, Global Governance Principles 2014, S. 4.

<sup>471</sup> *ICGN*, Guidance on Institutional Investor Responsibilities 2013.

hip aus Corporate Governance Kodizes konnte man so auch schon in Großbritannien beobachten und eine Ausgliederung wird in anderen Ländern angedacht.<sup>472</sup>

Die *Global Stewardship Principles* bestehen in Teil 1 aus 7 Prinzipien, die in Teil 2 um Erklärungen ergänzt werden. Dadurch folgen sie dem üblichen Schema aus Prinzipien und Erklärungen und konzentrieren die Prinzipien dabei eben auf die Anzahl von 7. Inhaltlich und systematisch unterscheiden sich die *ICGN Global Stewardship Principles* allerdings teilweise von den zuvor dargestellten Kodizes. Diese Unterschiede lassen sich zum Teil damit begründen, dass es sich bei den *ICGN* Prinzipien um einen supranationalen Kodex handelt, der den nationalen Stewardship Kodizes ihren Geltungsrang nicht abtragen will. Vielmehr sollen die *ICGN Global Stewardship Principles* als Vorbild und Hilfestellung auch bei der Entwicklung neuer nationaler Stewardship Kodizes angesehen werden, sie adressieren somit auch die „Regulatoren und Standardsetzer in den verschiedenen internationalen Jurisdiktionen“.<sup>473</sup> Teilweise setzen die *ICGN* Prinzipien dabei auch ihre eigenen Schwerpunkte:

Bereits das erste Prinzip macht deutlich, dass Investoren (im Rahmen der *ICGN* Prinzipien umfasst dieser Begriff sowohl *asset owner* wie auch *asset manager*)<sup>474</sup> neben den *ICGN* Prinzipien nationale Stewardship Regelungen beachten sollen. Weiterhin soll nach diesem allgemeinen und einführenden Prinzip eine Grundlage für die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung umschrieben werden, insbesondere in dem organisatorische Anforderungen an die Einführung von Stewardship Aspekten in den Erklärungen zu diesem Prinzip dargestellt werden.

Nach dem allgemein gehaltenen ersten Prinzip sollen Investoren nach dem zweiten Prinzip eine *Stewardship policy* erarbeiten. Diese *policy* soll die zukünftige Wahrnehmung der Stewardship Verantwortung umschreiben, sodass sie im Wesentlichen einer Stewardship Erklärung entspricht, die als Bestandteil eines Rahmenprinzips das Gegenstück zu den periodischen Berichten über die vergangenheitsbezogene Wahrnehmung der in der Erklärung umschriebenen Stewardship Verantwortung darstellt. Die Veröffentlichung dieser Erklärung ist zusammen mit der Veröffentlichung der periodischen Berichte allgemein im letzten Prinzip geregelt.<sup>475</sup>

---

<sup>472</sup> Vgl. hierzu oben, S. 80 ff.; in Hinblick auf eine Ausgliederung in den Niederlanden vgl. S. 119 ff.

<sup>473</sup> *ICGN*, Policy Priorities 2016/17, S. 4.

<sup>474</sup> Vgl. hierzu *ICGN*, Global Stewardship Principles 2016, S. 5.

<sup>475</sup> Dazu sogleich.

Die Prinzipien drei und vier beschreiben die Aufgaben von Investoren ihre Portfoliogesellschaften zu überwachen und Dialogoptionen und weitere Einwirkungsmöglichkeiten zu wahrzunehmen. Besonders erwähnt wird, dass Investoren die Corporate Governance Strukturen ihrer Portfoliogesellschaften überwachen sollen und dabei vor allem auf Abweichungen von relevanten Corporate Governance Kodizes achten sollen.<sup>476</sup> Die Gefahr des *acting in concert* wird zwar aufgezeigt, allerdings wird keine Lösung oder praktische Verhaltensweise vorgegeben.<sup>477</sup> Hinsichtlich der Problematik des Insiderhandels sehen die *ICGN Global Stewardship Principles* allerdings den Umgang mit Insiderinformationen nicht mehr so offen vor wie dies noch die *ICGN Global Governance Principles* taten: letztere ermöglichten ähnlich des britischen Kodex noch in Prinzip 16.2 eine bewusste Insiderstellung. Eine entsprechende Vorschrift wurde in die *ICGN Global Stewardship Principles* nicht übernommen, sodass eine solche bewusste Insiderstellung nach diesen Prinzipien nicht mehr empfohlen wird.<sup>478</sup>

Hinsichtlich der Stimmrechtsabgabe empfiehlt Prinzip 5 und die dazugehörigen Erklärungen, dass Investoren sich mit den Verwaltungsvorschlägen zur Stimmrechtsabgabe kritisch auseinandersetzen sollen und gegebenenfalls auch dagegen stimmen sollen, die Verwaltung aber darüber zuvor informieren sollen.<sup>479</sup> Investoren sollen auch angeben, wenn sie Stimmrechtsberatung in Kauf nehmen, weiterhin sollen sie sich aber auch mit den Empfehlungen dieser Berater kritisch auseinandersetzen.<sup>480</sup>

Vergleichswise prominent ist in Prinzip 6 schließlich die Rolle von *ESG* Aspekten bei der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung dargestellt. Demnach sollen Investoren sich mit systematischen Risiken und dem Geschäftsumfeld ihrer Portfoliogesellschaften beschäftigen.<sup>481</sup> Weiterhin sollen sie selbst ihre Investitionen nach *ESG* Aspekten ausrichten und ihre Portfoliogesellschaften dazu

---

<sup>476</sup> Vgl. hierzu Erklärung 3.4. und 3.5.

<sup>477</sup> Vgl. hierzu Erklärung 4.5.; allerdings sagt dieser Verweis auf „*individual market regulations regarding acting in concert and market manipulation*“ wieder wenig darüber aus wie genau Investoren miteinander kommunizieren können. Vgl. zur Darstellung der Problematik im europäischen Kontext unten, S. 327 ff.; eine ähnliche „Lösung“ des Problems findet sich auch im japanischen Kodex wieder, der ebenfalls relativ nichtssagend auf relevante Regelungen verweist, vgl. hierzu oben, S. 110 ff.

<sup>478</sup> Die *ICGN Global Principles* verweisen nur noch ganz am Rande der Erklärung 1.6 auf die Insiderhandelsproblematik; vgl. zum problematischen Umgang mit Insiderinformationen und der Möglichkeit einer bewussten Insiderstellung unten, S. 323 ff.; vgl. hinsichtlich des Umgangs des britischen Kodex mit der Insiderhandelsproblematik, S. 73 ff.

<sup>479</sup> Vgl. hierzu Erklärung 5.2.

<sup>480</sup> Vgl. hierzu Erklärung 5.5.

<sup>481</sup> Vgl. hierzu Erklärung 6.2 und 6.3.

ermutigen *ESG* Aspekte zu berücksichtigen.<sup>482</sup> Ähnlich wie vor allem die *UN PRI* aber auch der nationale südafrikanische *CRISA* Kodex, aber wohl anders als die meisten anderen Stewardship Kodizes, in denen *ESG* allenfalls am Rande erwähnt wird, sehen die *ICGN* Prinzipien also *ESG* Aspekte als ganz bedeutenden Anteil der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung an. Diese Regelungen in den *ICGN* Prinzipien gehen dabei bereits auf die *ICGN Global Governance Principles* zurück, die bereits *ESG* eine große Bedeutung beigemessen haben.<sup>483</sup> Die Erwähnung von *ESG* fand sich auch bereits in der Fassung von 2007 wieder und wurde somit in zeitlicher Nähe zur Veröffentlichung der *UN PRI* eingefügt. Die *ICGN Global Governance Principles* haben also vor allem im Zuge der Diskussion von *ESG* Aspekten nach der Veröffentlichung der *UN PRI* diesen Aspekten eine herausgehobene Stellung einräumen wollen und diese Stellung bis heute beibehalten.

Wie bereits angedeutet beinhaltet das siebte Prinzip Publizitätsanforderungen an Investoren hinsichtlich der Veröffentlichung ihrer Stewardship Erklärung und damit verbundener *policies*. Somit stellt Prinzip 7 zusammen mit dem zweiten Prinzip wieder den bekannten Rahmen aus anfänglicher Stewardship Erklärung und rückblickenden Stewardship Berichten dar.

Zusammenfassend handelt es sich bei den *ICGN* Prinzipien also zunächst um einen supranationalen Kodex. Dieser verweist daher vor allem auf die Beachtung nationaler Stewardship Kodizes. Die Möglichkeit einer bewussten Insiderstellung, wie es der britische Kodex vorsieht und die *ICGN Global Governance Principles* noch vorsahen, wurde in den *ICGN Global Stewardship Principles* nicht mehr übernommen. Weiterhin machen diese Prinzipien aber vor allem deutlich, dass *ESG* Aspekten eine besondere Stellung bei der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung einnehmen sollen.

Die Tatsache, dass die Verantwortung von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern in einem eigenen Kodex geregelt wird und ganz bewusst aus den Corporate Governance Prinzipien des *ICGN* ausgegliedert wurden, zeigt dass auch das *ICGN* Stewardship als einen selbstständigen Teil neben den Corporate Governance Regelungen ansehen will. Dadurch schließt sich das *ICGN* der Vorgehensweise in Großbritannien und Japan an, die auch in den Niederlanden bereits erwogen wird.

## § 7. Sonstige Stewardship Kodizes und Pflichten

Neben den dargestellten nationalen Kodizes wurden in den letzten Jahren in verschiedenen weiteren Ländern nationale Regelungen in Form von Gesetzen und Kodizes entwickelt, die Inhalte von Stewardship umfassen. Im Folgenden soll

<sup>482</sup> Vgl. hierzu Erklärung 6.4 und 6.5.

<sup>483</sup> *ICGN*, Global Governance Principles 2014, Prinzip 15.1 b).

noch ein abschließender Überblick über diese Kodizes und gesetzliche Regelungen gegeben werden.

Zunächst sollen Kodizes und Pflichten in Dänemark (*A.*), in Italien (*B.*), in Brasilien (*C.*), Singapur (*D.*) und schließlich in Taiwan (*E.*) dargestellt werden.

### **A. Der dänische Stewardship Code**

Der dänische *Stewardship Code*<sup>484</sup> ist erstmals am 29. November 2016 veröffentlicht worden und stellt somit einen der jüngeren Kodizes dar.

Die dänische Regierung gelangte zur Erkenntnis, dass sich die Rolle von Aktionären und Investoren derzeit wandelt, sodass der Minister für Unternehmen und Wachstum im Januar 2016 die dänische Corporate Governance Kommission mit der Erstellung eines Stewardship Kodex beauftragte.<sup>485</sup> Dieser Kodex sollte dabei den britischen *Stewardship Code* zum Vorbild nehmen.<sup>486</sup> Ziel des Kodex ist dabei zum einen den langfristigen Wert dänischer Unternehmen zu steigern und dadurch auch langfristige Wertsteigerungen für Investoren zu bewirken.<sup>487</sup>

Adressaten des Kodex sind dabei sowohl *asset owner* wie auch *asset manager*, die in dänische Unternehmen investieren. Hierbei sind vor allem Investmentfonds, Versicherungsunternehmen, Investmentunternehmen, Pensionsfonds und Finanzinstitute gemeint.<sup>488</sup> Auch soll der Kodex freiwillig berücksichtigt werden und dann nach dem *comply or explain* Grundsatz funktionieren.<sup>489</sup>

Inhaltlich zeigt sich dann ganz besonders die Anlehnung zum britischen Vorbild: Wie auch der britische Kodex besteht der dänische Kodex aus sieben Prinzipien. Diese sieben Prinzipien decken sich inhaltlich größtenteils mit dem britischen Kodex. Systematisch beginnt der Kodex wie auch der britische Kodex mit einer anfänglichen Stewardship Erklärung und endet in Prinzip 7 mit einer jährlichen Berichtspflicht. Auch die anderen Prinzipien sind systematisch an gleicher Stelle wie im britischen Vorbild, einzig das Prinzip hinsichtlich des Themas „Interessenskonflikte“ befindet sich im dänischen Kodex an vorletzter und nicht an zweiter Stelle.

Welchen Erfolg dieser Kodex in Zukunft haben kann lässt sich allerdings noch nicht abschätzen. International tätige Investoren, insbesondere solche, die

<sup>484</sup> *The Committee on Corporate Governance, Stewardship Code* (Dänemark) 29.11.2016.

<sup>485</sup> *Ministerium für Industrie, Unternehmen und Finanzen*, Pressemitteilung vom 25.01.2016: Aktivt ejerskab skal understøtte en sund udvikling i danske virksomheder, 2016, abrufbar unter: <http://em.dk/nyheder/2016/16-01-25-aktivt-ejerskab> (zuletzt geprüft: 27.02.2017).

<sup>486</sup> Ebd.

<sup>487</sup> *The Committee on Corporate Governance, Stewardship Code* (Dänemark) 29.11.2016 S. 3, Preface.

<sup>488</sup> Ders., S. 4. Introduction Nr. 2.

<sup>489</sup> Ders., S. 5 Introduction Nr. 4.

auch in Großbritannien tätig sind, werden sich diesem Kodex vermutlich unterwerfen, da sie sich regelmäßig bereits mit Stewardship in Großbritannien beschäftigt haben und die inhaltliche Deckungsgleichheit der Kodizes insofern eine Anwendung in Dänemark erleichtert.

## B. EFAMA und der Assogestioni Stewardship Kodex in Italien

Die *European Fund and Asset Management Association (EFAMA)* hat ebenfalls einen Kodex erstellt, der von einigen nationalen Vereinigungen, wie der italienischen Vereinigung der *Asset Manager „Assogestioni“*, aufgegriffen wurde.

Der *EFAMA Code for External Governance<sup>490</sup>* aus dem Jahr 2011 richtet sich vor allem an Vermögensverwalter, die *EFAMA* neben sonstigen institutionellen Investoren repräsentiert. Insofern ist der Kodex hinsichtlich seines subjektiven Anwendungsbereich etwas enger gehalten und eben auf *Investment Management Companies (IMC)* also Vermögensverwalter beschränkt. Die Prinzipien sollen dabei den Vermögensverwaltern eine Hilfe an die Hand geben, wenn sie langfristige Investitionen in Unternehmen anstreben.

Inhaltlich gibt der Kodex 6 Prinzipien vor, die jeweils noch durch *Best Practice* Empfehlungen ergänzt werden. Diese Prinzipien umfassen in Prinzip 1 und 6 jeweils wieder die als Rahmenprinzipien bezeichneten Stewardship Erklärungen und jährlichen Berichtspflichten. Dazu kommen Prinzipien zur Kontrolle und Stimmrechtswahrnehmung und Kooperation mit anderen Investoren. Ein Prinzip zu Interessenkonflikten ist nicht enthalten, allerdings sollen *IMC's* den Umgang mit dieser Thematik nach Prinzip 1 in ihrer anfänglichen Stewardship Erklärung regeln.

Insofern orientiert sich der Kodex insgesamt sehr stark an dem britischen Stewardship Kodex, sodass inhaltlich wenige Unterschiede festzustellen sind.

Basierend auf diesem Kodex wurde unter anderem in Italien durch die italienische Vereinigung der asset manager „*Assogestioni*“<sup>491</sup> 2013 der Kodex „*Principi Italiani Di Stewardship*“<sup>491</sup> entworfen. Ähnlich wie beim Eumedion Kodex in den Niederlanden handelt es sich bei diesem Kodex also nicht um einen staatlich initiierten Kodex, sondern eben um einen Kodex, der von einer Vereinigung von *asset manager* geschaffen wurde.

Inhaltlich deckt sich der Kodex dann auch mit dem EFAMA Kodex, auf dem er basiert. Der Kodex umfasst ebenfalls 6 Prinzipien. Einzig die *Best Practice* Vorschriften des EFAMA Kodex übernimmt der *Assogestioni* Kodex nicht.

---

<sup>490</sup> EFAMA, Code for External Governance 06.04.2011.

<sup>491</sup> *Assogestioni, Principi Italiani Di Stewardship* 1.10.2013.

## C. Amec Stewardship Code in Brasilien

In Brasilien wurde gegen Ende 2016 ebenfalls ein Stewardship Kodex durch *Amec*, der „*Amec Stewardship Code*“<sup>492</sup> veröffentlicht. *Amec* ist wieder keine staatliche Organisation, sondern eine Vereinigung von institutionellen Investoren, sodass es sich bei dem *Amec* Kodex wieder um einen nichtstaatlichen Kodex handelt.

Der Kodex nimmt sich ausdrücklich den britischen Kodex zum Vorbild und enthält entsprechend auch 7 Prinzipien, die im wesentlichen dem bekannten Muster aus Rahmenprinzipien (Prinzipien 1 und 7), sowie Interessenskonflikten (Prinzip 2), Kontrolle von Portfolio gesellschaften (Prinzip 4), Stimmrechtswahrnehmung (Prinzip 5) und kollektives Zusammenwirken mit anderen Investoren (Prinzip 6) folgen.

Auffällig, insbesondere im Vergleich zum britischen Kodex, ist das Prinzip 3: Nach diesem sollen institutionelle Investoren vor allem auch ESG Aspekte bei ihren Investitionen und der Ausübung von Stewardship Verantwortung berücksichtigen.

Auch wenn es der Kodex nicht ausdrücklich erwähnt, lehnt er sich insofern also an die *UN PRI* und den südafrikanischen Kodex an und rückt somit soziale Themen und Umweltthemen deutlicher in den Fokus als es das britische Vorbild tut.

## D. Singapur Stewardship Code

Ein weiterer junger Kodex stellen die am 2. November 2016 veröffentlichten *Singapore Stewardship Principles (SSP)*<sup>493</sup> dar.

Dieser Kodex wurde auch wieder durch eine Vereinigung von Investoren, der SSP Working Group, entwickelt und stellt somit grundsätzlich eine nicht staatliche Initiative dar. Allerdings unterstützt die *Monetary Authority of Singapore (MAS)* diesen Kodex, sodass die *SSP* insgesamt wohl auch von staatlicher Seite anerkannt werden. Auf die rechtliche Qualität und Wirkung hat dies allerdings wieder keinen Einfluss: Die *SSP* stellen insofern ein freiwilliges Regelwerk dar, dem sich Investoren freiwillig unterwerfen können.

Der Kodex geht dabei auch auf das Statement "The role of shareholders in engaging with companies in which they invest"<sup>494</sup> zurück, das dem Singapur Corporate Governance

<sup>492</sup> *Amec*, Amec Stewardship Code 2016.

<sup>493</sup> SSP Working Group, Singapore Stewardship Principles 02.11.2016.

<sup>494</sup> MAS, Singapur Corporate Governance Code 02.05.2012, S. 33.

Kodex anhing. Dieses *Statement* war dadurch allerdings nicht Bestandteil des eigentlichen Kodex.<sup>495</sup> Insofern stellen die *SSP* eine Weiterentwicklung dar, die Stewardship eine eigenständige Geltung in Singapur einräumen.

Inhaltlich sind wieder eindeutige Parallelen zum britischen, aber vor allem auch zum japanischen Kodex zu erkennen: Der aus 7 Prinzipien bestehende Kodex enthält wieder die aus dem britischen Kodex bekannten Prinzipien. Wie der japanische Kodex in Prinzip 7 enthalten auch die *SSP* in Prinzip 2 eine besondere Vorschrift, die den Investoren aufträgt sich mit ihren Portfoliounternehmen zu beschäftigen und sich Recherchen und Dialoge mit dem Unternehmen ausreichende Kenntnisse über deren Tätigkeiten zu verschaffen.<sup>496</sup> Insofern sieht man hier neben den grundlegenden Einflüssen des britischen Kodex auch die besonderen Einflüsse des japanischen Kodex. Die *SSP Working Group* erkennt den britischen und den japanischen Kodex entsprechend auch als Vorbilder an.<sup>497</sup>

## E. TWSE Stewardship Principles for Institutional Investors in Taiwan

Ebenfalls ein relativ junger Kodex sind die am 30. Juni 2016 veröffentlichten *Stewardship Principles for Institutional Investors*.<sup>498</sup> Der Kodex wurde von der Corporate Governance Gruppe der *Taiwan Stock Exchange (TWSE)* entwickelt und veröffentlicht. Da die *TWSE* ein nicht staatliches Unternehmen ist handelt es sich somit grundsätzlich um einen nicht staatlichen Kodex. Die Finanzaufsicht von Taiwan hat aber bedeutenden Einfluss auf die *TWSE* und stellt mindestens ein Drittel der Direktoren des Verwaltungsrats.<sup>499</sup> Auch wurde die *Corporate Governance Group* der *TWSE* infolge eines staatlichen Auftrags gebildet und Repräsentanten der Finanzmarktaufsicht und des Handels- und Wirtschaftsministerium gehörten dieser Gruppe an.<sup>500</sup> Insgesamt ist der Kodex damit deutlich näher staatlich angelehnt als es die rein privaten Initiativen der Investoren beispielsweise in den Niederlanden sind.

Inhaltlich besteht der Kodex aus 6 Prinzipien, die auch wieder im Wesentlichen dem Vorbild des britischen Stewardship Kodex nachempfunden sind. Wie beim zuvor dargestellten Kodex aus Singapur zeigt das Prinzip 4 des *TWSE* Ko-

---

<sup>495</sup> Becker/Werder, AG 2016, 761, 765.

<sup>496</sup> Vgl. zum japanischen Kodex oben, S. 110 ff.

<sup>497</sup> *SSP Working Group*, Stewardship for Singapore Investors: A matter of Principles, 2016, abrufbar unter: [http://www.stewardshipasia.com.sg/principles/SSP\\_press\\_release.pdf](http://www.stewardshipasia.com.sg/principles/SSP_press_release.pdf) (zuletzt geprüft: 28.02.2017) S. 5.

<sup>498</sup> *TWSE*, Stewardship Principles for Institutional Investors 30.06.2016.

<sup>499</sup> *TWSE*, The Organization.

<sup>500</sup> *TWSE*, Organizational Structure Corporate Governance Group.

dex aber wieder, dass auf einen Dialog mit Unternehmen und die Berücksichtigung der Ansichten der Geschäftsführung der Unternehmen besonderer Wert gelegt werden soll. Insofern diente das Prinzip 7 des japanischen Kodex wieder als Vorbild.

Insgesamt lässt sich also bei den asiatischen Kodizes zum einen der britische Kodex als direktes Vorbild erkennen.

Der japanische Kodex scheint aber ebenfalls deutlichen Einfluss auf die zeitlich nach diesem entwickelten Kodizes in Asien gehabt zu haben. Insbesondere die Rücksichtnahme auf Ansichten der Geschäftsführung und die Pflicht für Investoren sich ausführlich über das wirtschaftliche Umfeld ihrer Portfolio gesellschaften zu informieren scheint im asiatischen Raum besondere Bedeutung zu haben, da hierfür regelmäßig eigene Prinzipien in die Kodizes aufgenommen werden.

## **§ 8. Zusammenfassung und abschließender Gesamtüberblick**

In diesem Teil wurden verschiedene Stewardship Kodizes dargestellt. Allen voran wurden nationale Stewardship Kodizes aus Großbritannien, Japan, den Niederlanden und Südafrika dargestellt. Auch die supranationalen Kodizes von den Vereinten Nationen und der Kodex des *ICGN* wurden etwas ausführlicher dargestellt. Abschließend wurde in jeweils kurzen Übersichten auf wesentliche Besonderheiten weiterer Kodizes aus Dänemark, Italien, Brasilien, Singapur und Taiwan eingegangen.

Neben den hier dargestellten Kodizes sind noch weitere, vor allem nichtstaatliche initiierte Kodizes in der Schweiz,<sup>501</sup> in Kanada,<sup>502</sup> Kenia,<sup>503</sup> Malaysia,<sup>504</sup> den

---

<sup>501</sup> ASIP; Swiss FSSF; economiesuisse; Ethos; SwissBanking; SwissHoldings, Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies 21.01.2013.

<sup>502</sup> Dieser Kodex wurde ebenfalls von einer Vereinigung von institutionellen Investoren (*CCGG*) entwickelt. Interessant ist hierbei vor allem, dass die *CCGG* bereits 2005 ein *Statement of Principles Regarding Member Activism* veröffentlicht hat, das sich mit Stewardship beschäftigt. Dieses Statement wurde im Dezember 2010 erweitert und *Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement* genannt. Siehe hierzu: *CCGG*, Statement of Principles Regarding Member Activism 2005; *CCGG*, *Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement* Dezember 2010.

<sup>503</sup> CMA Kenya, Stewardship Code for Institutional Investors 2016.

<sup>504</sup> Minority Shareholder Watchdog Group, The Malaysian Code for Institutional Investors Juni 2014.

Philippinen und Hong Kong<sup>505</sup> entwickelt worden oder befinden sich in Entwicklung.<sup>506</sup>

Deutlich wird zunächst, dass vor allem der britische Kodex als Vorbild für andere Stewardship Kodizes dient. Die *UN PRI* dienen regelmäßig als Vorbild für Kodizes, die sich schon von der Bezeichnung her als Kodex für verantwortungsvolles Investment verstehen. Viele Kodizes sehen aber sowohl den britischen wie auch die *UN PRI* als Vorbilder.

Die Interessen, die von institutionellen Investoren bei ihrem Engagement zu beachten sind unterscheiden sich teilweise: Die meisten Kodizes gehen davon aus, dass Stewardship zum langfristigen Wohle der Anleger ausgeübt werden sollte. Andere, insbesondere der japanische Kodex, sprechen davon, dass Stewardship auch besonders zum Wohle der Portfoliogesellschaften ausgeübt werden soll.

Soziale und Umweltaspekte, sowie weitere Themen (*Environmental, Social, Governance (ESG)*) sollen dabei oftmals mitberücksichtigt werden, da diese Themen langfristige Investitionen beeinflussen können. Besonders deutlich ist der Einfluss von *ESG* Aspekten bei den Kodizes, die primär die *UN PRI* als Vorbild sehen, wie beispielsweise der südafrikanische Kodex. Aber auch die meisten anderen Kodizes berücksichtigen diese Themen zumindest untergeordnet.

Adressaten der Kodizes sind institutionelle Investoren und Vermögensverwalter. Das Verständnis was ein institutioneller Investor ist divergiert dabei teilweise aber: So werden in einigen Kodizes *asset owner* und *asset manager* als *institutional investor* bezeichnet. Andere Kodizes definieren nur die *asset owner* als institutionelle Investoren und sehen die Vermögensverwalter als eine zweite Adressatengruppe.

Der Aufbau aller Kodizes ähnelt sich formal deutlich, vor allem setzen die meisten Kodizes auf zwei Rahmen Prinzipien im jeweils ersten und letzten Prinzip. Hiernach haben Investoren zunächst eine auf die Zukunft gerichtete Stewardship Erklärung abzugeben und von da an jährlich zu berichten, ob sie dem Inhalt dieser Erklärung in der vergangenen Berichtsperiode gerecht geworden sind.

Weiterhin wird so gut wie immer die Pflicht zur Überwachung von Portfoliogesellschaften und die Stimmrechtsabgabe thematisiert. Teilweise finden sich noch Prinzipien zu Ausübung von Eingriffsmöglichkeiten unterschiedlicher Intensität bei im Rahmen der Überwachung festgestellten Problemen der Portfoliogesellschaften.

---

<sup>505</sup> *Securities and Future Commission Hong Kong, Principles of Responsible Ownership* März 2016.

<sup>506</sup> Die Darstellung dieser Kodizes würde an dieser Stelle insofern keine weiteren Erkenntnisse bieten, sodass auf eine ausführliche Darstellung an dieser Stelle verzichtet werden kann.

Insbesondere in den asiatischen Kodizes wird deutlich die Erwartung formuliert, dass sich Investoren möglichst gut über ihre Portfoliogesellschaften informieren und mit dem Management der Portfoliogesellschaften in Dialog stehen, um dadurch bestmöglich über die Hintergründe von Managemententscheidungen informiert zu sein.

Rechtliche Probleme, die insbesondere aus der Zusammenarbeit mehrerer Investoren („*acting in concert*“) oder der Weitergabe von unbekannten Informationen („*Insidertrading*“) erwachsen können, werden regelmäßig in den Kodizes als mögliche Probleme benannt, die Investoren bei ihrem Engagement zu beachten haben.

## **§ 9. Abschließende Definition und Verständnis des Begriffs „Stewardship Verantwortung“**

Zum Schluss dieses Teils soll ein grundlegendes und abschließendes Verständnis für den Begriff Stewardship Verantwortung gegeben werden. Die Grundlage für dieses Verständnis ergibt sich vor allem aus den bereits bestehenden Stewardship Kodizes und den darin umschriebenen Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren. Darüber hinaus gibt bereits der Begriff „Stewardship“ einen Hinweis auf das Verständnis von Stewardship Verantwortung. Die Verantwortung institutioneller Investoren ergibt sich auch aus deren Rolle als einflussreiche Aktionäre und Finanzmarktteilnehmer.

Im Zusammenhang mit der Umschreibung von Aufgaben institutioneller Investoren hat der Begriff „Stewardship“ seine Wurzeln im *Walker* Bericht von 2009 aus Großbritannien.<sup>507</sup> Historisch wurden in Großbritannien vor allem die Verwalter von herrschaftlichen Anwesen als „Stewards“ bezeichnet.<sup>508</sup> Auch wenn diese historische Herleitung des Begriffs zweifelsohne im Kontext der heutigen globalen Finanzwelt an Nostalgie und Romantik verliert wird man dem Begriff im Kern wohl doch eine Sinnhaftigkeit zugestehen können: Die heutigen institutionellen „Stewards“ verwalten zwar nicht mehr das Landgut des Lehnsherren in dessen Interessen, sondern Finanzgüter im Wert von vielen Milliarden Euro. Allerdings sollen auch diese „Stewards“ besonders auf die langfristigen Interessen derer achten, die ihnen ihre (finanziellen) Güter zur Verwaltung anvertraut haben.

Die Finanzmarktkrise mag insofern tatsächlich gezeigt haben, dass von der romantischen Vorstellung des „gewissenhaften Verwalters“ wenig geblieben ist. Insofern erscheint es durchaus sinnvoll das Selbstverständnis von institutionellen Investoren wieder etwas mehr in Richtung eines guten „Stewards“ zu verrücken,

---

<sup>507</sup> *Walker*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009; vgl. auch: *Fleischer/Srothotte*, AG, 221–223, 222.

<sup>508</sup> *FSA*, Minutes of the 2nd Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code, 2013.

der seinem Herrn dient und dessen Güter in dessen besten (langfristigen) Interesse verwaltet.

Stewardship umschreibt also als verantwortungsvolles Verwalten von anvertrauten Gütern.<sup>509</sup> Im Kontext institutioneller Investoren wird man etwas genauer von „shareholder stewardship“<sup>510</sup> oder „investment stewardship“<sup>511</sup> sprechen. Anvertraute Güter sind hierbei primär Geldmittel von Anlegern, die vom Investor in Wertpapiere oder andere Finanzprodukte umgewandelt werden können. Solche Mittel können aus privaten oder betrieblichen Rentenzahlungen, Beiträgen für Lebensversicherungen oder direkten Anlagen stammen. Es handelt sich dabei also um regelmäßig um langfristige Verbindlichkeiten zwischen Anleger und Investor. Entsprechend ist das Hauptziel von Stewardship dafür zu sorgen, dass die Anlagen der institutionellen Investoren diesen langfristigen Verbindlichkeiten auch gerecht werden und für eine langfristige Wertsteigerung zu Gunsten der Anleger sorgen. Daneben soll Stewardship auch den langfristigen Erfolg von Portfolio gesellschaften und der Wirtschaft im Ganzen und den Interessen der Allgemeinheit dienen können.<sup>512</sup> Die Einbeziehung von ESG Aspekten kann dabei ein wichtiger Bestandteil einer langfristigen Anlagestrategie darstellen.

Die langfristige Verwaltung von finanziellen Gütern durch institutionelle Investoren impliziert bereits, dass diese eine grundlegende Verantwortung primär gegenüber ihren Anlegern, aber auch gegenüber ihren Portfolio gesellschaften und der Allgemeinheit, haben. Aus dieser Verantwortung ergibt sich dann auch, dass in diesem Kontext auch terminologisch besser von einer Stewardship Verantwortung als von Stewardship Pflichten gesprochen werden sollte.

Im Kontext der meisten dargestellten Kodizes wird entweder von einer *Stewardship Duty* oder teilweise auch einer *Stewardship Responsibility* und nicht von einer *Stewardship Obligation* gesprochen.<sup>513</sup> Insbesondere die Unterscheidung der Be-

---

<sup>509</sup> Vgl. auch: ICGN, Global Stewardship Principles 2016 S. 5, Preamble.

<sup>510</sup> Walker, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009 S. 7.

<sup>511</sup> So tut es beispielsweise auch der weltweitgrößte *asset manager*, „BlackRock“, der eine Abteilung unterhält, die sich mit *Investment Stewardship* beschäftigt: BlackRock, Investment Stewardship.

<sup>512</sup> Teilweise wird dieser Nutzen von Stewardship noch über den Nutzen der Anleger gestellt, so beispielsweise im japanischen Kodex, vgl. hierzu: S. 108 ff.

<sup>513</sup> Vgl. insbesondere die Grundlagen des britischen Kodex, den *Walker Report*, in dem bereits von einer „duty of stewardship“ gesprochen wird: Walker, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, 2009 S. 70, vgl. hierzu oben S. 86 ff.

griffe „duty“ und „obligation“ mag im Kontext der allgemein einheitlichen deutschen Übersetzung als „Pflicht“ zwar wenig weiterführend sein.<sup>514</sup> Allerdings lässt sich im Englischen ein unterschiedliches Verständnis dieser beiden Begriffe feststellen: Obwohl nicht unumstritten, folgt im Unterschied zu einer „obligation“ eine „duty“ nicht aus der Rechtsordnung oder einer vertraglichen Pflicht, sondern vielmehr aus der Stellung eines Subjektes innerhalb eines Systems und an diese Stellung anknüpfenden Erwartungen.<sup>515</sup> Insofern ließe sich auch von einer moralischen Pflicht sprechen.<sup>516</sup> Im Zusammenhang mit institutionellen Investoren ergibt sich aus deren Stellung als finanziell dominante Akteure auf den internationalen Finanzmärkten und entsprechend der Stellung als einflussreiche Aktionäre bei ihren Portfoliogesellschaften, dass sie eine besondere Verantwortung, also eine besondere „duty“ haben diese Stellung auch zu nutzen und insofern ihren umfassenden Einfluss auf ihre Portfoliogesellschaften nicht ungenutzt zu lassen.

Stewardship Verantwortung umfasst daher regelmäßig einen umfassenden Maßnahmenkatalog, der diese aus der Stellung und Bedeutung der Investoren resultierende Verantwortung näher beschreibt. Dies umfasst zunächst Erklärungen von Investoren, durch die diese ihre Verantwortung anerkennen und die zukünftige Wahrnehmung umschreiben. Weiterhin ist die Wahrnehmung von Stimmrechten und Kontroll- und Einflussnahmemöglichkeiten regelmäßig elementarer Bestand der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung.

Insgesamt soll aus einflussreichen, aber wohl oft passiv agierenden institutionellen Investoren aktive Investoren gemacht werden, die insofern also ihre Stewardship Verantwortung ernst nehmen, sodass von diesem gesteigerten Engagement die Anleger, sowie die Portfoliogesellschaften und schließlich auch die Allgemeinheit auf lange Sicht gesehen profitieren können.

---

<sup>514</sup> Insbesondere eine Übersetzung des Begriffs „obligation“ mit „Obligation“ oder „Obliegenheit“ verbietet sich bereits aufgrund der festen Bedeutung dieser Begriffe: der Begriff „Obligation“ wird wohl regelmäßig auf das römische Recht zurückgeführt werden müssen, der Begriff „Obliegenheit“ stellt im Unterschied zur Rechtspflicht, ein nicht einklagbares Handlungsgebot dar, dessen Missachtung einen Rechtsverlust herbeiführt.

<sup>515</sup> Brandt, Mind 1964 Vol. 73, No. 291, 374, S. 386 f. und S. 387 f.; vgl. auch: Zimmermann, in: LaFollette (Hrsg.), The International Encyclopedia of Ethics, 2013, der anerkannt, dass „duty“ und „obligation“ eigentlich unterschiedliche Bedeutungen haben, „duty“ dabei zunächst insbesondere auf Pflichten infolge einer offiziellen Position beschränkt sein soll.

<sup>516</sup> Vgl. zur moralischen Pflicht auch Kant, Grundlagen zur Metaphysik der Sitten, 1870, AA IV Zeile 18 f.: „Pflicht ist die Notwendigkeit einer Handlung aus Achtung fürs Gesetz.“ Gesetz in diesem Kontext meint dabei allerdings gerade das moralische Gesetz und nicht die geschriebene Rechtsordnung. Auf den Terminus „moralische Pflicht“ soll im Rahmen dieser Arbeit allerdings, um Unklarheiten zu vermeiden, verzichtet werden. Entsprechend wird der Begriff Verantwortung gewählt, der die moralische Pflicht institutioneller Investoren zum verantwortungsvollen Umgang mit den ihnen anvertrauten finanziellen Gütern umschreiben soll.

## Kapitel III. Änderung der Aktionärsrechterichtlinie

Abschließend und als Überleitung zum folgenden Teil, der rechtlichen Würdigung der Möglichkeit zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung, soll hier die geänderte Aktionärsrechterichtlinie (Richtlinie 2007/36/EG geändert durch Richtlinie 2017/828/EU)<sup>517</sup> besprochen werden.

Ein Richtlinienvorschlag wurde ursprünglich im April 2014 durch die EU Kommission veröffentlicht und befasste sich mit verschiedenen Vorschlägen zur Verbesserung der Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften. Dieser Vorschlag wurde vom europäischen Parlament und europäischem Rat überarbeitet und schließlich am 20.05.2017 im europäischen Amtsblatt als Richtlinie veröffentlicht.

Im Folgenden soll in wesentlichen Grundzügen dargestellt werden worauf der Vorschlag historisch gründet (§ 1.). Als zweites soll der Inhalt des Vorschlages in seiner ursprünglichen Form und in der aktuellen Form dargestellt und vor allem hinsichtlich der Relevanz für den Bereich der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren besprochen werden (§ 2.). Die Ergebnisse werden abschließend zusammengefasst (§ 3.).

Eine Besprechung der rechtlichen Kritik für und wider des Inhalts des Vorschlages soll schließlich auch erst detailliert im folgenden Teil erfolgen, der sich eben genau mit der Möglichkeit der Umsetzung einer solchen Richtlinie in Deutschland und damit verbundenen rechtlichen Problemen beschäftigt.<sup>518</sup>

### § 1. Die Entstehung des Richtlinienvorschlags

Die Änderungsrichtlinie geht zurück auf einen Vorschlag der EU Kommission zur Änderung der „Aktionärsrechterichtlinie“ 2007/36/EG.<sup>519</sup> Dazu kommen verschiedene Mitteilungen und Maßnahmen der EU Kommission wie die Mitteilung „Europa 2020“<sup>520</sup> aus dem Jahr 2010 und die beiden Grünbücher „Corporate

---

<sup>517</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.05.2017 20.05.2017

<sup>518</sup> Siehe hierzu unten: S. 207 ff.

<sup>519</sup> Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie 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 2014

<sup>520</sup> Europäische Kommission, Mitteilung der EU Kommission EUROPA 2020 Eine Strategie für intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum.

Governance in Finanzinstituten“<sup>521</sup> und „Europäischer Corporate Governance Rahmen“.<sup>522</sup> Diese mündeten schließlich in den Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“.<sup>523</sup>

Im Folgenden werden einleitend zunächst die Aktionärsrechterichtlinie 2007 (A.), die Mitteilung „Europa 2020“ (B.), und die beiden Grünbücher Corporate Governance in Finanzinstituten“ (C.), „Europäischer Corporate Governance Rahmen“ (D.) und der „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ (E.) kurz dargestellt.

## A. Die Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG aus dem Jahr 2007

Die „Aktionärsrechterichtlinie“ 2007/36/EG aus dem Jahr 2007 beschäftigt sich zunächst vor allem mit „Probleme[n] im Zusammenhang mit der Stimmrechtsausübung“.<sup>524</sup>

Stimmrechte sollten der Richtlinie nach durch die Inhaber der Aktien ausgeübt werden können, da sich diese Rechte „in dem Preis niederschlagen, der für den Erwerb der Aktien zu zahlen ist“.<sup>525</sup> „Darüber hinaus [sei] eine wirksame Kontrolle durch die Aktionäre eine Grundvoraussetzung für eine solide Unternehmensführung und sollte daher erleichtert und gefördert werden.“<sup>526</sup>

Um diese Ziele zu erreichen, sollte durch die Richtlinie insbesondere die Stimmrechtsausübung erleichtert werden:

So sollte gemäß Art. 8 die Teilnahme an der Hauptversammlung auch auf elektronischem Wege möglichst werden, sodass insbesondere auch ausländische Investoren wesentlich einfacher die Hauptversammlung, beispielsweise über das Internet, verfolgen können.

Mit dem gleichen Ziel soll auch eine Abstimmung per Brief nach Art. 12 in den Mitgliedsstaaten ermöglicht werden.

---

<sup>521</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten 02.06.2010.

<sup>522</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen 05.04.2011.

<sup>523</sup> Europäische Kommission, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, 2012.

<sup>524</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2007/36/EG über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften 11.07.2007, Einleitung, Abs. I.

<sup>525</sup> Dies., Einleitung Abs. III.

<sup>526</sup> Dies.

Neben diesen direkten Möglichkeiten hat die Richtlinie ebenfalls die Harmonisierung des Abstimmens durch Stimmrechtvertreter bezweckt.<sup>527</sup> Die Bestellung eines Vertreters soll nach Art. 11 elektronisch erfolgen können, wenn der Stimmrechtsvertreter die Voraussetzungen des Art. 10 erfüllt.

Auch Mitwirkungsrechte wie das Fragerecht der Aktionäre wurde in Art. 9 aufgenommen und ermöglichte insbesondere auch wieder eine elektronische Teilnahme und Mitwirkung an der Hauptversammlung durch Fragen.<sup>528</sup>

## B. Die Mitteilung „Europa 2020“ aus dem Jahr 2010

Nach der Richtlinie aus dem Jahr 2007 war die Mitteilung der Kommission vom 03.03.2010 mit dem Titel „Europa 2020“ wesentlicher Ausgangspunkt für die Überlegungen, ob und wie die Aktionärsrechterichtlinie zu erweitern sei:

„Die Kommission hat in ihrer Mitteilung „Europa 2020“ anerkannt, wie wichtig es ist, einen modernen und wirksamen Corporate-Governance-Rahmen für europäische Unternehmen, Anleger und Beschäftigte zu schaffen, der auf die Bedürfnisse der heutigen Gesellschaft und das sich verändernde wirtschaftliche Umfeld abgestimmt ist; in der Mitteilung wird eine Verbesserung des Unternehmensumfelds in Europa gefordert.“<sup>529</sup>

Die Mitteilung „Europa 2020“ erfolgte vor allem im Lichte der 2010 sich auf dem zwischenzeitlichen Höhepunkt befindenden Wirtschafts- und Finanzkrise. Es werden in der Mitteilung entsprechend Probleme und Lösungsvorschläge dargestellt, die die Ursachen und Folgen der Finanzmarktkrise betreffen. Insbesondere beschäftigt sich die Mitteilung mit der Schaffung von Arbeitsplätzen und der Sicherung der Lebensqualität in Europa im zweiten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts.

<sup>527</sup> Vgl. auch: *Zetsche*, NZG 2007, 686–692, 689f.

<sup>528</sup> Vgl. hierzu und zur Umsetzung von Art. 9 durch das ARUG in Deutschland: *Kersting*, NZG 2010, 130–135, 130 ff.

<sup>529</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie 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 2014, S. 2.

Neben weiteren Forderungen steht auch hier die Forderung der Verbesserung des Unternehmensumfeldes, die auch so im Richtlinienvorschlag von 2014 aufgegriffen wurde.<sup>530</sup>

Konkrete Maßnahmen wie eine solche „Verbesserung“ erfolgen soll werden in der Mitteilung allerdings nicht vorgeschlagen.

### C. Das Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten“ aus dem Jahr 2010

Kurze Zeit nach der Mitteilung „Europa 2020“ veröffentlichte die EU Kommission am 02.06.2010 ein Grünbuch mit dem Titel „Corporate Governance in Finanzinstituten“.<sup>531</sup>

Dieses Grünbuch reiht sich ein in eine Reihe von Grünbüchern, die die EU Kommission seit Mitte der 80er Jahre veröffentlicht hat und die dazu bestimmt sind eine Diskussion zu bestimmten Themen auf europäischer Ebene anzustoßen.<sup>532</sup>

Das Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten“ beschäftigt sich inhaltlich mit – wie der Titel bereits vermuten lässt – den Kontrollmechanismen von Finanzinstituten insbesondere in Hinblick auf deren Versagen vor und in der Finanzkrise. Durch die Finanzkrise sei demnach insbesondere bei Finanzinstituten deutlich geworden, dass Grundsätze der *Corporate Governance* zwar formal eingehalten worden wären, praktisch aber ohne Wirkung gewesen wären.<sup>533</sup>

Interpretationsspielräume seien zu groß und *Corporate Governance* Pflichten würden oft zu reinem „*box ticking*“ ohne sinnvolle Anwendung, Sanktionsmechanismen lägen meistens nicht vor und auch die staatliche Aufsicht zur Einhaltung von *Corporate Governance* Pflichten sei mehr als mangelhaft.<sup>534</sup>

Dieser Mangel wird von der Kommission auf ein Versagen der Funktionswahrnehmung des Verwaltungsrats und der Aktionäre zurückgeführt.

Hinsichtlich des Verwaltungsrats beschreibt die Kommission das Versagen wie folgt:

---

<sup>530</sup> Vgl. *Europäische Kommission*, Mitteilung der EU Kommission EUROPA 2020 Eine Strategie für intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum, S. 8, 20f., 25, 37.

<sup>531</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten 02.06.2010.

<sup>532</sup> *Europäische Kommission*, Grünbücher, 2015.

<sup>533</sup> Dies. S. 6.

<sup>534</sup> Dies.

Die Finanzkrise hat deutlich belegt, dass die Verwaltungsräte der Finanzinstitute ihre Schlüsselrolle als Machtzentrum nicht wahrgenommen haben. Deshalb waren sie nicht in der Lage, die Geschäftsführung wirksam zu kontrollieren und eine kontradiktoriale Analyse der ihnen zur Genehmigung vorgelegten Maßnahmen oder strategischen Orientierungen vorzunehmen.<sup>535</sup>

Das Versagen des Verwaltungsrats sei vor allem auf eine unzulängliche Besetzung des Aufsichtsorgans mit fachlich qualifizierten und engagierten und gewissenhaften Verwaltungsräten zurückzuführen.<sup>536</sup>

Im Hinblick auf die Entwicklung des Kommissionsvorschlags aus dem Jahr 2014 und der hier behandelten Stewardship Verantwortung ist dann vor allem die Feststellung hinsichtlich der Rolle der Aktionäre interessant:

Im Zuge der Finanzkrise ist jetzt festzustellen, dass das Vertrauen in das Modell des Aktionärs als Eigentümer und an der langfristigen Überlebensfähigkeit des Unternehmens Beteigter erheblich beschädigt wurde. [...]

[Die Aktionäre] zeigen offenbar oftmals geringes Interesse an den langfristigen Zielen der Governance der Unternehmen/Finanzinstitute, in die sie investieren und können aufgrund ihres relativ kurzen und teilweise sogar extrem kurzen Anlagehorizonts (drei bis sechs Monate) selbst Triebkräfte einer übermäßigen Risikoneigung sein. Für diese zunehmende Passivität bzw. das Desinteresse der Aktionäre gegenüber den Finanzinstituten, an denen sie beteiligt sind, gibt es mehrere mögliche Gründe[.]<sup>537</sup>

Im Kern spiegelt sich hierin also der Vorwurf der Aktionärspassivität wieder, der hier als Phänomen der 2000er Jahre dargestellt wird und auf eine „neue Kategorie von Aktionären“ zurückgeführt wird, die vor allem kurzfristig orientiert anlegen und kein „mit dem Besitz von Wertpapieren verbundene[s] Gefühl der Eigentümerschaft“ haben.<sup>538</sup>

---

<sup>535</sup> Dies., S. 7.

<sup>536</sup> Dies.

<sup>537</sup> Dies., S. 8f.

<sup>538</sup> Dies.

Wie in der geschichtlichen Darstellung am Anfang dieser Arbeit aber bereits dargestellt wurde, ist „Passivität“ kein so neuer Vorwurf, der den Aktionären gemacht wird.<sup>539</sup> Dieser Vorwurf tauchte mehr oder weniger deutlich des Öfteren bereits, insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Krisen, auf.

Durchaus bemerkenswert ist allerdings die Deutlichkeit mit der die EU Kommission hier die Kritik an der Rolle der Aktionäre und an den aktuellen *Corporate Governance* Praktiken großer (Finanz-) Aktiengesellschaften übt. Auch wenn der Vorwurf wohl nicht in jedem Fall dahingehend zu verstehen ist, dass auf Seiten der Aktionäre ein genereller Unwillen zur aktiven Gestaltung der Unternehmenspolitik vorherrscht, da strukturelle Probleme, wie beispielsweise „das Fehlen wirkungsvoller Rechte zur Ausübung ihrer Kontrollbefugnisse“, wohl ebenfalls die Aktionäre in die Passivität gedrängt hätten.<sup>540</sup>

Auf Grundlage dieses Grünbuchs führte die EU Kommission eine Konsultation durch, durch die die Adressaten (alle Bürger und Organisationen, insbesondere solche, die mit europäischen Aktiengesellschaften (SE) in Verbindung stehen) aufgeforderten wurden, Stellung zu den Inhalten des Grünbuchs zunehmen.<sup>541</sup>

Die insgesamt sehr unterschiedlichen Antworten in den 214 Stellungnahmen, die auf die Inhalte des Grünbuchs eingingen, sprachen sich jedoch insgesamt nachdrücklich für eine effektivere Aufsicht aus und stimmten somit im Wesentlichen den Forderungen der EU Kommission zu.<sup>542</sup>

#### **D. Das Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rahmen“ aus dem Jahr 2011**

Direkt darauf folgte das im April 2011 von der Kommission veröffentlichte Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rahmen“.<sup>543</sup> Dieses Grünbuch beruft sich auch wieder auf die Mitteilung Europa 2020 und sieht als ihr wesentliches Ziel die Wiederherstellung des Vertrauens der Bürger in den Finanzmarkt an.<sup>544</sup>

---

<sup>539</sup> Vgl. oben S. 31ff.

<sup>540</sup> Vgl. *Europäische Kommission*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten 02.06.2010, S. 9.

<sup>541</sup> *Europäische Kommission*, Konsultation - Grünbuch "Corporate Governance in Financial Institutions", 2010.

<sup>542</sup> *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. (2012), S. 395.

<sup>543</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen 05.04.2011.

<sup>544</sup> Dies., S. 2.

Hierzu sollten insbesondere *Corporate Governance* Strukturen gestärkt und die soziale Verantwortung von Unternehmen verbessert werden.<sup>545</sup>

Als Pendant zu dem zuvor dargestellten Grünbuch, das sich mit den Finanzinstituten, die die Finanzierung bereitstellen beschäftigt, behandelt das Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rahmen“ also als Gegenstück die Unternehmen, die die Finanzierung empfangen. Insofern stellen sich viele Fragen, die im Rahmen des Grünbuchs „Corporate Governance in Finanzinstituten“ bereits behandelt wurden, erneut dieses Mal aus Sicht von Unternehmen.<sup>546</sup>

Dies betrifft, neben Vorschlägen zur Änderung der Praxis von Verwaltungsräten und dem Umgang mit dem „*comply or explain*“ Standard, vor allem wieder die hier relevante Beziehung zwischen Aktionären und Unternehmen:

„Der Corporate Governance-Rahmen geht von der Annahme aus, dass sich Aktionäre in Unternehmen engagieren und die Geschäftsführung für ihre Leistung zur Rechenschaft ziehen. Allerdings bestehen Hinweise darauf, dass sich die Mehrheit der Aktionäre passiv verhält und oftmals lediglich an kurzfristigen Gewinnen interessiert ist. Von daher scheint es nützlich zu sein, zu überlegen, ob nicht mehr Aktionäre dazu angehalten werden könnten, sich für nachhaltige Gewinne und längerfristige Leistungen zu interessieren, und wie sie zu einer proaktiveren Haltung in Corporate Governance-Fragen bewegt werden könnten.“<sup>547</sup>

Die Offenlegung von Stimmrechtsverhalten, wie sie bereits im zuvor dargestellten Grünbuch von 2010 angesprochen wurde, sieht die Kommission auch in diesem Grünbuch wieder als wesentliche und wichtige Grundlage für ein gesteigeretes Engagement der Aktionäre an.<sup>548</sup> Auch die Offenlegung von Vermögensverwaltungsverträgen und insbesondere deren Anreizstrukturen wird gefordert, sodass die Öffentlichkeit besser darüber informiert wird, inwiefern Vermögensverwalter kurzfristiges Anlageverhalten (i.d.R. ohne Engagement) dem langfristigen Anlageverhalten vorziehen.<sup>549</sup> Solche Offenlegungen könnten die Überwachung der Anlageverwalter verbessern und schließlich zu einer Neuaushandlung

---

<sup>545</sup> Dies.

<sup>546</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen 05.04.2011, S. 3, vgl. auch: S. 13.

<sup>547</sup> Dies. ebd. und folgende Seite.

<sup>548</sup> Dies., S. 13.

<sup>549</sup> Dies. S. 15.

von Beratungsverträgen führen, die auf ein langfristigeres Anlageverhalten gründen.<sup>550</sup> Auch die Identifikation von Aktionären durch Emittenten von Wertpapieren soll ermöglicht werden, sodass hier auch von Unternehmensseite der Kontakt mit den Aktionären gesucht und gestärkt werden kann.<sup>551</sup>

Die Antworten auf die durch das Grünbuch angestoßene Konsultation waren jedoch uneins hinsichtlich der zu ergreifenden Maßnahmen.<sup>552</sup> So bestand insbesondere hinsichtlich Möglicher der Anreiz- und Kontrollmechanismen von *asset managern* und deren kurz- beziehungsweise langfristig ausgerichteten Anlageverhalten keine Einigkeit unter den Befragten.<sup>553</sup>

## E. Der Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ aus dem Jahr 2012

Der Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance - Ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen“, den die europäische Kommission im Jahr 2012 veröffentlichte, baute wiederum auf den zuvor dargestellten Veröffentlichungen der Kommission auf und bezog sich dabei insbesondere ausdrücklich auf die Mitteilung „Europa 2020“ und das gerade dargestellte Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rahmen“ aus dem Jahr 2011.<sup>554</sup> Dieser Aktionsplan erläutert Initiativen, „die die Kommission in Hinblick auf die Modernisierung des Gesellschaftsrecht und die Verbesserung des Corporate-Governance Rahmens zu ergreifen gedacht.“<sup>555</sup>

Hierbei wird im Wesentlichen als „Hauptaktionsbereiche“<sup>556</sup> auch wieder genannt, was die Kommission auch schon im Grünbuch von 2011 genannt hat:

---

<sup>550</sup> Dies.

<sup>551</sup> Dies. S. 18.

<sup>552</sup> *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, 2012, S. 3f.

<sup>553</sup> *Europäische Kommission*, Feedback Statement zum Grünbuch "Europäischer Corporate Governance Rahmen", 2011, S. 12f.

<sup>554</sup> Dies., S. 2ff., vgl. auch: *Hupka*, GWR, 59–61, 59.

<sup>555</sup> *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, 2012, 4f.

<sup>556</sup> Dies. S. 4, hier werden die Hauptaktionsbereiche auch kurz zusammengefasst als „Transparenz, Einbeziehung von Aktionären und Wachstumsförderung“ dargestellt. Insbesondere die ersten beiden Punkte fanden sich so auch im Grünbuch von 2011 wieder.

Im Teil 2.4., widmet sich der Aktionsplan der Transparenzregeln für institutionelle Anlegern, wie sie auch schon in den Grünbüchern von 2010 und 2011 angesprochen wurden.<sup>557</sup> Hierbei nimmt sich die Kommission den *UK Stewardship Code* sowie die Kodizes aus den Niederlanden und auch die ICGN Prinzipien ausdrücklich zum Vorbild.<sup>558</sup> Die Kommission zieht hieraus den Schluss, dass institutionelle Anleger auch nach europäischen Standards offenlegen sollen, wie sie insbesondere ihre Stimmrechte wahrnehmen.

Der Inhalt dieses Aktionsplans und der vorangegangenen Grünbücher deckt sich aber (wie bereits erwähnt) teilweise sehr und scheint, abgesehen von einigen Anmerkungen in den jeweiligen Einleitungen der zeitlich später veröffentlichten Dokumenten, ohne sinnvollen Bezug aufeinander aufgebaut zu sein. Einzig der Aktionsplan mag noch als Zusammenfassung der Erkenntnisse aus den vorangegangenen Grünbüchern aufgefasst werden.<sup>559</sup> Dies lässt den Schluss zu, dass die Gruppen, die diese Grünbücher erarbeitet haben, sich nicht hinreichend abgesprochen haben, obwohl sie teilweise den gleichen Inhalt bearbeitet haben.<sup>560</sup> Hierin wurde zurecht die Gefahr der Doppel- und Überregulierung und schlimmstenfalls von Widersprüchen gesehen.<sup>561</sup>

Dieser Gefahr hat sich insbesondere der Richtlinievorschlag zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie zu stellen, den die EU Kommission bereits bei Schaffung des Aktionsplans im Sinn hatte.<sup>562</sup>

## **§ 2. Die geänderte „Aktionärsrechterichtline“ - Richtlinie 2017/828/EU zur Änderung der Richtlinie 2007/367EG**

Die im Teil zuvor dargestellten Grünbücher, Mitteilungen und der Aktionsplan mündete schließlich im Jahr 2014 in den ersten Richtlinievorschlag zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG.<sup>563</sup>

---

<sup>557</sup> Dies. S. 9.

<sup>558</sup> Dies.; letztere wurden, wie bereits dargestellt, zwischenzeitlich durch die *ICGN Global Stewardship Principles* abgelöst, vgl. hierzu S. 157 ff.

<sup>559</sup> Vgl. *Hupka*, GWR, 59–61, 59.

<sup>560</sup> *Hapt*, EuZW, 609–610, 609 f.

<sup>561</sup> Ders.

<sup>562</sup> *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, 2012, S. 9., vergleiche zur Änderungsrichtlinie der Aktionärsrechterichtlinie den so-gleich folgenden Teil.

<sup>563</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie 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 2014.

Dieser Vorschlag enthält in Artikel 3g viele zentrale Punkte der bereits dargestellten Stewardship Kodizes, insbesondere in Hinblick auf ein verbessertes Engagement von institutionellen Investoren. Darüber hinaus beschäftigt sich der Vorschlag mit der Identifizierung von Aktionären durch Unternehmen und schließlich noch mit einzelnen Kontrollrechten, die den Aktionären eingeräumt werden sollten, insbesondere in Hinblick auf Vergütung und *related party transactions*.<sup>564</sup>

Dem ursprünglichen Vorschlag der Kommission vom 9. April 2014 folgte zunächst eine Änderung durch das europäische Parlament in erster Lesung am 8. Juli 2015. Am 13. Dezember 2016 hat sich der europäische Rat schließlich mit Repräsentanten des Parlaments auf einen Kompromissvorschlag geeinigt, der dem Parlament erneut zur Abstimmung vorgelegt wird.<sup>565</sup> Dieser Kompromiss wurde mit wenigen redaktionellen Änderungen durch Rat und Parlament im Frühjahr 2017 angenommen und schließlich am 20. Mai 2017 im europäischen Amtsblatt veröffentlicht.<sup>566</sup>

Das wesentliche Ziel des Vorschlags beschreibt die Kommission zunächst wie folgt:

„Das übergeordnete Ziel des vorliegenden Vorschlags zur Überarbeitung der Richtlinie über Aktionärsrechte besteht somit darin, zur Tragfähigkeit von EU-Unternehmen beizutragen, ein attraktives Umfeld für Aktionäre zu schaffen und die Stimmrechtsausübung über die Grenzen hinweg zu verbessern, was durch eine effizientere Aktieninvestitionskette erreicht werden soll, und

<sup>564</sup> In der deutschen Literatur wird nach wie vor hauptsächlich das englische Lehnswort *related party transactions* genutzt, insbesondere, da einheitliche gesetzliche Regelungen zu diesem Thema bisher nicht existiert haben. Fleischer, BB 2014, 2691–2700, 2691f.

<sup>565</sup> Europäischer Rat, Shareholders' rights in EU companies: Presidency strikes deal with Parliament, 2016, abrufbar unter: <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/12/16-shareholders-rights-eu-companies/> (zuletzt geprüft: 19.12.2016).

<sup>566</sup> Zum Gesetzgebungsverfahren und aktuellem Stand der Gesetzgebung siehe: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/HIS/?uri=CELEX:52014PC0213#2015-07-08\\_OPI\\_R1\\_byEP](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/HIS/?uri=CELEX:52014PC0213#2015-07-08_OPI_R1_byEP) (Zuletzt geprüft am: 19.12.2016); vgl. zum Kompromissvorschlag: Europäischer Rat, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement - Analysis of the final compromise text with a view to agreement 13.12.2016.

dadurch das Wachstum, die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Wettbewerbsfähigkeit der EU zu fördern.“<sup>567</sup>

Entsprechend sieht die Kommission fünf Ziele, die erreicht werden müssen:

- „1) Stärkung und Verbesserung der Einbeziehung von Eigentümern und Verwaltern von Vermögenswerten in die Unternehmen, in die sie investieren;
- 2) Schaffung einer besseren Verknüpfung von Vergütung und Leistung der Mitglieder der Unternehmensleitung;
- 3) Verbesserung der Transparenz und der Überwachung von Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre;
- 4) Gewährleistung von Zuverlässigkeit und Qualität der Beratungsdienste der Berater für die Stimmrechtsvertretung;
- 5) Erleichterung der Übermittlung grenzüberschreitender Informationen (einschließlich Abstimmungen) entlang der Investitionskette, vor allem durch Identifizierung der Aktionäre.“<sup>568</sup>

Wie auch in den Grünbüchern stellt die Kommission zunächst, in Hinblick auf das erste Ziel, die „übermäßige Risikobereitschaft“ von Vermögenverwaltern und Aktionären als eine Hauptursache der Finanzmarktkrise dar.<sup>569</sup> Sie kritisiert die mangelnde Überwachung von Unternehmen und das mangelnde Engagement von institutionellen Anlegern und ihren Vermögensverwaltern. Vor allem die unterschiedlichen Interessen von Vermögensverwaltern (*asset manager*) und Vermögenseigentümer (*asset owner*) werden dabei als Grundproblem identifiziert. So seien Vermögenseigentümer grundsätzlich langfristig orientiert, da sie ja auch langfristige Verbindlichkeiten (wie Pensionsforderungen) bedienen müssen. Bei der Auswahl der Vermögensverwalter verlassen sich aber die Vermögenseigentümer, die

---

<sup>567</sup> Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie 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 2014., Begründung, S. 2.

<sup>568</sup> Dies. ebd. und folgende Seite.

<sup>569</sup> Dies., Begründung S. 5.

keine eigene Vermögensverwaltung haben,<sup>570</sup> vor allem auf Marktindizes, die vor allem die kurzfristige Performance erfassen.<sup>571</sup>

Aufgrund der internationalen Ausrichtung fast aller institutionellen Investoren und deren Aktivitäten in fast jedem Mitgliedsstaat sieht die Kommission auch die Notwendigkeit, diese Thematik auf europäischer Ebene und nicht auf Ebene der Mitgliedstaaten zu regeln.<sup>572</sup> Eine Vielzahl an national entwickelten Regelungen könnte demnach zu unterschiedlichen Anforderungen führen, was die Wettbewerbsbedingungen auf dem Binnenmarkt beeinträchtigen würde.<sup>573</sup>

Darüber hinaus lässt sich wohl auch sagen, dass eine einheitliche europäische Regelung die Auslegung und Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung durch die institutionellen Investoren vereinfachen würde.

Diese Ziele möchte die Kommission insbesondere durch die Einfügung von Artikel 3a bis 3e und 3g bis 3k und 9a bis 9c in die ursprüngliche Aktionärsrechtsrichtlinie erreichen.

Im Folgenden sollen die drei Komplexe „Identifizierung von Aktionären und die Rolle von Finanzintermediären“ (*B.*), „Aktivierung von institutionellen Investoren“ (*C.*) und schließlich „Kontrolle der Vergütung und *related party transactions*“ (*D.*) dargestellt werden. Abschließend wird auf in der Richtlinie vorgesehene Maßnahmen und Sanktionen eingegangen (*E.*).

## A. Identifizierung von Aktionären und die Rolle von Finanzintermediäre – Artikel 3a bis 3f

Die Artikel 3a bis 3f der Richtlinie 2017/828/EU beschäftigen sich zunächst mit der Möglichkeit von Unternehmen, Aktionäre zu identifizieren. Hauptadressat sind hierbei Finanzintermediäre, die verpflichtet werden sollen, auf Anfrage eines Unternehmens die Aktionäre oder weitere zwischengeschaltete Finanzintermediäre offenzulegen.

---

<sup>570</sup> Vergleiche hierzu oben, S. 67, die Darstellung der Möglichkeiten wie die Finanzmittel des „Final Begünstigten“ die Investmentkette entlang wandern kann, wenn sich institutionelle Investoren anderen Investoren (was auch *asset manager* miteinschließt) bedienen. .

<sup>571</sup> Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie 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 2014, S. 5; vergleiche auch: Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, 1917f.

<sup>572</sup> Dies. S. 7.

<sup>573</sup> Dies.

Insofern handelt es sich zunächst um die grundsätzlich entgegengesetzte Handlungsrichtung zu den in dieser Arbeit behandelten Stewardship Aspekten, da es hier gerade um die Richtung ausgehend vom (Portfolio-) Unternehmen hin zum Aktionär geht und eben nicht umgekehrt. Dies stellt auch ein Novum in der bisherigen Diskussion dar, die vor allem depotrechtlich geprägt gesellschaftsrechtliche Maßnahmen meistens aus Sicht der Aktionäre bewertet hat und diesen die Einwirkung auf die Gesellschaft ermöglichen wollte.<sup>574</sup> Durch die gesellschaftsrechtliche Perspektive, die der Richtlinienvorschlag einnimmt und die das Unternehmen und sein Transparenz- und Kommunikationsinteresse in den Blick nimmt, ist also ein neuer Aspekt hinzugereten.<sup>575</sup>

Das Informationsrecht des Unternehmens bezieht sich dabei nach Artikel 3a Absatz 2 auf Informationen über die Identität von Aktionären. Nach der Definition in Artikel 2 lit. j) umfasst dies „Name und Kontaktdaten (einschließlich vollständiger Anschrift und gegebenenfalls E-Mail-Adresse) des Aktionärs und, wenn es sich um eine juristische Person handelt, ihre Registernummer oder, wenn keine Registernummer verfügbar ist, ihre eindeutige Kennung, wie etwa die Rechtsträgerkennung, (i) die Anzahl der gehaltenen Aktien (ii) und nur soweit dies von der Gesellschaft angefordert wird, eine oder mehrere der folgenden Angaben: die Kategorien oder Gattungen der gehaltenen Aktien oder das Datum, ab dem die Aktien gehalten werden (iii).“<sup>576</sup> Diese Definition war im Vorschlag der EU Kommission noch in Artikel 3a Absatz 2 enthalten und wurde jetzt in den Definitionsartikel 2 vorgezogen.

Die inhaltliche Ausgestaltung des Identifizierungsrechts wurde im Vergleich zur ursprünglichen Fassung des Kommissionsvorschlags sowohl erweitert wie auch beschränkt: Zum einen sah der Kommissionsvorschlag grundsätzlich nur die Übermittlung von Namen und Kontaktdaten der Aktionäre in Artikel 3a Absatz 2 vor, die Richtlinie enthält jetzt aber auch die Art und Anzahl des Aktienanteils. Weitere Änderungen betreffen vor allem Aspekte des Datenschutzes: So wird der Artikel 3a insbesondere in Absatz 4 verändert. Die Aufbewahrungsdauer der Daten über einen ehemaligen Aktionär soll demnach nur noch zwölf und nicht 24 Monate betragen. Dies spiegelt sich auch in den geänderten Erwägungsgründen in Absatz 4 ff. wieder.

---

<sup>574</sup> Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, 1917; vgl. auch: Noack, NZG 2017, 561 ff..

<sup>575</sup> Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, 1917

<sup>576</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.05.2017 20.05.2017, Artikel 2 lit. j)

Artikel 3a Absatz 1 Satz 2 und Satz 3 der endgültigen Fassung der Richtlinie 2017/828/EU ermöglicht darüber hinaus den Mitgliedsstaaten allerdings Ausnahmen vorzusehen, wonach die Identifizierung nur von Aktionäre mit einem Anteilsbesitz von mehr als 0,5 Prozent ermöglicht werden muss.

Die Tatsache, dass auf jeden Fall Investoren mit über 0,5 Prozent Aktienanteil erfasst sind, soll den Unternehmen also die Möglichkeit geben, institutionellen Investoren und sonstige Großinvestoren zu identifizieren. Dadurch soll den Unternehmen die Möglichkeit gegeben werden, diese in einen Dialog mit der Unternehmensführung einzubinden. Die Identifikation kann also die wesentliche Grundlage für *Investor Relations* Programme des Vorstandes (oder den Kontakt des Aufsichtsrats zu institutionellen Investoren) bieten, wenn Vorstand (und Aufsichtsrat) von sich aus den Investoren Gesprächsmöglichkeiten anbieten wollen.<sup>577</sup>

Um die Ausübung von Aktionärsrechten zu gewährleisten, sollen weiterhin Finanzintermediäre nach Artikel 3b verpflichtet werden, den Aktionären alle Informationen zur Rechteausübung zu übermitteln. Wie Absatz 3, der im Kommissionsvorschlag noch in Absatz 1 mitgeregelt war, deutlich macht, soll diese Pflicht nur nachrangig zu Artikel 3a bestehen, wenn die Unternehmen nicht direkt mit den Aktionären in Kontakt treten. Insofern haben Finanzintermediäre also eine Pflicht, sich diese Informationen von den Unternehmen zu besorgen; letztere wiederum haben eine Pflicht, diese Informationen rechtzeitig und in standardisierter Form zur Verfügung stellen.

Als dritter Artikel in diesem Zusammenhang sollen nach Artikel 3c Finanzintermediäre auch generell dafür sorgen, dass Aktionäre ihre Rechte wahrnehmen können. Hierzu wird die Kommission nach Artikel 3c Absatz 3 auch ermächtigt, Durchführungsakte zu erlassen, die sich auf diese Rechteausübung beziehen.

Insgesamt zielen diese drei ersten Artikel darauf ab, dass Aktionäre identifiziert und durch ein Unternehmen zur Mitwirkung motiviert werden können und dass schließlich die Rechteausübung durch die Aktionäre auch durch die in der Investmentkette dazwischengeschalteten Finanzintermediäre erleichtert wird. Darauf legen diese Artikel eine Grundlage für einen Kontakt zwischen Aktionären und Unternehmen. Können die Aktionäre direkt durch ihre Portfoliogesellschaften adressiert werden, können sie auch leichter zur Mitwirkung, im Sinne der Artikel 3g ff., motiviert werden.

---

<sup>577</sup> Vgl. zu *Investor Relations* und den Kontaktmöglichkeiten zu Aufsichtsrat und Vorstand, unten S. 239 ff.

Artikel 3d der Richtlinie befasst sich schließlich noch mit der „Transparenz der Kosten“ und Vorschriften zur „Nichtdiskriminierung“ und „Verhältnismäßigkeit“. Unter diesem Artikel wird zunächst geregelt, dass Finanzintermediäre für die Maßnahmen nach Artikel 3a bis c Gebühren verlangen können, die Kosten, die die Grundlage der Gebühren bilden, aber einzeln offenlegen müssen (Absatz 1).

Artikel 3e stellt schließlich noch fest, dass auch Finanzintermediäre aus dem Ausland mit Zweigniederlassung in der Union von Anwendungsbereich erfasst sind.

Artikel 3f Absatz 1 beauftragt die zuständigen Behörden der Mitgliedsstaaten damit, die Kommission über die Durchführung dieser Vorschriften zu unterrichten. Nach Absatz 2 soll die Kommission, in Zusammenarbeit mit Rat, Parlament, ESMA und der neuen europäischen Bankenaufsicht bis zum 10. Juni 2023 einen Bericht vorlegen, wie die Um- und Durchsetzung der Artikel 3a bis 3f erfolgt ist.

## B. Transparenz von institutionellen Investoren – Artikel 3g bis 3j und Artikel 2 lit. f) und g)

Nachdem die gerade dargestellten Artikel vor allem die Kommunikationsrichtung der Unternehmen (über Finanzintermediäre) zu den Aktionären im Blick haben, haben die Artikel 3g bis 3j die umgekehrte Richtung, ausgehend von den institutionellen Aktionären, im Blick. Diese entsprechen im Wesentlichen den Inhalten, die auch im Rahmen der *Stewardship* Kodizes behandelt werden, grundsätzlich also dem Kontakt von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern zu ihren Portfoliogesellschaften.

Die Artikel dieses Teils zielen dabei vor allem auf die wiederholte Kritik der Kommission, institutionelle Investoren würden sich häufig auf kurzfristige Anlagestrategien verlassen und nicht auf nachhaltige Wertsteigerung setzen, ab.<sup>578</sup> Die Folge hiervon sei nach Auffassung der Kommission, dass Anreize für kurzfristige Erfolge gesetzt würden und weniger in langfristige Projekte, also vor allem in Entwicklung und Forschung, investiert würde.<sup>579</sup>

Im Folgenden soll zunächst der Anwendungsbereich der Artikel 3g ff. dargestellt werden, indem das Verständnis der Richtlinie der Begriffe „institutioneller Investor“ und „Vermögensverwalter“ beleuchtet wird (*I.*). Danach soll Artikel 3g dargestellt werden (*II.*), der sich mit vielen Punkten von *Stewardship*, wie sie oben bereits im Rahmen der *Stewardship* Kodizes beschrieben wurde, befasst. Im An-

---

<sup>578</sup> Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, S. 1917f; vergleiche auch Erwägungsgrund 9 des Richtlinienvorschlags der Kommission.

<sup>579</sup> Ders.

schluss sollen die Artikel 3h, 3i, und 3j besprochen werden (*III.*), die Publizitätspflichten für institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater behandeln. Abschließend soll eine kurze Zusammenfassung und eine Bewertung des Richtlinievorschlags und der Änderungen durch Rat und Parlament gegeben werden (*IV.*).

## I. Anwendungsbereich und Legaldefinitionen: Vermögensverwalter („asset manager“) und institutioneller Anleger („institutional investor“) – Artikel 1 Absatz 6 lit a) und b) und Artikel 2 lit. f.) und lit. g)

Artikel 1 Absatz 2 der Änderungsrichtlinie sieht vor, dass mehrere Legaldefinitionen in Artikel 2 der Aktionärsrechterichtlinie von 2007 eingefügt werden. Diese Definitionen geben auch den Anwendungsbereich der neueingefügten Vorschriften und entsprechend einen Mindestanwendungsbereich darauf beruhender Umsetzungsgesetze vor.<sup>580</sup> Dabei sind die neueinzufügenden Artikel 1 Absatz 6lit a) und b) und Artikel 2 lit. f.) und lit. g) für den Anwendungsbereich besonders relevant.

Institutionelle Anleger (engl. Fassung: „*institutional investors*“) werden im neu eingefügten Artikel 2 lit. e.) definiert: Hierbei werden Lebensversicherungsunternehmen (engl. Fassung: *undertaking carrying out activities of life assurance*“), Rückversicherungsunternehmen (engl. Fassung: „*undertaking carrying out activities of reinsurance*“) und Einrichtungen betrieblicher Altersversorgung (engl. Fassung: „*institution for occupational retirement provision*“) als institutionelle Anleger definiert.

Hinsichtlich des Verständnisses von Lebensversicherungsunternehmen verweist diese Vorschrift auf Artikel 2, Absatz 3 lit. a.)-c.) der Richtlinie 2009/138/EG (Solvabilität II Richtlinie),<sup>581</sup> hinsichtlich Rückversicherungsunternehmen auf Artikel 13 Nr. 7 der Solvabilität II Richtlinie. Die Nennung von Rückversicherungsunternehmen, die Lebensversicherungsunternehmen rückversichern, stellt dabei im Vergleich zum ursprünglichen Entwurf der Kommission zwar eine Erweiterung der Definition von institutionellen Investoren dar. So verwies der ursprüngliche Entwurf noch auf die Richtlinie 2002/83/EG über Lebensversicherungen<sup>582</sup> und fasst Rückversicherungsunternehmen nicht mit in die Definition institutioneller Investoren der Aktionärsrechterichtlinie ein. Somit ist

<sup>580</sup> Vgl. hierzu in Hinblick auf die Umsetzung und den möglichen (subjektiven) Anwendungsbereich von Stewardship in Deutschland, S. 207 ff.

<sup>581</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit 25. November 2009.

<sup>582</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2002/83/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. November 2002 über Lebensversicherungen 5. November 2002.

der Anwendungsbereich hinsichtlich institutioneller Investoren nicht mehr ganz so eng wie er im ursprünglichen Kommissionsvorschlag noch angelegt war,<sup>583</sup> allerdings werden auch nur zwei Gruppen von Versicherungsunternehmen erfasst. Diese Begrenzung lässt sich aber wohl vor dem Hintergrund des Anlagehorizontes rechtfertigen: Insbesondere Lebensversicherer, die auf langfristige Investitionen setzen, da ihre Verbindlichkeiten langfristig und ihr Anlagevolumen vergleichsweise groß sind, eignen sich regelmäßig als Ankeraktionäre, anders als sonstige Versicherer mit tendenziell geringerem Anlagevolumen und kurzfristigen Verbindlichkeiten.<sup>584</sup>

Einrichtungen der privaten Altersversorgung werden als solche im Sinne von Artikel 2 der Richtlinie EdbAV–Richtlinie<sup>585</sup> definiert. Die Mitgliedsstaaten können auch im Rahmen der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie Einrichtungen nach Artikel 5 der EdbAV–Richtlinie aus dem Anwendungsbereich herausnehmen. Im Zusammenhang mit Artikel 2 wird dann auch Artikel 6 lit. a) EdbAV–Richtlinie relevant, der Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung nur als solche definiert, die nach dem Kapitaldeckungsverfahren arbeiten. Einrichtungen, die nach dem Umlageverfahren arbeiten sind somit bereits von Anfang an, darüber hinaus aber auch nach Artikel 2 Absatz 2 lit. c) EdbAV–Richtlinie, nicht von der EdbAV–Richtlinie erfasst und werden somit auch nicht im Rahmen von Artikel 2 lit. e) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie als institutionelle Investoren verstanden werden können. Insgesamt sind bei der Bestimmung alle Bereichsausnahmen nach Artikel 2 Absatz 2 EdbAV–Richtlinie zu berücksichtigen. Insbesondere für den deutschen Rechtsraum hat dies zur Folge, dass nur Pensionskassen und Pensionsfonds in den Anwendungsbereich von Artikel 2 Absatz 1 EdbAV–Richtlinie fallen.<sup>586</sup> Entsprechend können auch nur diese als institutionelle Investoren im Sinne von Artikel 2 lit. e) (ii) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie verstanden werden.

Vermögensverwalter (engl. Fassung: „*asset manager*“) werden in Artikel 2 lit. f) definiert: erfasst werden Wertpapierfirmen (engl. Fassung: „*investment firm*“), alternative Investmentfondmanager (engl. Fassung: „*alternative investment fund manager*“)

---

<sup>583</sup> Vgl. Kals/ Klampfl, in: Dausse (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 2016, S. E. III., Fn. 1226.

<sup>584</sup> Freitag, AG, 647–655, 650.

<sup>585</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung 3. Juni 2003.

<sup>586</sup> Baumeister, DB 2005, 2076, 2077; Klose, in: Franzen/Gallner/Oetker 2016, Art. 2 RL 2003/41/EG, Rn. 7; vgl. hierzu und zum Anwendungsbereich von Stewardship in Deutschland auch unten, S. 207 ff.

und Verwaltungsgesellschaften (engl. Fassung: „*management companies*“) sowie Investmentgesellschaften (engl. Fassung: „*investment company*“).

Wertpapierfirmen sind zunächst solche im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nr. 1 MiFiD II–Richtlinie.<sup>587</sup> Erfasst werden also solche juristische Personen, die Wertpapierdienstleistungen im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nr. 2 iVm Anhang I Abschnitt A MiFiD II–Richtlinie für Dritte erbringen. Dies sind vor allem Firmen, die sich mit der Annahme und Übermittlung von Aufträgen, dem Portfoliomangement und der Anlageberatung beschäftigen und somit „echte“ „*asset manager*“ darstellen.<sup>588</sup>

Weiterhin erfasst die Richtlinie auch Verwaltungsgesellschaften, die Investmentfonds verwalten. Hierbei verweist Artikel 2 lit. f) der überarbeiteten Aktiönersrechterichtlinie auf das Verständnis dieser Verwaltungsgesellschaften in Artikel 2 Absatz 1 lit. b) OGAW–Richtlinie.<sup>589</sup>

Ebenfalls werden auch Verwaltungsgesellschaften erfasst, die alternative Investmentfonds verwalten und somit nicht in den Anwendungsbereich der OGAW–Richtlinie fallen. Hierbei wird auf das Verständnis von Verwaltungsgesellschaft nach Artikel 4 Absatz 1 lit. b) AIFM–Richtlinie verwiesen.<sup>590</sup>

Schließlich werden auch noch solche Investmentunternehmen erfasst, die im Sinne der OGAW – Richtlinie zugelassen sind, allerdings selbst und nicht durch eine Verwaltungsgesellschaft verwaltet werden, bei der also Verwalter und Investmentfond identisch sind.

Im Zusammenhang mit dem Verweis auf Vermögensverwalter nach der OGAW- und AIFM-Richtlinie ist allerdings besonders interessant, dass durch diese Verweise nicht nur die Verwalter von klassischen Investmentfonds, sondern eben auch Verwalter von Hedgefonds, Private Equity Fonds oder Indexfonds erfasst werden.

Wie sich schließlich – etwas versteckt – aus Artikel 1 Absatz 6 lit. a) und lit. b) ergibt, sollen die Vorschriften des Kapitels Ib (Artikel 3g ff.) auch nur für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter gelten, die in Aktien investiert ha-

---

<sup>587</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

<sup>588</sup> Vgl. zur Unterscheidung von *asset manager* und *asset owner* sogleich.

<sup>589</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) 13.07.2009.

<sup>590</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 8.06.2011.

ben, die auf dem geregelten Markt gehandelt werden. Insofern sollen beispielsweise Verwalter von Immobilienfonds, die nicht in Aktien investieren, auch nicht in den Anwendungsbereich fallen, selbst wenn sie als OGAW oder AIFM Verwalter zu klassifizieren sind.

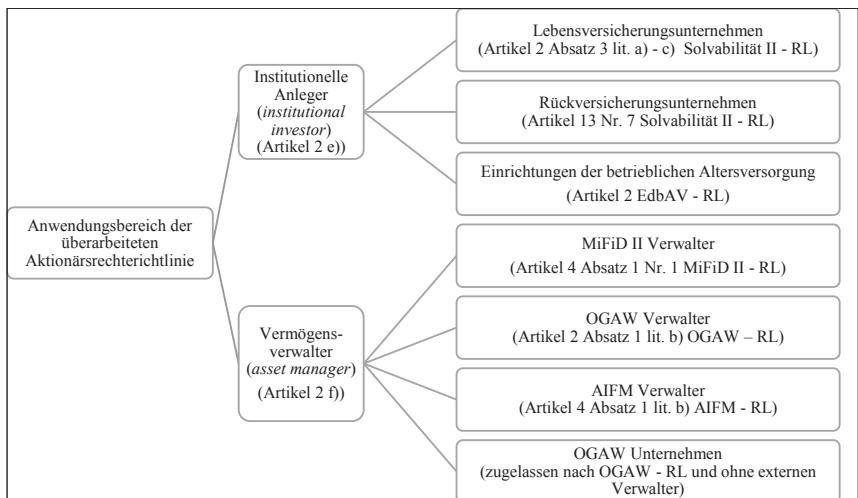


Abbildung 22 – Anwendungsbereich der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie

Die Unterscheidung zwischen *asset manager* und *asset owner* trifft die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie schließlich auch nicht. Vielmehr schließt sie bestimmte Gruppen von *asset owner* in die Definition der *asset manager* mit ein, wie insbesondere an der letzten Gruppe der selbstverwaltenden Investmentunternehmen deutlich wird: Selbstverwaltende Investmentfonds sammeln selbst ihr Anlagevermögen und können dies auch selbst investieren. Sie sind also *asset owner*. Auch die fremdverwaltenden Verwaltungsgesellschaften nach der OGAW- und AIFM-Richtlinie könnten unter Umständen auch als mittelbare *asset owner* bezeichnet werden. Zunächst sind es diese Verwaltungsgesellschaften, die die Investmentfonds ursprünglich errichten und sie dann selbst (extern) betreuen. Die Investmentfonds, die sie verwalten, haben darüber hinaus auch regelmäßig keinen eigenen organisatorischen Unterbau und werden unmittelbar aufgrund eines Betriebsführungsvertrages durch die Verwaltungsgesellschaft fremdverwaltet.<sup>591</sup> Die

<sup>591</sup> Vgl. hierzu: Zetzschke, AG 2013, 613, 614.

Verwaltungsgesellschaften können entsprechend eines Eigentümers ihren Einfluss zu 100 Prozent auf das Verhalten des Investmentfonds umsetzen; auch, weil oft Personenidentität zwischen Vorstand der Verwaltungsgesellschaft und dem Vorstand des verwalteten Fonds besteht; sie sind also nur formal als Verwalter zu betrachten.<sup>592</sup>

Indem Artikel 2 lit. e) und lit. f) auf die OGAW-, AIFM-, MiFID-, Lebensversicherungs- und EbAV-Richtlinien verweisen, werden allerdings schließlich auch nur solche institutionellen Investoren und Vermögensverwalter in den Anwendungsbereich der Richtlinie mit einbezogen, die ihre Leistungen in der EU anbieten.<sup>593</sup> Nicht einbezogen werden dadurch also die Investoren und Verwalter, die zwar in der EU investieren, ihre Anlagegelder aber nicht in der EU eingeworben haben.<sup>594</sup> Obwohl es dadurch im Ergebnis zu einer Ungleichbehandlung von Investoren kommt, kann diese Beschränkung sich damit erklären lassen, dass die EU und deren Mitgliedsstaaten gegenüber diesen außereuropäischen Investoren kaum aufsichtsrechtlichen Regulierungsmöglichkeiten haben, da diese nur durch Drittstaaten reguliert werden.<sup>595</sup>

Erfasst werden von den Vorschriften des Abschnittes Ib und somit den Vorschriften zum Thema Stewardship in Artikel 3g also zunächst „klassische“ institutionelle Investoren, wie Lebensversicherer, Rückversicherer und Pensionsfonds und Pensionskassen. Als Vermögensverwalter werden darüber hinaus Verwaltungsgesellschaften erfasst, die für Dritte Wertpapierdienstleistungen erbringen oder Verwaltungsgesellschaften, die einen Investmentfond oder einen alternativen Investmentfond verwalten. Schließlich werden auch noch selbstverwaltende Investmentfonds als Vermögensverwalter angesehen. Da Vermögensverwalter in diesem Sinne auch Verwalter von Hedgefonds, Private Equity Fonds oder Indexfonds sind, erfasst die Richtlinie also auch die zuvor als „alternative“ institutionelle Investoren bezeichneten Vermögensverwalter. Zu beachten ist allerdings, dass nach Artikel 1 Absatz 6 die Vorschriften der Artikel 3g ff. nur für solche institutionellen Anleger und Vermögensverwalter gilt, die in Aktien investieren, die am geregelten Markt gehandelt werden.

---

<sup>592</sup> Vgl. hierzu auch ders., 621 f.

<sup>593</sup> Freitag, AG, 647–655, 651.

<sup>594</sup> Ders. ebd. und folgende Seite

<sup>595</sup> Ders.

## II. Artikel 3g – Stewardship Verantwortung europäischer institutioneller Investoren

Zentraler Ausgangspunkt des Kommissionsvorschlags von 2014 war zunächst der Artikel 3g (im Kommissionsvorschlag noch Artikel 3f), der im Wesentlichen die Gedanken des ersten, oben bereits dargestellten Ziels widerspiegeln soll:

„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass institutionelle Anleger und Vermögensverwalter eine Politik zur Einbeziehung der Aktionäre („Einbeziehungspolitik“) ausarbeiten.“<sup>596</sup>

Wie im darauffolgenden Satz 2 dann aufgezählt wurde, erstreckt sich die Einbeziehungspolitik auf die Punkte der Anlagestrategie (a), der Überwachung der Portfoliogesellschaften (b), der Kommunikation mit diesen (c), der Stimmrechtsausübung (d), der Rolle von Stimmrechtsberatern (e) und schließlich der Zusammenarbeit mit anderen Investoren (f). Absatz 2 ergänzt diesen Katalog dann noch um die Pflicht zur Einführung von Maßnahmen zur Bewältigung von Interessenskonflikten. Absatz 3 legt schließlich noch eine jährliche Berichtspflicht hinsichtlich der Wahrnehmung dieser in Absatz 1 und 2 genannten Punkte fest. Absatz 4 nennt eine Begründungspflicht, wenn keine Einbeziehungspolitik ausgearbeitet wurde.

Diese Punkte zeigen auf den ersten Blick eine deutliche Ähnlichkeit zu den Pflichten, die im *UK Stewardship Code* aufgezählt werden.<sup>597</sup> So enthält der britische Kodex ebenfalls Regelungen zu Interessenskonflikten (Prinzip 2), Überwachungspflichten (Prinzip 3), zur Zusammenarbeit mit anderen Investoren (Prinzip 5), zum Abstimmverhalten (Prinzip 6) und zur jährlichen Berichtspflicht (Prinzip 7).<sup>598</sup>

Der Kompromissvorschlag von Rat und Parlament vom 13. Dezember 2016, der im Wesentlichen in die finale Fassung der Richtlinie übergegangen ist, hat die Struktur des Artikel 3g grundlegend verändert: So wird die enumerative Aufzählung der Pflichten, die in einer vom Investor oder Vermögensverwalter zu veröffentlichen Stewardship Erklärung enthalten sein sollen, in Absatz 1 Buchstabe a) zusammengefasst. Buchstabe b) enthält dann die jährliche Offenlegungspflicht.

---

<sup>596</sup> Artikel 3f Absatz 1 Satz 1 des Vorschlags zur Änderung der Aktionsrechte Richtlinie der EU Kommission.

<sup>597</sup> Vgl. oben: S. 73.

<sup>598</sup> Entsprechende Pflichten werden auch in den anderen Kodizes aufgeführt. Die vergleichende Darstellung erfolgte bereits hinsichtlich des CRISA und des britischen und japanischen Kodex auf den S. 147ff.

Insofern stehen die beiden oben als Rahmenprinzipien beschriebenen Prinzipien der anfänglichen Erklärung zur zukünftigen Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung und der jährlichen Berichtspflicht direkt hintereinander. Die inhaltliche Ausgestaltung der Kontrolle wird hier systematisch an die anfängliche Erklärung gebunden, sodass Artikel 3g Absatz 1 Buchstabe a) jetzt im Wesentlichen den Prinzipien 1 bis 6 des britischen Kodex entspricht und Artikel 3g Absatz 1 Buchstabe b) dem Prinzip 7 des *UK Corporate Governance Code*.

Artikel 3g bot in seiner ursprünglichen Fassung des Kommissionsvorschlags insgesamt (auch in Zusammenhang mit den Erwägungsgründen) keine ausreichende Klarheit hinsichtlich der Ausgestaltung der von den institutionellen Investoren zu ergreifenden Maßnahmen.<sup>599</sup> So wurden darin nur allgemeine Punkte angesprochen, wie die Überwachung (3f Absatz 1 Buchstabe b) des Kommissionsvorschlags aus dem Jahr 2014) beispielsweise zu erfolgen hat und was unter „nicht finanziellen Leistungen“ zu verstehen ist, wird nicht genauer ausgeführt. Der Vorschlag lässt auch offen, wie beispielsweise die Kommunikation der institutionellen Investoren mit den Unternehmen auszusehen hat, um Mindeststandards zu erfüllen; auch wird nicht näher darauf eingegangen, wie institutionelle Investoren bei den Unternehmen festgestellte Mängel zu rügen haben, beziehungsweise welche Maßnahmen sie ergreifen müssen.

Etwas anders sah dies beispielsweise schon zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Kommissionsvorschlags im britischen, japanischen oder auch im südafrikanischen Kodex aus.<sup>600</sup> Diese Kodizes enthalten, wie oben bereits gezeigt, zu jedem Prinzip Erklärungen, die die jeweiligen Prinzipien näher beschreiben. Die Erwägungsgründe des Vorschlags tun dies allenfalls am Rande, sodass einige Unklarheiten bestehen blieben.

Auch werden beispielsweise im britischen Kodex unter anderem „Sozial- und Umweltrisiken“ als Einschreitungsgrund definiert.<sup>601</sup> Eine entsprechende Aufzählung enthielt der ursprüngliche Richtlinievorschlag nicht, hinsichtlich der Überwachung spricht der Vorschlag – wie gerade schon angedeutet – lediglich von einer Überwachung „auch in Bezug auf deren [der Unternehmen] nicht finanzielle Leistungen“ (Artikel 3f Absatz 1 Satz 2 lit. b) a.E.) und deutet somit an, dass die Überwachung vielseitig erfolgen sollte. Hinsichtlich einer Pflicht oder der Möglichkeit zum Einschreiten lassen sich hieraus aber keine konkreten Rückschlüsse ziehen.

<sup>599</sup> So auch: *Freitag*, AG, 647–655, 654.

<sup>600</sup> Ders., kommt hier zu dem Ergebnis, dass auch diese Kodizes wenig Klarheit bieten. Zu berücksichtigen ist aber, dass im Vergleich zu dem Richtlinievorschlag diese Kodizes zumindest Begründungen und Erklärungen enthalten, die den institutionellen Investoren ein paar konkrete Verhaltensvorschläge unterbreiten.

<sup>601</sup> Vgl. wieder oben: S. 73ff.

Allerdings findet sich genau diese Kritik – unzureichende inhaltliche Detailiertheit und daraus resultierende Unklarheiten – bereits im Änderungsvorschlag des europäischen Parlaments aus dem Juli 2015 wieder, der den Artikel 3f Absatz 1 Satz 2 lit. b) um den Zusatz „[...] sowie die Minderung sozialer und ökologischer Risiken“ ergänzt sehen will und so für mehr Klarheit beispielsweise hinsichtlich der Überwachungskriterien sorgen will.<sup>602</sup>

In der finalen Fassung der Richtlinie wird Artikel 3g inhaltlich erweitert: Die Stewardship Erklärung soll demnach neben strategischen und finanziellen Aspekten der Kontrolle auch nicht-finanzielle und Aspekte bezüglich Risiko, Kapitalstruktur, sozialen und Umweltaspekten und Corporate Governance umfassen. Der Vorschlag versucht demnach also, etwas klarer zu umreißen, wie die Kontrolle (im englischen Text „monitoring“ genannt) zu erfolgen hat und nennt dazu entsprechend detaillierter als der ursprüngliche Vorschlag mögliche Parameter der Kontrolle. Viele der genannten Aspekte, insbesondere hinsichtlich Sozialstandards und Umweltaspekten entsprechen dabei denen, die auch die *UN PRI* nennen.<sup>603</sup> Rat und Parlament erkennen diese Gemeinsamkeiten in den erweiterten Erwägungsgründen (hier insbesondere Erwägungsgrund 14) auch an und sehen die *UN PRI* damit als eine Grundlage des Vorschlags an. Die überarbeitete Fassung des Artikel 3g macht also bereits von Anfang an deutlich, dass nicht-finanzielle Aspekte eine größere Rolle spielen sollen als es die Kommission ursprünglich noch vorgesehen hat.

Auch nennt Artikel 3g Absatz 1 lit. a) neben der Zusammenarbeit mit anderen Investoren jetzt auch noch die Kommunikation mit bedeutenden *stakeholdern* der Gesellschaft. Insofern sollen die institutionellen Investoren sich also auch noch mit weiteren Parteien unterhalten, die nicht direkt in die Willensbildung und Unternehmensführung der Gesellschaften mit eingebunden sind. Wie in den Erwägungsgründen des Kompromissvorschlags deutlich wird, meint dies vor allem die Arbeitnehmer, mit denen institutionelle Investoren ebenfalls kommunizieren sollen.<sup>604</sup>

---

<sup>602</sup> Europäisches Parlament, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung – Ergebnisse der Beratungen des Europäischen Parlaments 22.07.2015, S. 45, Artikel 3f Absatz 1 Satz 2 lit. b), dies findet sich dann auch in der geänderten Form des Erwägungsgrundes 11 wieder, vergleich dies., S. 16, Erwägungsgrund 11.

<sup>603</sup> Vgl. hierzu oben, S. 127 ff.

<sup>604</sup> Europäischer Rat, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance

Problematisch erscheint allerdings insbesondere, dass Artikel 3g Absatz 1 lit. a) dabei viele Probleme, die insbesondere im Zusammenhang bei Dialogen mit Gesellschaften oder dem kollektiven Zusammenwirken von institutionellen Aktionären entstehen. So drängen sich hier bereits kompetenzrechtliche Probleme auf, die je nach gewählter Unternehmensverfassung den Kontakt zu einzelnen Unternehmensorganen einschränken können; auch können kapitalmarktrechtliche Probleme wie Insiderhandel oder „*acting in concert*“ einer Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung im Sinne von Artikel 3g Absatz 1 lit. a) entgegenstehen. Zumindest lässt die Richtlinie offen, wie diesen Hürden begegnetet werden soll, sodass die Überwindung den Mitgliedsstaaten aufgebürdet wird.<sup>605</sup>

Die Erarbeitung der Einbeziehungspolitik und die Offenlegung der Wahrnehmung dieser durch die Investoren und Vermögensverwalter soll dem Richtlinievorschlag der Kommission nach (vgl. Artikel 3f Absatz 4) schließlich auch wieder dem „*comply or explain*“ Ansatz folgen.<sup>606</sup> Insofern setzt der Richtlinievorschlag hinsichtlich der rechtlichen Verbindlichkeit also, wie es bei Corporate Governance bereits üblich ist, auf einen etwas weicheren (im Vergleich zu einer bindenden gesetzlichen Pflicht) und vor allem auf Publizität ausgerichteten Standard.<sup>607</sup> Diese intendierte Publizitätsfunktion fußt vor allem auch auf der Intention der Kommission, die Investitionskette und das Verhalten institutioneller Investoren für Anleger transparenter zu machen.<sup>608</sup>

Der Kompromissvorschlag von Rat und Parlament und die finale Richtlinie schließen sich dem „*comply or explain*“ Ansatz an. Allerdings findet sich dieser bereits am Anfang in Absatz 1 wieder, wonach die institutionellen Investoren erklären sollen warum, ob und wenn nicht, warum sie die Voraussetzungen nach Buchstabe a) und b) (nicht) befolgen.

---

statement - Analysis of the final compromise text with a view to agreement 13.12.2016  
Erwägungsgrund 8.

<sup>605</sup> Vgl. zu diesen Problemen und zur möglichen Handhabung in Deutschland noch unten, S. 207 ff.

<sup>606</sup> vgl. auch: *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283–1294; anders: *Seibt*, DB 2014 34, 1910–1919, S. 1918, der den „*comply or explain*“ Mechanismus des *UK Stewardship Code* als nicht übernommen sieht.

<sup>607</sup> Vergleiche zur Publizitätsfunktion von *comply or explain*, beispielsweise: *Goette*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 161, Rn. 78ff.; vergleiche auch Empfehlung der EU Kommission zu „*comply or explain*“: *Europäische Kommission*, Empfehlung der Kommission zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung („*Comply or Explain*“), 2014, Erwägungsgrund 5;

<sup>608</sup> Vgl. Erwägungsgrund 10 Vorschlag Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie der EU Kommission.

Hinsichtlich der in Buchstabe a) behandelten Stewardship Erklärung bedeutet das, dass der einzelne Investor erklären müsste, warum er keine solche Erklärung entwickelt hat. Hinsichtlich Buchstabe b) müsste er für den Fall, dass er eine Erklärung entwickelt hat, aber den Inhalten dieser Erklärung nicht nachkommt, erklären, warum er diese nicht befolgt hat.

Nicht direkt geklärt wird dadurch allerdings in welchen Abständen sich institutionelle Investoren mit der Erarbeitung einer „Engagement Policy“ beschäftigen müssen. Artikel 3g Absatz 1 Buchstabe b) nennt insofern nur eine jährliche Veröffentlichungspflicht hinsichtlich der Einhaltung einer bereits veröffentlichten *Policy*. Wurde aber gar nicht erst eine solche *Policy* erarbeitet, kann auch nicht (jährlich) über die Einhaltung berichtet werden. Es bleibt somit die Gefahr, dass sich institutionelle Investoren nicht weiter mit dem Thema beschäftigen, nachdem sie einmal entschieden haben sich mit „Stewardship Engagement“ nicht beschäftigen zu wollen und ihre Begründung diesbezüglich veröffentlicht haben. Wünschenswert wäre insofern ebenfalls eine jährliche Begründungspflicht, warum eine solche *Policy* nicht erarbeitet wurde. Auch, wenn eine solche jährliche Begründung als reiner Formalismus abgetan werden könnte und die Begründung unter Umständen jährlich ohne inhaltliche Änderung neu veröffentlicht werden würde, kann hierdurch jedoch ein Mindestmaß an jährlicher Aktualität des Themas „Stewardship“ bei der Strategieausrichtung der Investoren herbeigeführt werden. Auch würden dadurch aktuelle wirtschaftliche Entwicklungen jährlich neu berücksichtigt werden können, sodass die Begründung inhaltlich überprüft und gegebenenfalls angepasst werden könnte.

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass der Kommissionsentwurf aus dem Jahr 2014 in Absatz 3 noch vorsah, dass institutionelle Investoren ihre (anfängliche) Erklärung zur Einbeziehungspolitik jährlich erneut veröffentlichen müssen. Entsprechend wären die institutionellen Investoren dann wohl auch (nach Absatz 4) jährlich verpflichtet gewesen, zu erklären, warum sie eine solche Politik nicht entworfen haben. Der Wortlaut der endgültigen Version der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie gibt dies allerdings nicht her.

Ein weiterer interessanter inhaltlicher Unterschied findet sich schließlich noch in Artikel 3g Absatz 1 lit. b) a.E.: Anders als in dem anfangs veröffentlichten Entwurf der Kommission sah ein Zwischenentwurf, der die Grundlage für den informellen Trilog zwischen Rat, Kommission und Parlament darstellte,<sup>609</sup> zwischenzeitlich eine Begrenzung des Anwendungsbereichs der Publizitätspflichten erst ab

---

<sup>609</sup> Europäischer Rat, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement -Preparation of an informal trilogue 20.03.2015.

einem Anteil von 1 Prozent der Stimmrechte einer Portfoliogesellschaft vor. Dies wäre wohl eine Entschärfung der umfangreichen Offenlegungspflicht wie sie im Kommissionsvorschlag vorgesehen war, da viele Anlagen und damit verbundene Stimmrechte dann nicht in den Anwendungsbereich fielen.<sup>610</sup>

In der Richtlinie 2017/828/EU findet sich eine solche feste, prozentuale Angabe schließlich nicht mehr wieder. Vielmehr können institutionelle Investoren nur auf eine Veröffentlichung einzelner Stimmrechtsabgabe verzichten, wenn ein Tagesordnungspunkt unbedeutend war oder die Höhe des Aktienanteils unbedeutend war.

Im Vergleich zur festen Begrenzung auf Anteile über 1 Prozent wie sie im Trilogentwurf vorgesehen war, stellen die Regelungen im Kompromissvorschlag eine flexiblere Möglichkeit dar, die Veröffentlichungspflichten abzumildern. Die Begründung für diese geänderten Publizitätsanforderungen finden sich in Erwägungsgrund 18 der Änderungsrichtlinie, wonach insbesondere der Verwaltungsaufwand für institutionelle Investoren bei der Stimmrechtswahrnehmung und der Veröffentlichung dieser reduziert werden soll.<sup>611</sup> Wie sich ebenfalls (nur) aus dem Erwägungsgrund 18 ergibt, sollen die institutionellen Investoren jeweils selbst Kriterien aufstellen, wann die Stimmrechtswahrnehmung unbedeutend ist und sich auch an diese Kriterien halten.

### III. Artikel 3h, 3i, 3j und 3k

Zusätzlich sieht der Vorschlag mit Artikel 3h, 3i und 3j noch drei weitere Transparenzvorschriften vor, die vor allem die Transparenz der Investitionskette und das Verhältnis von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern, sowie von Stimmrechtsberatern betreffen. Artikel 3k entspricht Artikel 3f und regelt die Überprüfung hinsichtlich der Umsetzung der Artikel 3g bis 3j.

Artikel 3h zielt dabei zunächst auf die Offenlegung der Anlagestrategie durch institutionelle Anleger ab. Insbesondere soll die Anlagestrategie die mittel- und langfristige Wertentwicklung hervorheben (Absatz 1 Satz 1). Der Kompromissvorschlag aus dem Dezember 2016 und die finale Richtlinie übernehmen diese Anforderungen im Wesentlichen.

Lässt ein Anleger seine Vermögenswerte durch einen Vermögensverwalter (*asset manager*) verwalten, soll der institutionelle Anleger weiterhin auch die wesent-

---

<sup>610</sup> Vgl: Verse/Wiersch, EuZW 2016, 330–338, 335.

<sup>611</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.05.2017 20.05.2017, Erwägungsgrund 18

lichen Inhalte der Anlagevereinbarung offenlegen (Absatz 2). Hierbei sollen insbesondere wieder die Anreizsetzung und die Bewertungskriterien für langfristiges Anlageverhalten dargestellt werden (Absatz 2 lit. b) und lit c)). Anders als noch nach dem Kommissionsvorschlag haben institutionelle Anleger aber nicht mehr den angestrebten Portfolioumsatz oder den Umsatzbereich (vgl. Artikel 3g lit. e) des Kommissionsvorschlags) zu veröffentlichen. Nach Artikel 3h lit. d) müssen nur noch die Kriterien zur Festlegung und Überwachung des angestrebten Portfolioumsatzes veröffentlicht werden.

Anschließend an die Pflicht zur Veröffentlichung von Vereinbarungen mit institutionellen Anlegern haben auch Vermögensverwalter nach Artikel 3i Absatz 1 zu veröffentlichen, wie ihre Anlagestrategie der Anlagevereinbarung (im Sinne des Artikel 3h Absatz 2) entspricht und wie dies zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung beiträgt. Absatz 1 entspricht dabei Artikel 3h Absatz 1 und setzt die Veröffentlichungspflicht der institutionellen Anleger bei deren Vermögensverwaltern fort, sodass alle Beteiligten der Investitionskette veröffentlichen müssen inwiefern sie mittel- oder langfristig investieren.

Artikel 3j beschäftigt sich schließlich noch mit der Stimmrechtsberatung und den Publizitätspflichten für Stimmrechtsberater.

Hier sah der Vorschlag der EU Kommission nach Absatz 1 vor, dass Stimmrechtsberater zunächst ganz allgemein „angemessene Maßnahmen ergreifen und umsetzen, damit gewährleistet ist, dass ihre Stimmrechtsempfehlung richtig und zuverlässig ist.“<sup>612</sup> Die Erwägungsgründe sprachen ebenfalls etwas undeutlich auch nur von „angemessenen Maßnahmen“,<sup>613</sup> sodass insgesamt wieder nicht ganz deutlich wird, wie genau die Kommission sich die Umsetzung vorstellt. Nach Absatz 1 der Version der finalen Richtlinie sollen Stimmrechtsberater jetzt auf einen Verhaltenskodex, den sie bei ihrer Tätigkeit berücksichtigen, Bezug nehmen oder begründen, warum sie auf keinen Kodex Bezug nehmen. Die gerade noch hinsichtlich des Kommissionsvorschlags kritisierte Undeutlichkeit der Begrifflichkeit „angemessenen Maßnahmen“ in Absatz 1 wird insofern etwas konkretisiert und auf einen Verhaltenskodex zugeschnitten. Interessant ist dabei allerdings, dass „ein Verhaltenskodex“ hier als ‚irgendein‘ Verhaltenskodex zu verstehen ist. Das Umsetzungserfordernis zu Absatz 1 fordert insofern auch die Mitgliedsstaaten nur dazu auf, dass sich Stimmrechtsberater eben nur zu irgendeinem Verhaltenskodex erklären und nicht, dass die Mitgliedsstaaten jeweils einen Kodex vorschreiben müssen, den Stimmrechtsberater berücksichtigen müssen. Insofern scheint auch durch diese neue Version des Artikels 3j Absatz 1 wenig Klarheit gewonnen

---

<sup>612</sup> Artikel 3i Absatz 1 Vorschlag Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie der EU Kommission.

<sup>613</sup> Erwägungsgrund 14 Vorschlag Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie der EU Kommission.

zu sein, da es insofern auf den Inhalt des jeweiligen Kodex ankommt, den die Stimmrechtsberater anwenden oder eben nicht, wenn sie nach Satz 2 erklären, warum nicht.

Allerdings müssen Stimmrechtsberater nach Absatz 2 einige Informationen im Zusammenhang mit der Vorbereitung ihrer Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen öffentlich bekannt machen. Insofern garantiert Absatz 2 ein Mindestmaß an Publizität, der sich Stimmrechtsberater auch nicht entziehen können. Eine Möglichkeit, zu erklären, warum die Informationen nicht veröffentlicht werden, gibt es hinsichtlich der Informationen nach Absatz 2 nicht. Die Informationen, die in Artikel 3j Absatz 2 lit. a) bis lit. g) genannt werden, entsprechen dabei im Wesentlichen denen des Kommissionsvorschlags. Ergänzt wurde allerdings insbesondere lit. g), wonach Stimmrechtsberater veröffentlichen müssen, wie sie Interessenskonflikte vermeiden wollen. Hieran anschließend sieht auch die finale Richtlinie in Absatz 3 die Pflicht vor, eingetretene Interessenskonflikte unmittelbar an ihre Kunden mitzuteilen.

Nach Absatz 2 a.E. wird den Stimmrechtsberatern allerdings einen Anreiz gesetzt, sich auch bereits an einen Kodex nach Absatz 1 zu halten, da die Mindestinformationen nach Absatz 2 auch im Rahmen einer Kodexerklärung nach Absatz 1 veröffentlicht werden können und so der Schritt von der verpflichtenden Einhaltung von Absatz 2 zur freiwilligen Einhaltung eines Kodex nach Absatz 1 nicht mehr weit erscheint.

Nach Artikel 3k Absatz 1 soll die Kommission bis zum 10. Juni 2022 einen Bericht über die Umsetzung der Artikel 3g bis 3i und einen Bericht zur Umsetzung des Artikel 3j verfassen und dem Rat und dem Parlament vorlegen. Nach Artikel 3k Absatz 2 soll die Kommission zusammen mit Rat, Parlament und der ESMA bis zum 10. Juni 2023 einen Bericht über die Durch- und Umsetzung des Artikel 3j vorlegen. Artikel 3k Absatz 2 entspricht dabei im Wesentlichen Artikel 3f Absatz 2, insbesondere hinsichtlich der Verpflichteten (abgesehen von der europäischen Bankenaufsicht) und dem Abgabepunkt dieses Berichts.

#### **IV. Zusammenfassung und Bewertung**

Der ursprüngliche Richtlinienvorprojekt und auch die geänderten Versionen des Parlaments, der Kompromissvorschlag von Parlament und Rat und schließlich die finale Richtlinie 2017/828/EU zeigen, dass der Vorschlag der Kommission in einigen Punkten teilweise deutlich geändert wurde.

Zu begrüßen ist, dass die Richtlinie 2017/828/EU die inhaltlichen Anforderungen der Kontrollpflichten institutioneller Investoren und Vermögensverwalter in Artikel 3g Absatz 1 etwas klarer umreißt als es noch der ursprüngliche Entwurf der Kommission tat. So werden einzelne Kontrollparameter, wie finanzielle, stra-

tegische und dazu auch noch nicht finanzielle wie soziale und ökologische Aspekte (*ESG* Aspekte<sup>614</sup>), genannt. Offen bleibt aber nach wie vor, in welchen Verhältnis sich die Kontrollpflichten und Kontrollmöglichkeiten zu anderen (europäischen) Regelungen, wie insbesondere der „neuen“ Marktmisbrauchsverordnung zur Beschränkung des Insiderhandels und zu Übernahmeregelungen, verhält.<sup>615</sup>

Kompetenzrechtliche Probleme, die sich aus den verschiedenen Systemen der Unternehmensverfassung ergeben können, werden ebenfalls nicht berücksichtigt. Aus Sicht der dualistischen Unternehmensverfassung, nach der es kein gemeinsames *Board*, sondern einen Vorstand und einen Aufsichtsrat gibt, erscheint besonders fragliche wie „Dialoge mit Gesellschaften“ ausgestaltet sein können, ob also beide Organe daran beteiligt werden müssen und können und bis zu welchen Punkt ein solcher Dialog noch den Kompetenzen der Organen entsprechen kann. Die Richtlinie scheint sich insofern den britischen Kodex zum Vorbild zu nehmen, der allerdings von einem gemeinsamen *board of directors* ausgeht, bei dem sich diese Kompetenzfragen nicht in der Art stellen.

Wünschenswert wäre es, dass die Richtlinie zumindest andeuten würde, wie diesen Kompetenzfragen unterschiedlicher Unternehmensverfassungen, aber auch Fragen und weitere Probleme, die sich unmittelbar aus den Anforderungen des Artikel 3g Absatz 1 lit. a), wie dem Umgang mit Insiderinformationen oder der Handhabung von „*acting in concert*“, begegnet werden kann.

Weiterhin sieht der zuletzt veröffentlichte Kompromissvorschlag in einigen Punkten eine Entschärfung vor. Insbesondere ist hierbei der Anwendungsbereich der Publizitätspflichten zur Stimmrechtswahrnehmung zu nennen: Der ursprüngliche Kommissionsvorschlag sah eine uneingeschränkte Anwendung der Publizitätspflicht hinsichtlich des Abstimmungsverhaltens vor, der Parlamentsvorschlag aus dem Jahr 2015 sah eine Publizität bei Investitionen mit regelmäßig über 1 Prozent der Anteile vor. Der Kompromissvorschlag sieht jetzt nur noch eine variable Publizitätspflicht vor und beschränkt die Pflicht zur Offenlegung des Stimmverhaltens auf bedeutende Stimmrechtswahrnehmung. Die Signifikanz der Stimmrechtswahrnehmung richtet sich nach dem gehaltenen Anteil an einem Un-

---

<sup>614</sup> Vgl. zu *ESG* noch die Darstellung der *UN PRI*, auf die sich die Richtlinie auch ausdrücklich beruft, unten S. 127

<sup>615</sup> Vgl. zum Insiderhandel und zum *actig in concert* im Detail unten, S. 323 ff. und S. 327 ff.; Hinsichtlich des gerade angesprochenen „*acting in concert*“ lässt sich an dieser Stelle bereits beispielweise auf die unterschiedliche Handhabung im britischen und im japanischen Kodex verweisen. Auch letzterer lehnt die Möglichkeit des Zusammenwirkens zwar nicht komplett ab, allerdings werden hier Bedenken deutlich hervorgehoben, die zu einer restriktiveren Handhabung des gemeinschaftlichen Zusammenwirkens führen dürfte. Ähnlich könnten auch die Mitgliedsstaaten vorgehen und verschiedene Punkte im Detail unterschiedlich regeln.

ternehmen oder nach dem jeweiligen Tagesordnungspunkt. Auch sollen die institutionellen Investoren selbst Kriterien aufstellen, wann die Stimmrechtswahrnehmung signifikant ist.

Die Abkehr von einer starren prozentualen Begrenzung anhand des Beteiligungsgrades an einzelnen Portfoliogesellschaften hin zu einer variablen Bestimmung des Anwendungsbereichs, macht grundsätzlich Sinn. Zum einen kann ein Anteil von einem Prozent zwar aus der Sicht der Beteiligungsunternehmen relativ gleich sein. Aus der Sicht der Vermögensverwalter oder Investoren und insbesondere deren Anleger und Begünstigten ist allerdings weniger der relative Anteilsbesitz an einzelnen Unternehmen relevant, sondern vielmehr die Verteilung der Investitionen auf das gesamte Portfolio des Investors. So kann ein Investment von einer Millionen Euro bei einer kleinen Gesellschaft bereits einen Anteil von 1 Prozent darstellen, bei einem „großen“ Unternehmen allerdings nicht. Selbst ein Investment von 100 Millionen Euro würde bei den meisten Unternehmen der DAX30 nicht die Grenze von 1 Prozent der Anteile überschreiten, obwohl dies aus Sicht des Investors und seiner Anleger wohl kein unbedeutendes Investment mehr sein dürfte. Eine starre prozentuale Grenze würde in einem solchen Fall aber eben dazu führen, dass bezüglich des Investment von 1 Millionen Euro die Stimmrechtswahrnehmung offengelegt werden müsste, hinsichtlich des Investments von 100 Millionen Euro aber nicht. Es macht also Sinn, den Anwendungsbereich der Publizitätspflichten nicht an den relativen Anteilsbesitz der einzelnen Portfoliogesellschaften zu knüpfen.

Der subjektive Anwendungsbereich der Richtlinie ist darüber hinaus auf institutionelle Investoren und Vermögensverwalter beschränkt, die ihre Leistungen in der EU anbieten. Dadurch werden solche Investoren nicht erfasst, die zwar Vermögenswerte in der EU anlegen, ihre Leistungen (Auszahlung der Prämien etc.) aber nur außerhalb der EU anbieten. Dadurch kommt es zu einer Ungleichbehandlung von Investoren als Aktionären, da eben nur die EU-Investoren die Inhalte der Artikel 3g ff. beachten müssen. Diese Ungleichbehandlung lässt sich allerdings damit rechtfertigen, dass die Mitgliedsstaaten und die EU Kommission keineaufsichtsrechtlichen Regulierungsmöglichkeiten gegenüber den außereuropäischen Investoren haben.

Hinsichtlich der Artikel 3h und 3i zeigt sich, dass die Publizitätspflichten von Investoren und Vermögensverwaltern etwas abgeschwächt wurden: So müssen diese nach der Richtlinie 2017/828/EU im Vergleich zum ursprünglichen Kommissionsvorschlag nicht mehr im Detail auf die Punkte bezüglich des angestrebten Portfoliiumsatzes (vorher in Artikel 3h Absatz 2 Buchstabe e) geregelt), sondern nur noch allgemein darauf eingehen, wie durch den Vermögensverwaltungsvertrag sichergestellt wird, dass der Vermögensverwalter die (langfristigen) Interessen

des Investors verfolgt, und wie dieser ganz allgemein seiner Stewardship Verantwortung gerecht werden soll. Daraus folgt zunächst, dass institutionelle Investoren nicht öffentlich bekannt machen müssen, welche finanziellen Ziele, insbesondere welchen angestrebten Portfolioumsatz, sie durch den Abschluss des Vertrages erwarten.

Vielmehr wird nur nachträglich durch die jährliche Berichtspflicht der Vermögensverwalter (nach Artikel 3i) angedeutet, wie sie in der vergangenen Periode gewirtschaftet haben und inwiefern sie wiederum ihrer Stewardship Verantwortung nachgekommen sind. Die Tatsache, dass institutionelle Investoren die Berichte der Vermögensverwalter auf ihrer eigenen Homepage veröffentlichen müssen wird zwar zu gesteigerter Übersichtlichkeit für die Anleger der Investoren führen können. Insofern ist der Kompromissvorschlag in jedem Fall zu begrüßen, da er zu allgemeiner Publizität führt.

Aus Anlegersicht wäre eine Veröffentlichungspflicht der institutionellen Investoren (nach 3h) entsprechend des Kommissionsvorschlag allerdings noch wünschenswerter gewesen: So hätten dann nicht nur die periodischen Berichte der Vermögensberater auf der Internetseite des institutionellen Investors veröffentlicht werden müssen, sondern eben auch weitere Details zur Vereinbarung zwischen Investor und Verwalter. Dadurch hätten die Anleger die Möglichkeit, sich besser über die durch den Investor angestrebten Ziele zu informieren, insbesondere welche Portfoliozusammensetzung und welches Umsatzniveau dieser von dem Vermögensverwalter erwartet. Der Kompromissvorschlag beschränkt sich – wie gezeigt – eben nur auf die Darstellung der Anreizsetzung in dem Vermögensverwaltungsvertrag. Allerdings muss diese Darstellung erklären, wie Anreize für die Interessensangleichung zwischen den (langfristigen) Verbindlichkeiten des Investors und den Interessen des Vermögensverwalters gegeben werden und inwiefern Anreize dafür gesetzt werden, dass der Verwalter bei seinen Investitionsentscheidungen die langfristige Entwicklung seiner Portfoliogesellschaften berücksichtigt und selbst bereit ist, Stewardship Verantwortung wahrzunehmen.

Insgesamt bleibt also festzuhalten, dass die Regelung im Kompromissvorschlag die auf die Zukunft bezogene Veröffentlichungen der Anreizsetzung im Vermögensverwaltungsvertrag durch die Investoren nach Artikel 3h zunächst beschränkt. Allerdings sollen die retrospektiven Veröffentlichungen nach Artikel 3i durch die Verwalter im Vergleich zum Kommissionsvorschlag erweitert und so die periodischen Berichte der Verwalter etwas detailliertere ausfallen, sodass diese dann auch solche Daten zum Umsatz und zur Portfoliozusammensetzung enthalten.

Die Änderungen zu Artikel 3j, die sich in der Richtlinie wiederfinden, sind insgesamt zu begrüßen. Das zweistufige Modell, nach dem Stimmrechtsberater

nach Absatz 1 sich nach dem „*comply or explain*“ Mechanismus einem Kodex unterwerfen und nach Absatz 2 jedenfalls ein Mindestmaß an Informationen offenlegen müssen, kann zu mehr Transparenz führen. Insbesondere ist zu begrüßen, dass Stimmrechtsberater offenlegen müssen, wie sie mit Interessenskonflikten umgehen.

Insgesamt kann also festgehalten werden, dass die Kommission mit ihrem Vorschlag Publizitätspflichten für institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater einführen wollte und sich dies auch in der Richtlinie wiederfindet. Die Veröffentlichung ist dabei teilweise für die Öffentlichkeit gedacht, teilweise aber auch nur für die eigenen Anleger oder Kunden. Der Änderungsvorschlag des europäischen Parlaments gingen in vielen Punkten noch weiter und sahen viele der nur für die eigenen Bezugsgruppen angedachten Veröffentlichungspflichten als allgemeine Veröffentlichungspflichten an.

Auch scheinen der Vorschlag der Kommission und die finale Richtlinie insgesamt zwar viele Punkte von *Stewardship*, so wie sie in den oben dargestellten *Stewardship* Kodizes dargestellt wurden, aufzunehmen, geben allerdings keine nähere Definitionen und Erklärungen von deren Inhalt. Beispielsweise sei eine Überwachungspflicht für institutionelle Anleger in Bezug auf ihre Portfoliounternehmen gedacht, die nicht weiter konkretisiert wird. Insofern wären weitere Erklärungen notwendig.

Es bleibt somit ein Umsetzungsspielraum für die Mitgliedsstaaten. Ob ein solcher Umsetzungsspielraum zu einheitlichen *Stewardship* Standards führt bleibt zumindest nicht ganz unfraglich. Auch werden wesentliche Punkte unterschiedler Unternehmensverfassungen nicht ausführlich berücksichtigt, sodass die Frage bleibt, wie insbesondere das deutsche dualistische System mit den Anforderungen der Richtlinie umzugehen hat.<sup>616</sup>

### C. Kontrolle der Vergütung und von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen – Artikel 9a bis 9c

Abschließend widmet sich der Vorschlag der Kommission noch zwei Sonderrechten für Aktionäre, der Kontrolle der Vergütung der Unternehmensführung und der Kontrolle von *related party transactions*.<sup>617</sup>

---

<sup>616</sup> Hier stellt sich insbesondere das unten näher thematisierte Problem des Dialoges mit Portfoliogesellschaften: so ist fraglich wie der Kontakt zum Vorstand und möglicherweise auch zum Aufsichtsrat ausgestaltet sein kann. Vgl. hierzu, S. 239 ff.

<sup>617</sup> Auf diese Inhalte soll im Folgenden nur in aller Kürze eingegangen werden. Die Vorschriften bieten massives Diskussionspotential, dessen ausführliche Darstellung an dieser Stelle zu weit führen würde.

In Artikel 9a ist zunächst unter dem Titel „Recht auf Abstimmung über die Vergütungspolitik“ das sogenannte „say on pay“ geregelt. Wesentliches Ziel dieser Regelung ist es, eine langfristig erfolgreiche beziehungsweise nachhaltige Unternehmensentwicklung zu fördern und Vorstandsgehälter diesem Ziel anzupassen.<sup>618</sup>

Die Vergütung der Unternehmensführung soll hierbei in einem zweistufigen, vom britischen Recht inspirierten Verfahren geprüft werden:<sup>619</sup> Zunächst sollen nach Artikel 9a Absatz 1 die Aktionäre das Recht haben, über die zukünftige Vergütungspolitik regelmäßig (mindestens alle drei Jahre) abzustimmen. Auf Grundlage dieser Politik sollen die Unternehmen dann jährlich einen Vergütungsbericht für das abgelaufene Geschäftsjahr erstellen, über den die Aktionäre dann wiederum nach Artikel 9b Absatz 3 abstimmen können müssen.

In Hinblick auf die aktuelle Gesetzgebung in Deutschland finden sich hier einige Besonderheiten wieder: Aufgrund des dualistischen Führungssystems und der grundsätzlich nicht dispositiven Kompetenzordnung der Organe ist die Ausarbeitung der Vergütungspolitik (also das Initiativrecht) wohl zunächst Sache des Aufsichtsrat, der diese danach der Hauptversammlung „zur Genehmigung vorlegt“.<sup>620</sup> Inhaltliche Änderungen kann die Hauptversammlung insofern nicht vorschlagen.<sup>621</sup> Vielleicht noch interessanter ist aber die Tatsache, dass im Unterschied zur deutschen Regelung des „say on pay“ in § 120 Absatz 4 AktG Artikel 9a des Kommissionsentwurfs eine bindende Entscheidung durch die Aktionäre vorsah.<sup>622</sup>

In der finalen Fassung der Richtlinie wurde dieses System deutlich entschärft und der deutschen Praxis angeglichen: Sowohl die Abstimmung über die Vergütungspolitik nach Artikel 9a Absatz 1, wie auch die Abstimmung über den Vergütungsbericht nach Artikel 9b Absatz 4 sind jetzt nur noch als Abstimmung mit empfehlendem Charakter (engl. Fassung: „advisory vote“) deklariert. Insofern haben

---

<sup>618</sup> Lanfermann/Maul, BB 2014, 1283–1294, S. 1284.

<sup>619</sup> Verse/Wiersch, EuZW 2016, 330–338, S. 335.

<sup>620</sup> Gaul, AG 2017, 178, 181; Hoffmann, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 120, Rn. 61; Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, S. 1911, vgl. auch: Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie der EU Kommission, S. 9f;

<sup>621</sup> Hoffmann, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 120, Rn. 61; Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, S. 1911.

<sup>622</sup> Vgl. hierzu den Wortlaut des § 120 Abs. 4 AktG: „Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft kann über die Billigung des Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließen. Der Beschluss begründet weder Rechte noch Pflichten;...“ vgl. auch: Gaul, AG 2017, 178, 181, Hoffmann, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 120, Rn. 61; Seibt, DB 2014 34, 1910–1919, S. 1911.

sie keinen bindenden Charakter mehr, wie es noch im ursprünglichen Kommissionsvorschlag vorgesehen war. Dieser Vorschlag nähert sich somit den Regelungen von § 120 Absatz 4 AktG deutlich an.<sup>623</sup>

Als weiteres konkretes Kontrollrecht für die Aktionäre führt die Kommission in ihrem Vorschlag schließlich Artikel 9c auf. Dieser befasst sich mit „Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen“ den (engl. Fassung: „*related party transactions*“).<sup>624</sup>

Im Wesentlichen sah der Kommissionsentwurf hierzu zwei Varianten vor, Transaktionen über mehr als 1 Prozent und über mehr als 5 Prozent des Unternehmensvermögens. Bei Vorliegen einer Transaktion über 1 Prozent müssen die Unternehmen bei Abschluss der Transaktion die Tatsache des Abschlusses und einen Bericht eines unabhängigen Dritten (engl. Fassung: „*fairness opinion*“), der bestätigen kann, dass die Transaktion aus Sicht der Aktionäre fair und vernünftig ist, veröffentlichen (Artikel 9c Absatz 1 Satz 1). Bei Überschreiten der Fünfprozentschwelle (oder bei Transaktionen, die erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn oder den Umsatz haben können) soll den Aktionären das Recht gegeben werden, im Rahmen der Hauptversammlung über die Transaktion per Beschluss abzustimmen (Artikel 9c Absatz 2 Satz 1).

Die Vorschläge des Rats und des Parlaments nahmen von diesem zwingenden Vorbehalt der Zustimmung durch die Aktionäre allerdings wieder etwas Abstand.<sup>625</sup> Sie sahen für die dualistisch organisierten Unternehmen hier auch die Möglichkeit vor, „dass wesentliche Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen oder Personen von den Aktionären oder dem Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan der Unternehmen [...] genehmigt werden“.<sup>626</sup> Insofern kann auch hier wieder davon gesprochen werden, dass die Vorschläge des Rats und des Parlaments zu einer Entschärfung des Kommissionsvorschlags führen.<sup>627</sup>

Der finale Kompromissvorschlag und die endgültige Richtlinie bauen den Artikel 9c noch weiter um. So wird ein Absatz 1 eingefügt, der den Mitgliedsstaaten die Pflicht aufträgt, „wesentliche Geschäfte“ (engl. Fassung: „*material transactions*“)

<sup>623</sup> Zu § 120 Absatz 4 AktG und der Relevanz der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie vgl. die weitergehende Darstellung unten, S. 215 ff.

<sup>624</sup> Wie oben bereits gesagt wurde ist der Begriff *related party transactions* auch in der deutschen Literatur weit verbreitet, da ein entsprechender deutscher Begriff mangels einheitlicher Gesetze zu diesem Thema bisher noch nicht herausgebildet wurde. Fleischer, BB 2014, 2691–2700, S. 2691f.

<sup>625</sup> Verse/Wiersch, EuZW 2016, 330–338, S. 335, mit Verweis auf: Fleischer, BB 2014, 2691–2700, die insbesondere auf die deutsche Kritik an dem Kommissionsentwurf verweisen und entsprechend die Änderungen durch Rat und Parlament auch auf diese Kritik zurückführen.

<sup>626</sup> Änderungsvorschlag des europäischen Parlaments, S. 64, Artikel 9c Absatz 2.

<sup>627</sup> Verse/Wiersch, EuZW 2016, 330–338, S. 335;

zu definieren. Inhaltlich sieht dieser Vorschlag ebenfalls die Entschärfung hinsichtlich des Votums der Aktionäre vor. Nach Absatz 4 Satz 1 kann auch das Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan der Gesellschaft über die Transaktion entscheiden. Zusätzlich können die Mitgliedsstaaten den Aktionären ein zusätzliches Stimmrecht neben dem Verwaltungsorgan nach Satz 2 zugestehen. Insofern trägt die finale Richtlinie den dualistischen Systemen zur Organisationsverfassung von Aktiengesellschaften Rechnung und versucht, so der Kritik zu begegnen, die Kompetenzen insbesondere der Aufsichtsorgane würden beschnitten.<sup>628</sup>

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Kommission mit Artikel 9a, 9b und 9c den Aktionären zwei Sonderrechte in Hinblick auf die Vergütungspolitik und -berichte und in Hinblick auf *related party transactions* mitgeben wollte. Die Gegenvorschläge des Rates und des Parlaments und der finale Kompromissvorschlag sehen im Vergleich zum Kommissionsentwurf abschwächende Änderungen vor; die verpflichtenden Abstimmungen wurden gestrichen und ersetzt durch eine Abstimmungen durch die Aktionäre mit beratender Funktion und durch das Votum eines Aufsichtsorgans. Dadurch soll teilweise auch den Anforderungen der dualistischen Kompetenzordnungen entsprochen werden.

#### D. Maßnahmen und Sanktionen – Artikel 14b

Letzter inhaltlich bedeutender Punkt der Richtlinie findet sich in Artikel 14b wieder. Dieser Artikel hieß im anfänglichen Kommissionsentwurf noch „Strafen“ und im zuletzt veröffentlichten Kompromissentwurf „Maßnahmen und Strafen“ („measures and penalties“).

Die einzige inhaltliche Änderung, die sich auch im Text wiederfindet, ergänzt den zweiten Satz am Anfang ebenfalls um den Wortlaut „Die Maßnahmen und“. In Erwägungsgrund 50, der sich mit diesem Artikel beschäftigt, finden sich keine Änderungen im Vergleich zu Erwägungsgrund 22 des Kommissionsvorschlags wieder. Die Wortlauterweiterung im Artikel 14b stellt also lediglich eine Klarstellung dar, nach der auch andere, nicht-finanzielle Maßnahmen als Reaktionen auf gesetzeswidriges Verhalten bezüglich der Umsetzungsgesetze der Richtlinie vorgesehen werden könne.

Wesentliche Voraussetzung für die von den Mitgliedsstaaten getroffenen Maßnahmen ist, dass diese wirksam, angemessen und abschreckend sein müssen.

<sup>628</sup> Insofern kritisch, insbesondere auch in Hinblick auf die Organadäquanz: Bremer, NZG 2014, 415, 415; Bungert/Raet, Der Konzern 2015, 289, 296; Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, Vor § 76 Rn. 77; Renner, AG 2015, 513, 514; Spindler/Seidel, AG 2017, 169, 171; wohl a.A.: vgl. hierzu auch: Roth, Related Party Transactions, 2016, der zu dem Schluss kommt, dass es auch aus deutscher Perspektive ein „starkes Signal“ für Investoren sein kann, wenn sie zur Abstimmung über *related party transactions* berechtigt wären und dass dies wesentliche Probleme der Prinzipal – Agenten Problematik bei solchen Transaktionen lösen könnte.

Entsprechend kommen daher also vor allem Geldstrafen als finanzielle Sanktionen in Betracht.

Als (sonstige) Maßnahmen wären beispielsweise öffentlich bekanntgegebene Listen der Finanzaufsichten denkbar, die die Akzeptanz von Stewardship Verantwortung im Sinne der Umsetzungsgesetze für jeden einzelnen institutionellen Investor bekannt geben. Eine solche Maßnahme hat beispielsweise das britische FRC erst kürzlich ergriffen und ordnet die Stewardship Erklärungen von *asset owner*, *asset manager* und *service provider* in zwei bis drei verschiedene Kategorien („*Tiers*“) ein. Diese Kategorisierung anhand der Qualität der Stewardship Erklärungen kann frei auf der Internetseite des FRC eingesehen werden.<sup>629</sup> Verbessern sich die Stewardship Erklärungen nicht, kann dies sogar zum Verlust des Unterzeichnerstatus des *UK Stewardship Code* führen und somit neben der öffentlichen Zurschaustellung auch rechtliche Folgen nach sich ziehen.<sup>630</sup>

Diese Einordnung in eine Kategorie wäre zwar keine finanzielle Sanktion, würde aber wohl als Maßnahme im Sinne von 14b zu qualifizieren sein. Entsprechende Kategorisierungen – auch hinsichtlich der institutionellen Investoren, die sich bis dato gar nicht mit Stewardship beschäftigt haben – könnten auch die Aufsichtsbehörden der anderen Mitgliedsländer als Maßnahmen ergreifen.

### §. 3 Zusammenfassung

Die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie 2017/828/EU stellt 2017 den vorzeitigen Abschluss mehrerer Grünbücher, Mitteilungen und eines Aktionsplans der EU Kommission dar. Die ursprüngliche Version des Richtlinievorschlags der EU Kommission von 2014 hat sich infolge des Trilogverfahrens zwischen Kommission, Rat und Parlament teilweise deutlich geändert.

Die Vorschriften der geänderten Richtlinie befassen sich im Wesentlichen mit der Identifizierung von Aktionären, der Mitwirkungspolitik von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern, dem Verhältnis von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern untereinander, der Rolle von Stimmrechtsberatern und schließlich mit Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und der Vergütungspolitik von Unternehmen.

Diese Arbeit konzentriert sich dabei auf den Aspekt der Mitwirkungspolitik von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern, also der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren. Diese ist in Artikel 3g (Artikel 3f des ursprünglichen Entwurfs der Kommission) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie zu finden.

---

<sup>629</sup> FRC, UK Stewardship Code statements; vgl. auch oben: S. 100 ff.

<sup>630</sup> Vgl. ebd.

Interessant ist bereits der Anwendungsbereich dieser Vorschrift, der sowohl Vermögensverwalter wie auch institutionelle Anleger erfasst. Die Definition dieser beiden Adressaten ist in Artikel 2 lit. g) und f) geregelt, sodass sowohl Lebensversicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen, Unternehmen der betrieblichen Altersversorgung und Vermögensverwalter nach der MiFID II Richtlinie, OGAW Richtlinie und AIF Richtlinie erfasst werden. Nach Artikel 1 Absatz 6 lit. a) und b) sollen auch nur solche Investoren erfassen werden, die in Aktien, die am geregelten Markt gehandelt werden, investieren.

Inhaltlich fordert Artikel 3g, dass die Mitgliedsstaaten sicherstellen, dass sich institutionelle Investoren mit dem Thema Stewardship beschäftigen. Dabei werden in lit. a) generelle Anforderungen beschrieben, über deren Einhaltung nach lit. b) jährlich zu berichten ist.

Grundlegend problematisch erscheint aber insbesondere der Umgang mit kompetenzrechtlichen Fragen und unterschiedlichen Organisationsverfassungen, der sich in der Folge aus diesen Vorschriften ergibt. Die Frage nach der rechtlichen Umsetzbarkeit der Voraussetzungen des Artikel 3g, damit verbundenen Problemen und des Themas der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung durch institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in Deutschland werden im folgenden Teil dieser Arbeit besprochen.

## Kapitel IV. Stewardship in Deutschland – Rechtliche Möglichkeiten und Probleme

In diesem Kapitel folgt eine rechtliche Würdigung von Stewardship Verantwortung und damit verbundener Probleme. Die Betrachtung erfolgt dabei primär aus dem Blickwinkel des deutschen Aktienrechts. Dementsprechend werden vor allem kompetenzrechtliche Probleme, wie insbesondere Kontaktmöglichkeiten institutioneller Investoren zu Vorstand und Aufsichtsrat, besprochen. Allerdings sollen weitere Probleme, die sich im Zusammenhang mit deutschem und europäischen Kapitalmarktrecht ergeben, zumindest kurz besprochen werden, um so einen Überblick und mögliche Lösungen zu geben.

Zunächst soll auf die formalen Rahmenbedingungen und Adressaten von Stewardship in Deutschland eingegangen werden (§ 1). Dann wird auf die Möglichkeiten von institutionellen Investoren zu Stewardship Engagement in Deutschland, insbesondere auch in Hinblick auf Kontrolle von Portfoliogesellschaften durch Dialogmöglichkeiten mit Vorstand und Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung, eingegangen (§ 2). Anschließend wird auf weitere aktienrechtliche Grenzen eingegangen, die insgesamt von Vorstand, Aufsichtsrat und institutionellen Investoren zu beachten sind (§ 3). Abschließend wird ein Überblick über kapitalmarktrechtliche Grenzen, insbesondere „Insiderhandel“ und „*acting in concert*“ gegeben (§ 4).

### § 1. Adressaten von Stewardship und formale Umsetzung in Deutschland

Der Begriff „institutionelle Investor“ hat, wie bereits zu Beginn dieser Arbeit deutlich gemacht wurde,<sup>631</sup> keine allgemeingültige Definition. Hierunter werden oft eine Vielzahl an verschiedenen Investorengruppen gefasst, die je nach Kontext in den Anwendungsbereich des Begriffs „institutioneller Investor“ fallen sollen oder nicht. Entsprechend wird teilweise auch zwischen klassischen und alternativen institutionellen Investoren unterschieden. Auch werden teilweise Vermögensverwalter als institutionelle Investoren aufgefasst,<sup>632</sup> teilweise werden diese aber

<sup>631</sup> Siehe hierzu oben, S. 54 ff.

<sup>632</sup> So zum Beispiel in den noch ausdrücklich die ICGN Guidance on Institutional Investor Responsibilites, siehe hierzu: *ICGN, Global Governance Principles 2014* *ICGN, Global Stewardship Principles 2016* S. 20; auch die ICGN Global Stewardship Principles scheinen diesem umfassenden Verständnis des Begriffs „*institutional investor*“ zu folgen, vgl. hierzu *ICGN, Global Stewardship Principles 2016*, S. 21 ff.; auch der *UK Stewardship Code* fasst beide Gruppen unter den Begriff „*institutional investor*“, vgl. hierzu *FRC, UK Stewardship Code 2012*, S. 2;

auch als eigenständige Gruppe verstanden. Weiterhin wird in diesem Kontext auch oft zwischen *asset owner* und *asset manager* unterschieden.

Letztendlich wird sich die Definition des Begriffs „institutioneller Investor“ im Rahmen der Umsetzung von Stewardship Verantwortung in Deutschland an dem Verständnis des Begriffs der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie orientieren müssen. Da insofern ein Umsetzungserfordernis vorliegt, werden die Adressaten von Stewardship in Deutschland mindestens dem in der Richtlinie vorgesehenen Adressatenkreis entsprechen müssen.

Die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie sieht eine Unterscheidung zwischen Vermögensverwaltern (engl. Fassung: „*asset manager*“) und institutionellen Anlegern (engl. Fassung: „*institutional investor*“) vor. Nach Artikel 2 lit. e) wird eine Legaldefinition des Begriffs „institutioneller Anleger“ und in Buchstabe f) eine Legaldefinition des Begriffs „Vermögensverwalter“ in die Aktionärsrechterichtlinie eingefügt.

Wie bereits hinsichtlich des Anwendungsbereichs der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie dargestellt wurde, umfasst der Begriff „institutioneller Anleger“ Lebensversicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen und Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung. In Deutschland umfassen Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung dabei Pensionsfonds und Pensionskassen.<sup>633</sup>

Diese institutionellen Anleger sind in Deutschland aufsichtsrechtlich im VAG geregelt: so finden sich in den §§ 232 ff. VAG und §§ 236 ff. Sondervorschriften für Pensionsfonds und Pensionskassen, in §§ 138 ff. VAG Vorschriften für Lebensversicherungsunternehmen und in den §§ 165 ff. VAG Vorschriften für Rückversicherungsunternehmen. Insofern macht es Sinn den Anwendungsbereich hinsichtlich institutioneller Anleger auch an das VAG anzuknüpfen.

So könnten die institutionellen Anleger dazu verpflichtet werden zusammen mit dem Jahresabschluss oder dem Lagebericht auch eine Erklärung hinsichtlich der Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung und der Einhaltung eines Deutschen Stewardship Kodex abzugeben. Dass eine solche Erklärung jährlich

---

ausdrücklich auch der niederländische Corporate Governance Kodex der ebenfalls *asset manager* unter den Begriff „*institutional investor*“ fasst; vgl. hierzu: *Commission Corporate Governance, Dutch Corporate Governance Code (2016)*, Ziffer 4.3.5.

<sup>633</sup> Vgl. hierzu auch: *Baumeister*, DB 2005, 2076, 2077; *Klose*, in: *Franzen/Gallner/Oetker 2016*, Art. 2 RL 2003/41/EG, Rn. 7.

zusammen mit dem Jahresabschluss oder dem Lagebericht abgegeben wird erscheint auch aus praktischen Gründen sinnvoll.<sup>634</sup> Im Zusammenhang der Vorlage bei der Aufsichtsbehörde erscheinen diese Gründe erst recht sinnvoll, da sich die Aufsichtsbehörde dann umfassend mit diesem Investor und den angezeigten Unterlagen befassen kann. Durch die Vorlagepflicht einer Entsprechenserklärung bei der Aufsichtsbehörde kann darüber hinaus im Sinne des Artikel 3g der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie sichergestellt werden, dass sich institutionelle Investoren mit den Anforderungen des Artikel 3g beschäftigen, da die Aufsichtsbehörde die Vorlage überprüft.

Eine ähnliche Umsetzung müsste entsprechend auch hinsichtlich Vermögensverwaltern getroffen werden. Der Begriff „Vermögensverwalter“ im Sinne der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie umfasst Vermögensverwalter, die für Dritte Vermögen verwalten, Vermögensverwalter, die einen Investmentfond oder einen alternativen Investmentfond verwalten und schließlich auch selbstverwaltende Investmentfonds.<sup>635</sup> Auch werden nach Artikel 1 Absatz 6 lit. b) wieder nur Vermögensverwalter erfasst, die in Aktien investieren, die am geregelten Markt gehandelt werden.

Vermögensverwalter in diesem Sinne sind in Deutschland Kapitalverwaltungsgesellschaften. Diese sind allgemein aufsichtsrechtlich im KAGB geregelt. Der Begriff „Verwaltungsgesellschaft“ ist nach § 1 Absatz 14 KAGB dabei der Oberbegriff für alle Verwaltungsgesellschaften, egal, ob es sich um inländische oder ausländische, intern oder extern verwaltete oder OGAW oder AIF verwaltende Gesellschaften handelt.<sup>636</sup> In § 17 KAGB werden Verwaltungsgesellschaft mit Sitz im Inland, die Investmentvermögen verwalten, als Kapitalverwaltungsgesellschaften definiert.<sup>637</sup>

---

<sup>634</sup> Die Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung ist ohnehin – auch im Zusammenhang des § 161 AktG – zweckmäßigerweise mit dem Jahresabschluss abzugeben. Entsprechend ist diese Erklärung auch nicht spätestens 365 Tage nach der Veröffentlichung der letzten Erklärung abzugeben, sondern kann vielmehr auch auch ungefähr zu gleichen Zeit, jedenfalls mit dem Jahresabschluss abgegeben werden. So ähnlich auch: *Goette*, in: *MüKomm AktG*, 3. Aufl. 2013, § 161 Rn. 73; in diesem Sinne wohl auch: *Bundesgerichtshof* vom 07.12.2009, II ZR 63/08, DStR 2010, 1039; zustimmend hinsichtlich der Zweckmäßigkeit, aber aA hinsichtlich der tatsächlichen Frist: *Lutter*, in: *Grundmann/Haar/Merkel et al.* (Hrsg.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, 2010, S. 1025, S. 1027 f.; *Lutter*, in: *KK AktG*, 3. Aufl., § 161 Rn. 52.

<sup>635</sup> Siehe zum Anwendungsbereich der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie und die Definitionen der Begriffe „institutional investor“ und „asset manager“ oben, S. 185 ff.;

<sup>636</sup> *Gottschling*, in: *Moritz/Klebeck/Jesch*, KAGB, 1. Aufl. 2016, § 1 Rn. 211; *Schneider-Deters*, in: *Patzner/Döser/Kempf*, KAGB, 3. Auflage 2017, § 1 Rn. 45.

<sup>637</sup> *Döser*, in: *Patzner/Döser/Kempf*, KAGB, 3. Auflage 2017, § 17 Rn. 1.

Auch Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Aktien am geregelten Markt erwerben, könnten dann, wie institutionelle Anleger auch, dazu verpflichtet werden eine Entsprachenserklärung abzugeben. Da die Vorlagepflichten bei Kapitalverwaltungsgesellschaft grundsätzlich zweistufig über einen Abschlussprüfer erfolgt,<sup>638</sup> könnte ebenfalls eine Entsprachenseklärung über den Abschlussprüfer vorgelegt werden. Der Abschlussprüfer hat ohnehin die Anforderungen des § 26 KAGB zu prüfen, die bereits Inhalte enthalten, die auch durch die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung verwirklicht werden sollen.<sup>639</sup>

Als Adressatenkreis bietet es sich somit an, institutionelle Anleger durch Regelungen im VAG zu erfassen, Vermögensverwalter durch Regelungen im KAGB. Dadurch kann im Sinne von Artikel 3g der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie sichergestellt werden, dass sich diese beiden Gruppen auch mit den Inhalten von Artikel 3g beschäftigen. Ebenfalls sollten sonstige bedeutende Aktionäre, aber auch Dienstleistungsanbieter wie Stimmrechtsberater, dazu ermutigt werden, die Regelungen zu berücksichtigen, da diese ebenfalls wesentlich mit der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung in Berührung kommen. Auch andere Stewardship Kodizes sehen eine (teilweise unverbindliche) Öffnung des Anwendungsbereichs für eben diese Gruppen vor.<sup>640</sup>

Als Umsetzungsmechanismus bietet es sich an, die Stewardship Verantwortung in Form eines Kodex zu regeln und entsprechend eine Pflicht zur Abgabe einer Entsprachenserklärung im VAG und im KAGB zu verankern. Auch wenn ein Parlamentsgesetz regelmäßig die naheliegende Möglichkeit zur Umsetzung

---

<sup>638</sup> Der Bericht des Abschlussprüfers ist nach § 3 Absatz 5 KAPrüfbV der BaFin vorzulegen. Nach § 4 Absatz 2 KAPrüfbV muss der zugrundeliegende Jahresabschluss und Lagebericht diesem Bericht ebenfalls angehängt werden.

<sup>639</sup> § 26 KAGB kommt dabei eine stark aufsichtsrechtliche Funktion zu, so: *Kort*, AG 2013, 582, 583; Sowohl § 26 KAGB wie auch die Vorschriften hinsichtlich Stewardship in der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie sollen zu einer langfristigen Interessenswahrnehmung der Interessen der Anleger durch institutionelle Anleger und Vermögensverwalter führen. Die private Initiative des BVI hat diesen Gedanken bereits 2003 aufgenommen und Wohlverhaltensregeln veröffentlicht, die den § 9 InvG und entsprechend § 26 KAGB als dessen Nachfolger, weiter konkretisierten; vgl. hierzu: *Geurts/Schubert*, in: Moritz/Klebeck/Jesch, KAGB, 1. Aufl. 2016, § 26 Rn. 23; *Patzner/Schneider-Deters*, in: Patzner/Döser/Kempf, KAGB, 3. Auflage 2017, § 26, Rn. 1; *Svoboda*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 1. Aufl. 2014, § 26 Rn. 1; vgl. auch: *BVI*, Wohlverhaltensregeln, 2003/2017.

<sup>640</sup> vgl. insbesondere: *FRC*, UK Stewardship Code 2012, S. 2 Nr. 2; *FSA*, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code, 2014, S. 3 Nr. 8; *The Institute of Directors in South Africa*, Code for Responsible Investment in South Africa, 2011, S. 8

von Richtlinien in nationales Recht darstellt,<sup>641</sup> intendiert Artikel 3g doch bereits die Umsetzung über einen „*comply or explain*“ Mechanismus, wonach lediglich die Abgabe einer Entsprechenserklärung gesetzlich verankert werden muss. Inhaltlichen Regelungen müssten insofern in Kodexform angelegt werden.<sup>642</sup>

## **§ 2. Möglichkeiten der Ausübung von Stewardship Verantwortung *de lege lata***

In diesen Abschnitt wird untersucht, wie Stewardship Engagement in Deutschland ausgestaltet werden könnte und welche Möglichkeiten das deutsche Aktiengesetz (institutionellen) Aktionären anbietet, um ‚ihre‘ Portfoliogesellschaft zu kontrollieren und Einfluss zu nehmen.

Hierzu wird zunächst auf Kollektivrechte (A.) und auf Individualrechte (B.) von Aktionären eingegangen, die institutionelle Investoren im Rahmen ihres Stewardship Engagements ebenfalls wahrnehmen können. Anschließend wird auf im Aktiengesetz nicht ausdrücklich vorgesehene Kontaktmöglichkeiten institutioneller Investoren zu Vorstand und Aufsichtsrat eingegangen (C.) und die Ergebnisse zusammengefasst (D.).

### **A. Kollektivrechte als aktienrechtliche Kontrollmöglichkeit der Aktionäre – Stimmrecht auf der Hauptversammlung**

Wesentlichstes Recht und direkteste Möglichkeit der Aktionäre auf Aktiengesellschaften einzuwirken, ist die Wahrnehmung von Stimmrechten in der Hauptversammlung. Die Beschlüsse auf der Hauptversammlung können verschiedene Inhalte haben und den Vorstand und Aufsichtsrat (im Innenverhältnis) unmittelbar binden oder Auswirkungen auf diesen haben, wenn beispielsweise die Satzung verändert wird. Im Rahmen der Kompetenz der Hauptversammlung können die Aktionäre insbesondere auch über die Zusammensetzung des Aufsichtsrats, Verwendung des Bilanzgewinns, Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat, Bestellung des Abschlussprüfers, Satzungsänderungen, die Kapitalpolitik, Bestellung von Sonderprüfern und die Auflösung der Gesellschaft beschließen.

Wie im Kapitel zuvor gezeigt, sieht die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie in Artikel 3g Absatz 1 lit. a) auch ausdrücklich vor, dass institutionelle Investoren im Rahmen der Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung insbesondere Stimmrechte wahrnehmen. Nach lit. b) sollen sie die Wahrnehmung von Stimmrechten in ihren Portfoliogesellschaften auch jährlich öffentlich bekannt machen.

<sup>641</sup> Deutscher Bundestag, Ausarbeitung: Überwachung der Umsetzung von EU-Richtlinien, 2015, S.7; Milej, EuR 2009, 577, 580; Ruffert, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, 5. Auflage 2016, Art. 288 AEUV, Rn. 32.

<sup>642</sup> Ein solcher Kodex soll entsprechend als Ergebnis zum Schluss dieser Arbeit vorgeschlagen werden und die nachfolgend behandelten inhaltlichen Probleme und Lösungen zusammenfassen.

Die Wahrnehmung von Stimmrechten institutioneller Investoren kann dabei insbesondere dazu geeignet sein, die Professionalität und den Sachverstand institutioneller Investoren auch in das Abstimmungsergebnis der Hauptversammlung mit einfließen zu lassen und insbesondere dem Verhalten aktivistischer Aktionäre entgegenzuwirken.

Im Folgenden sollen zunächst die Möglichkeiten zur Wahrnehmung von Stimmrechten und insbesondere die Rolle institutioneller Investoren bei der Stimmrechtswahrnehmung dargestellt werden (*I.*). Anschließend wird die Rolle von Stimmrechtsberatern bei der Wahrnehmung von Stimmrechten durch institutionelle Investoren (*II.*) besprochen. Die Ergebnisse werden zum Schluss zusammengefasst werden (*III.*).

## **I. Möglichkeiten zur Stimmrechtswahrnehmung**

Anders als die Gesellschafter der Gesellschaft mit beschränkter Haftung haben die Aktionäre der Aktiengesellschaft keine § 37 Absatz 1 GmbHG entsprechende Möglichkeit dem Vorstand eine Weisung zu erteilen.<sup>643</sup> Allerdings haben die Aktionäre die Möglichkeit, durch Abstimmungen die Satzung zu der Gesellschaft zu verändern und so auf den Unternehmensgegenstand einzuwirken. Weiterhin stimmen die Aktionäre nach § 119 AktG unter anderem über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat, die Verwendung des Bilanzgewinns und die Bestellung von Mitgliedern des Aufsichtsrats ab. Durch die Wahrnehmung von Stimmrechten können die Aktionäre daher grundlegend die personelle Zusammensetzung der Gesellschaft und deren sachlichen Unternehmensgegenstand beeinflussen und so maßgeblich die Ausrichtung der Gesellschaft beeinflussen.

Eine Pflicht zur Wahrnehmung von Stimmrechten ist im Aktienrecht dabei zunächst allerdings vorgesehen, ebenso besteht auch grundsätzlich bereits keine Pflicht zur Teilnahme an der Hauptversammlung.<sup>644</sup> Allerdings macht die Formulierung des § 118 AktG („Die Aktionäre üben ihre Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft in der Hauptversammlung aus [...]“) deutlich, dass eine gewisse Erwartungshaltung zur tatsächlichen Rechtewahrnehmung formuliert wird. Andernfalls wäre eine „kann/können“ – Formulierung passender gewesen. Der

---

<sup>643</sup> Den GmbH – Gesellschaftern steht ein Primat bei der Festlegung der Gesellschaftsangelegenheiten zu. Sie können insofern auch negativ-verbietend und positiv-gebietend einzelne Weisungen zum Inhalt haben, vgl. hierzu: *Stephan/Tieres*, in: MüKomm GmbHG, 2. Aufl. 2015, § 37 Rn. 1; *Zöllner/Noack*, in: Baumbach/Hueck GmbHG, 21. Auflage 2017, § 37 Rn. 20; jeweils m.w.N.

<sup>644</sup> *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 98; *Müllert*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 118 Rn. 47; jeweils m.w.N.; vgl. auch oben zu den Pflichten von Aktionären: S. 50ff.

Deutsche Corporate Governance Kodex enthält eine ähnliche Formulierung und nennt dabei insbesondere auch die Stimmrechtswahrnehmung:

„Die Aktionäre nehmen im Rahmen der gesetzlichen und satzungsmäßig vorgesehenen Möglichkeiten ihre Rechte vor oder während der Hauptversammlung wahr und üben dabei ihr Stimmrecht aus.“<sup>645</sup>

Ziffer 2.1.1. DCGK spricht dabei davon, dass „Aktionäre ihre Stimmrechte ausüben“<sup>646</sup> und eben nicht davon, dass sie die Stimmrechte ausüben können. Zwar handelt es sich bei Ziffer 2.1.1 DCGK wohl um eine Gesetzesbeschreibung insbesondere von § 118 I AktG.<sup>647</sup> Allerdings macht der Kodex jedenfalls auch eine Erwartungshaltung deutlich, nach der die Aktionäre ihre Stimmrechte auch bei der Hauptversammlung tatsächlich ausüben sollen.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex impliziert also vom Wortlaut der Ziffer 2.1.1 her die Sicht, dass Aktionäre ihre Stimmrechte auch tatsächlich wahrnehmen sollen. Insofern können institutionelle Investoren dieser bereits vom Aktiengesetz und dem DCGK postulierten Erwartungshaltung und insbesondere ihrer Stewardship Verantwortung gerecht werden, indem sie auch tatsächlich bestehende Möglichkeiten zur Stimmrechtswahrnehmung nutzen.

Im Folgenden soll zunächst auf die Möglichkeit zur Änderung der Satzung und des Unternehmensgegenstandes eingegangen werden (1.). Anschließend sollen weitere Möglichkeiten zur Stimmrechtsrechtswahrnehmung dargestellt werden (2.) und besprochen werden, wie institutionelle Investoren insbesondere dem Zustandekommen von Zufallsmehrheiten und aktivistischem Verhalten entgegenwirken können (3.). Die Ergebnisse sollen zum Schluss kurz zusammengefasst werden (4.).

## **1. Satzungsänderungen nach §§ 118 Nr. 5, 179 Absatz 1 Satz 1, und insbesondere den Unternehmensgegenstand nach § 23 Absatz 3 Nr. 2 AktG**

Durch die Möglichkeit die Satzung nach § 179 Absatz 1 Satz 1 AktG zu ändern, haben die Aktionäre zunächst den Rahmen der gesellschaftlichen Tätigkeit, den

---

<sup>645</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Deutscher Corporate Governance Kodex 2012, Ziffer 2.1.1.

<sup>646</sup> Zitat leicht abgewandelt. Vgl. den genauen Wortlaut im Zitat zuvor. .

<sup>647</sup> Kremer, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 2.1.1 Rn. 305.

Unternehmensgegenstand in der Hand; sie haben insofern allein die Satzungshoheit inne.<sup>648</sup> Ihr steht insofern also eine Grundlagenkompetenz für die ‚Verfassung‘ der Gesellschaft zu.<sup>649</sup> Der Unternehmensgegenstand bindet den Vorstand und den Aufsichtsrat in ihren Handlungsmöglichkeiten (im Innenverhältnis).<sup>650</sup> Hierdurch können die Aktionäre maßgeblich auf deren Ausrichtung einwirken.<sup>651</sup> Wie der BGH durch die *Holzmüller* und *Gelatine* Entscheidungen deutlich gemacht hat, besteht die Möglichkeit nicht nur dann, wenn die Aktionäre eine Änderung aktiv und infolge eigener Initiative herbeiführen wollen, sondern auch dann, wenn der Vorstand eine grundlegende Änderung der Ausrichtung des Unternehmens herbeiführen möchte.<sup>652</sup>

Die Aktionäre können die Satzung und den darin bestimmten Unternehmensgegenstand so ausgestalten und ändern, dass durch die Bestimmung eines oder mehrerer konkreter Gegenstände die Produktion oder die zu erbringende Dienstleistung der Gesellschaft auf ein einziges Projekt, bestimmte Produkte oder Produktionsmittel oder bestimmte Vertragspartner beschränkt wird.<sup>653</sup> Die Grenze der Satzungshoheit und Richtungsvorgabe finden sich in der Regel in dem Verbot der Geschäftsführung durch die Hauptversammlung (§ 119 Absatz 2 AktG): so darf der Vorstand infolge der Begrenzung nicht zu einem bloßen Exekutivorgan werden, dem kein eigenes unternehmerisches Ermessen mehr zusteht.<sup>654</sup>

Beispielsweise können Energieerzeugergesellschaften durch die Aktionäre in der Satzung verpflichtet werden, gewisse in der gesellschaftlichen Öffentlichkeit kritisch gesehene Energiegewinnungsmethoden (wie die Atomenergie oder „Fra-

---

<sup>648</sup> Pentsz, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 23 Rn. 85

<sup>649</sup> Bundesgerichtshof vom 26.04.2004, II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860 mit Verweis auf: Schubert, Akademie für Deutsches Recht: 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse, 1945, S. 486, S. 503 ff.; vgl. auch: Renner, AG 2015, 513, 517

<sup>650</sup> Limmer, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 23 Rn. 16; Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23 Rn. 83;

<sup>651</sup> Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 302.

<sup>652</sup> Bundesgerichtshof vom 25.02.1982, II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703; Bundesgerichtshof vom 26.04.2004, II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860

<sup>653</sup> Dreber, ZHR 1991, 349, 358; Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23 Rn. 86; Pentsz, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 23 Rn. 78.

<sup>654</sup> Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23 Rn. 84; Pentsz, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 23 Rn. 78; vgl. auch: Martens, in: Goerdeler/Hommelhoff/Lutter et al. (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag, 1991, S. 271, S. 276; Voigt, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 185 ff.

cking-Gas“) nicht mehr zu nutzen oder ein Unternehmen muss von der Herstellung von Rüstungsgütern abscheiden.<sup>655</sup> Hierdurch können insbesondere ESG – Aspekte verstärkt in den Fokus der Unternehmensführung gelangen.<sup>656</sup>

(Institutionelle) Aktionäre können insofern im Rahmen ihrer Stimmrechtswahrnehmung dafür sorgen, dass bestimmte Themen in ihren Portfoliounternehmen durchgesetzt werden und so die grundsätzliche Ausrichtung der Unternehmen geändert oder angepasst wird.<sup>657</sup> Man kann davon ausgehen, dass institutionelle Investoren regelmäßig an einer Vielzahl von Unternehmen beteiligt sind,<sup>658</sup> sodass durch die breite Wahrnehmung der Stimmrechte – auch in Hinblick auf die Möglichkeit der Herbeiführung von Satzungsänderungen – bereits ganz grundlegende Änderungen eines gesamten Wirtschaftsbereichs erreicht werden können.

## **2. Bestellung von Mitgliedern des Aufsichtsrats, Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat und sonstige Abstimmungsgegenstände nach § 119 AktG und say on pay und related party transactions**

Eine weitere Möglichkeit, durch die Wahrnehmung des Stimmrechts Einfluss auf den Kurs einer Gesellschaft zu nehmen, ist die Wahl von Mitgliedern des Aufsichtsrats. Während grundlegende Satzungsänderungen eher die Ausnahme darstellen, stellt die regelmäßige (Wieder-)Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern wohl eine der wichtigsten Einflussmöglichkeiten dar. Weiterhin haben die Aktionäre Aufsichtsrat und Vorstand auch auf die Vergangenheit bezogen zu entlasten und darüber per Beschluss zu entscheiden. Wie Artikel 9a, 9b und 9c der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie vorgeben, sollen die Aktionäre auch über die Vergütungspolitik und Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen abstimmen können. Die Aktionäre haben somit, insbesondere durch diese Erweiterung ihrer Abstimmungsrechte, weitere besondere Einflussnahmemöglichkeiten durch Wahrnehmung ihrer Stimmrechte.

---

<sup>655</sup> Vgl. hierzu: *Dieckmann*, AG 2014, R148-R150; zu den aktienrechtlichen Problemen beim Ausstieg aus der Atomennergie siehe insbesondere wieder: *Martens*, in: *Goerdeler/Hommelhoff/Lutter et al.* (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag, 1991, S. 271.

<sup>656</sup> Vgl. auch oben: S. 157ff;

<sup>657</sup> *Thaeter/Guski*, AG 2007 9, 301, 302.

<sup>658</sup> *Hirt/Hopt/Matthens*, AG 20 2016, 725, 726, m.w.N.; vgl. insofern auch die Darstellung oben zur Bedeutung institutionelle Investoren, S. 54 ff.

Die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern ist in § 101 Abs. 1 AktG geregelt. Durch diese Vorschrift wird der Einfluss der Hauptversammlung auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrats ausdrücklich hervorgehoben, der ansonsten nur von besonderen Entsendungsrechten und der Mitbestimmung durchbrochen wird.<sup>659</sup>

Durch die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder haben die (institutionellen) Aktionäre dann auch wiederum mittelbaren Einfluss auf die Wahl des Vorstandes. Insgesamt ergibt sich hierdurch ein starker Einfluss der Aktionäre auf die beiden Leitungsgremien der Gesellschaft. Nehmen die institutionellen Investoren diesen Einfluss wahr und wählen die Vertreter des Aufsichtsrats entsprechend der von ihnen zu verfolgenden Interessen, können sie in jedem Fall einen wichtigen Beitrag zur Besetzung und Leitung der Portfoliogesellschaften beitragen. Nehmen sie diese Einflussmöglichkeit allerdings nicht wahr, droht auch hier ein Durchsetzen von Minderheitsinteressen und Zufallsmehrheiten, bei denen Aufsichtsratsmitglieder ernannt werden, die nur aufgrund der allgemein geringen Wahlbeteiligung ernannt wurden.<sup>660</sup>

Neben der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern können und müssen die Aktionäre schließlich auch noch über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 120 Absatz 1 bis Absatz 3 AktG beschließen. Ihnen steht damit ein auf die Vergangenheit bezogenes Kontrollrecht zu.<sup>661</sup>

Insbesondere gibt die Möglichkeit der Erteilung oder Verweigerung der Entlastung den Aktionären aber die Möglichkeit einer kollektiven Meinungskundgabe.<sup>662</sup> Insofern kann man dem Entlastungsbeschluss aus rechtlicher Sicht zunächst nur ein geringes Gewicht beimessen, insbesondere weil die (vermögens- und status-)rechtlichen Folgen der erteilten oder verweigerten Entlastung ebenfalls nur als gering zu beschreiben sind.<sup>663</sup> Dafür zieht eine verweigerte Entlastung aber regelmäßig einen, für die betroffenen Mitglieder der Leitungsgremien deutlich spürbaren, öffentlichen und medialen Druck nach sich, der ihnen regelmäßig die unveränderte und der bisherigen Gewohnheit entsprechenden Fortsetzung ihrer Aufgaben erschweren wird.<sup>664</sup> Insbesondere bei Kunden, Lieferanten, aber auch

---

<sup>659</sup> Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 101 Rn. 2.; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 101 Rn. 6

<sup>660</sup> Vgl. hierzu noch nachfolgend, S. 220 ff.

<sup>661</sup> Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 120 Rn. 26.

<sup>662</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 120 Rn. 2; Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 120 Rn. 7; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 120 Rn. 4; jeweils m.w.N.

<sup>663</sup> Hoffmann, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 120 Rn. 1; Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 120 Rn. 11 ff.

<sup>664</sup> Dies. dies.; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 120 Rn. 2

Arbeitnehmern wird sowohl das Ansehen wie auch das Durchsetzungsvermögen unter einer verweigerten Entlastung leiden.<sup>665</sup>

Durch die Teilnahme an der Hauptversammlung und die Abstimmung über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat haben institutionelle Aktionäre also auch ein öffentlichkeitswirksames Druckmittel in der Hand. Sie können hierdurch zum Ausdruck bringen, ob sie die Geschäftspraktiken ihrer Portfoliogesellschaft insgesamt billigen oder eben nicht. Insbesondere können sie hierdurch unmittelbaren Druck auf die Leitungsorgane ausüben, der diese dazu bewegen kann ihre Praktiken in Zukunft auf die eine oder andere Art zu verändern. Trägt ein institutioneller Investor die Verweigerung der Entlastung mit, wird darüber hinaus – aufgrund der beschriebenen medialen Wirkung – auch nach Außen hin deutlich, dass diese Geschäftspraktiken von dem Investor (und den anderen Aktionären und institutionellen Investoren) nicht gewünscht wird. Hierin kann auch ein Warnsignal an andere Unternehmen geschenkt werden kann.

Wann eine Verweigerung der Entlastung zu empfehlen ist, lässt sich dabei auch nicht allgemein sagen. Insbesondere aufgrund der wirtschaftlichen Folgen für die Gesellschaft sollte diese Maßnahme nicht ohne weiteres getroffen werden. Es bietet sich daher an mögliche Kritik zunächst zumindest mit dem Vorstand zu besprechen.<sup>666</sup>

Auch insgesamt erscheint es zumindest grundsätzlich sinnvoll, dass institutionelle Investoren insofern bestehende Bedenken, die sie zum Beispiel auch zur Ablehnung eines Vorschlags der Verwaltung nach § 124 Absatz 3 AktG haben, bereits vor der Hauptversammlung mit dem Vorstand und gegebenenfalls auch mit dem Aufsichtsrat besprechen.<sup>667</sup> Eine solche Vorbesprechung kann diesen die Möglichkeit geben ihren Standpunkt gegenüber kritischen Investoren zu erklären oder gewollte Änderungen vorzunehmen, die sich unter Umständen auch aus der Sicht von Vorstand und Aufsichtsrat als nur geringfügig und redaktioneller Natur herausstellen können. Vor allem der Zweck des § 124 AktG würde einem solchen Verfahren entsprechen: So sollen sich die Aktionäre durch § 124 AktG angemessen auf die Hauptversammlung vorbereiten können, nach § 124 Absatz 3 AktG sollen insbesondere Stimmrechtsvertreter eindeutige Anweisungen zur Ausübung der Stimmrechte erhalten können.<sup>668</sup> Werden Änderungen aufgrund von Bedenken institutioneller Investoren bereits vor der Hauptversammlung vorgenommen, können Diskussionen über den Beschlussantrag während der Hauptversammlung

---

<sup>665</sup> Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 120 Rn. 11 ff.

<sup>666</sup> Vgl. hinsichtlich des Kontaktes zum Vorstand noch nachfolgend, S. 239 ff.

<sup>667</sup> Vgl. auch: Sommer, Der gelangweilte Aktionär, Handelsblatt vom 11.07.2017, S. 26

<sup>668</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 124 Rn. 26; Rieckers, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 124 Rn. 1; vgl. auch: Bundesgerichtshof vom 25.11.2002, II ZR 49/01, BGHZ 153, 32 = NJW 2003, 970; Kropff, Aktiengesetz mit Reg. Begr., 1965, S. 174;

deutlich verkürzt werden. Auch können Stimmrechtsvertreter entsprechend angewiesen werden die geänderten Anträge zu berücksichtigen.

Neben den weiteren Beschlussgegenständen, die § 119 AktG aufzählt, wie der Verwendung des Bilanzgewinns oder der Bestellung des Abschlussprüfers, gewinnen spätestens mit der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie vor allem zwei weitere besondere Beschlussgegenstände an Bedeutung: die Möglichkeit, über die Vergütung und über Transaktionen mit nahestehenden Personen mitzuentscheiden.

Die Möglichkeit der Aktionäre, über das Vergütungssystem und die Vergütung abzustimmen, sind in der Richtlinie 2017/828/EU – wie bereits dargestellt wurde – in den Artikeln 9a und 9b geregelt. Im Aktiengesetz ist bereits durch das VorstAG im Jahre 2009 der Absatz 4 in § 120 AktG eingefügt worden, der sich mit dem „*say on pay*“ befasst.<sup>669</sup> Nach dieser Vorschrift kann die Hauptversammlung über das Vergütungssystem abstimmen, allerdings ist der Aufsichtsrat an einen solchen Beschluss nicht gebunden. Der Plan (in Form des Entwurfs des VorstKoG) dieses Votum für den Aufsichtsrat verbindlich zu machen ist 2013 gescheitert.<sup>670</sup> Insofern soll das AktG durch § 120 Absatz 4 weiterhin auf die Öffentlichkeitswirkung setzen, die der Gesetzgeber diesem beratenden Votum beigegeben hat.<sup>671</sup> Ein solches, beratendes Votum hinsichtlich der Vergütungspolitik ist wie bereits dargestellt auch nach der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie in Artikel 9a Absatz 3 vorgesehen.<sup>672</sup> Insofern kann auch das deutsche AktG es bei dieser Regelung in § 120 Absatz 4 grundsätzlich belassen.<sup>673</sup> Allerdings wäre diese Vorschrift vor allem in Hinblick auf Artikel 9a Absatz 5 anzupassen: so wird die Hauptversammlung zumindest alles vier Jahre über die Vergütungspolitik abstimmen müssen. Aus der vollständigen „kann“ Vorschrift des § 120 Absatz 4 Satz 1 wird also zumindest teilweise eine verbindliche „muss“ Vorschrift werden.<sup>674</sup> An der nichtbestehenden Verbindlichkeit des Votums und an Satz 2 ändert dies indes nichts. Darüber hinaus wird nach Artikel 9b Absatz 4 ebenfalls das Recht zur Abstimmung über den Vergütungsbericht im AktG, ebenfalls ausgestaltet als empfehlendes Votum ohne unmittelbare rechtliche Folgen, vorgesehen werden müssen.<sup>675</sup>

---

<sup>669</sup> *Bundestag*, Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, BGBl. I, S. 2509 31.07.2009

<sup>670</sup> Siehe hierzu den letzten Entwurf des VorstKoG, *Bundestag*, BT DRS 17/14214, 2013; Vgl. auch: *Koch*, in: *Hüffer/Koch AktG*, 12. Aufl. 2016, § 120 Rn. 20.

<sup>671</sup> *Bundestag*, BT DRS 16/13433, 2009; vgl. auch: *Drinhausen*, in: *Hölters AktG*, 2. Aufl. 2014, § 120 Rn. 42; *Koch*, in: *Hüffer/Koch AktG*, 12. Aufl. 2016, § 120 Rn. 20.

<sup>672</sup> Vgl. hierzu oben, S. 201 ff.

<sup>673</sup> *Wettich*, AG 2017, 60, 69; im Ergebnis ebenso: *Hommelhoff*, NZG 2015, 1329, 1332.

<sup>674</sup> Vgl. *Gaul*, AG 2017, 178, 182; *Hommelhoff*, NZG 2015, 1329, 1332

<sup>675</sup> *Gaul*, AG 2017, 178, 185 f.; *Hommelhoff*, NZG 2015, 1329, 1332;

Da demnach also auch nach der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie das Vergütungssystem nur mindestens alle vier Jahre der Hauptversammlung vorgelegt werden muss, der Vergütungsbericht ohnehin nur vorgelegt werden muss, wenn die Aktionäre dies im Rahmen der Hauptversammlung verlangen, bleibt die Überwachung der auf die Vergangenheit und auf die Zukunft bezogenen angemessenen Vergütung des Vorstandes in Hand der Aktionäre. An dieser Stelle können insbesondere wieder institutionelle Investoren dafür sorgen, dass die Vergütungspolitik und gegebenenfalls auch die Vergütungsberichte als Beschlussthemen auf die Tagesordnung der Hauptversammlung gesetzt werden. Auch wieder infolge ihrer Professionalität und der Übersicht über den Kapitalmarkt und der Handhabung der Vergütung in anderen Portfoliogesellschaften, scheinen sie besonders dazu geeignet, sich des Themas der Vergütung anzunehmen und das nach der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie vorgesehene Initiativrecht der Aktionäre, wahrzunehmen. Auch scheinen die Abstimmungsergebnisse der vergangenen Hauptversammlungsaison anzudeuten, dass die Aktionäre die Vorschläge der Verwaltung zur Vergütungsstruktur nicht einfach durchwinken, sondern nicht selten auch die Vorschläge ablehnen.<sup>676</sup>

Hinsichtlich einer Möglichkeit der Aktionäre zur Abstimmung über Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen („*related party transactions*“), die in Artikel 9c der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie geregelt ist, wird man in Deutschland allerdings zunächst abwarten müssen, wie die Anforderungen der Aktionärsrechterichtlinie umgesetzt werden; insbesondere, ob im Sinne von Artikel 9c Absatz 4 Satz 2 ein zusätzliches Votum der Aktionäre vorgesehen werden wird. So gibt es viele Stimmen, die sich unter dem Hinweis auf eine Entmachtung des Aufsichtsrats, die Organadäquanz und die Kompetenzen von Aufsichtsrat und Hauptversammlung insgesamt gegen ein Votum der Aktionäre stellen.<sup>677</sup>

Sollte eine solche Möglichkeit der Abstimmung im deutschen Recht ermöglicht werden, können insbesondere wieder institutionelle Investoren aufgrund ihrer Professionalität und des guten Überblicks über den Markt und die Handhabung dieser Problematik in anderen Unternehmen in besonderem Maße dazu beitragen, dass die Hauptversammlung eine in der Sache qualifizierte und „hochwertige“ Entscheidung trifft. Auch könnte durch die Mitwirkung institutioneller Investoren insbesondere der Kritik begegnet werden, die Hauptversammlung sei

---

<sup>676</sup> Vgl. Sommer, Der gelangweilte Aktionär, Handelsblatt vom 11.07.2017, S. 26; mit Verweis auf die Hauptversammlungen und die Abstimmungen zum Vergütungssystem von Merk, ProSiebenSat1 und MunichRe.

<sup>677</sup> Kritisch insofern: Bremer, NZG 2014, 415, 415; Bungert/Raet, Der Konzern 2015, 289, 296; Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, Vor § 76 Rn. 77; Renner, AG 2015, 513, 514; Spindler/Seidel, AG 2017, 169, 171; a.A.: Roth, Related Party Transactions, 2016

bereits nicht geeignet, informiert und sachverständig über komplexe Einzeltransaktionen zu entscheiden.<sup>678</sup>

### **3. Verhinderung von Zufallsmehrheiten und Verringerung des Einflusses aktivistischer Investoren durch die Stimmrechtswahrnehmung institutioneller Investoren**

Durch eine umfassende Stimmrechtsabgabe der Aktionäre kann schließlich auch verhindert werden, dass Zufallsmehrheiten hinsichtlich der Beschlüsse entstehen und somit Minderheitsinteressen auf der Hauptversammlung durchgesetzt werden. Institutionelle Investoren können durch eine aktive Wahrnehmung ihrer Stimmrechte also einen wesentlichen Beitrag zum langfristigen Unternehmenserfolg leisten und insbesondere dem Verhalten aktivistischer Investoren, die zur Erlangung kurzfristiger Vorteile sich Zufallsmehrheiten zunutze machen, entgegenwirken.

Institutionelle Investoren können durch die regelmäßige Stimmrechtswahrnehmung dafür sorgen, dass die Willensbildung dem Willen der Mehrheit des (stimmberechtigten) Kapitals einer Gesellschaft entspricht.<sup>679</sup> Durch ihre Professionalität haben sie insbesondere die Möglichkeit, relevante Unternehmensinformationen rational und mit einem guten Überblick über den Markt zu bewerten und so einen wesentlichen Beitrag zum Unternehmenserfolg zu ermöglichen.<sup>680</sup> Zufallsmehrheiten und somit die zufällige Durchsetzung von Interessen einer Minderheit können dadurch verhindert werden.<sup>681</sup>

Als Beispiel für die Einflussnahme einer Minderheit lässt sich der gescheiterte Übernahmeversuch der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse AG im Jahr 2004 nennen. Dieser Übernahmeversuch scheiterte infolge der Intervention einiger Hedgefonds, die nach Schätzungen zusammen höchstens 30 Prozent des stimmberechtigten Kapitals vertraten und gerade erst durch allgemein geringe Hauptversammlungspräsenz bei der Deutschen Börse AG ermöglicht wurde und schließlich zum erzwungenen Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden und Aufsichtsratsvorsitzenden führte.<sup>682</sup> Ein erhöhter Einfluss beziehungsweise der Versuch von starker Einflussnahme von aktivistischen Minderheiten lässt sich auch

---

<sup>678</sup> So die Kritik insbesondere von: *Renner*, AG 2015, 513, 515; mit Verweis auf: *Drygala*, AG 2013, 198, 209; *Träger*, AG 2015, 53, 68f; *Vetter*, ZHR 2015, 273, 306;

<sup>679</sup> *Strenger/Zetsche*, AG 2013, 397–406, 399.

<sup>680</sup> *Freitag*, AG, 647–655, 648; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 344; vgl. auch: *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 297.

<sup>681</sup> Vgl.: *Spindler*, Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung, 2006, S. 23, der allerdings den Effekt von Zufallsmehrheiten im Ergebnis weniger negativ sieht.

<sup>682</sup> Ders., S. 20; *Tchervenachki*, Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds, 2007, S. 36f.

in der jüngeren Vergangenheit bei den Interventionen des TCI bei der Volkswagen AG (Forderung nach Arbeitsstellenabbau) und AOC bei der Stada Arzneimittel AG (Forderung zum Austausch fast aller Kapitalvertreter im Aufsichtsrat) feststellen.<sup>683</sup>

Um diesem sogenannten *voice activism* einzelner Minderheiten (, die sowohl aus bedeutenden Einzelaktionären wie auch aus aktivistischen Investoren bestehen können) entgegenzuwirken und so für eine der gesamten Aktionärgemeinschaft entsprechende Willensbildung zu sorgen, erscheint es demnach durchaus wichtig, dass insbesondere die institutionellen Investoren ihre Stimmrechte wahrnehmen. Da institutionelle Investoren in Deutschland mindestens 60 Prozent (einige Studien setzen diesen Anteil auch noch deutlich höher an) der Anteile der größten deutschen Aktiengesellschaften halten,<sup>684</sup> können sie entsprechend den mit diesen (meist stimmberechtigten) Aktien verbundenen Einfluss nutzen und dem *voice activism* entgegentreten.

#### 4. Zusammenfassung

Aktionären und somit auch institutionellen Investoren, die Aktien deutscher Aktiengesellschaften erwerben, stehen durch die Teilnahme an der Hauptversammlung und die Stimmrechtswahrnehmung in dieser also bereits eine breite Palette von Möglichkeit der Einflussnahme auf die Gesellschaft zu. Sie können die grundlegende Ausrichtung der Gesellschaft durch Änderung des Gesellschaftsgegenstandes ändern, die Zusammensetzung der Unternehmensleitung beeinflussen, sich mit der Entlastung der Unternehmensleitung beschäftigen und auch über weitere Beschlüsse abstimmen. Auch können sie über die Vergütungspolitik und künftig wohl auch über die Vergütungsberichte abstimmen, wenn sie es wollen; über die Vergütungspolitik werden sie jedenfalls alle vier Jahre abstimmen müssen.

Neben den rechtlichen Auswirkungen der Beschlüsse, die die Gesellschaft und deren Organe im Innenverhältnis binden und insgesamt die rechtlichen Grundlagen der Ausübung der Aufgaben von Vorstand und Aufsichtsrat bilden, haben die meisten Beschlüsse aber auch noch eine öffentliche und mediale Wirkung, durch die die Aktionäre Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat ausüben können. Ihnen stehen hierdurch also Einflussmöglichkeiten zu, deren Wahrnehmung den Erfolg des Unternehmens ganz grundlegend beeinflussen können.

Nehmen institutionelle Investoren ihre Stimmrechte wahr, können sie darüber hinaus auch dem *voice activism* einzelner aktivistischer Aktionäre entgegenwirken, die sich in der Vergangenheit die Passivität der Aktionäre zu Nutze gemacht

---

<sup>683</sup> Kleinmanns, IRZ 2016, 341, 341; siehe auch: Graßl/Nikolejczik, AG 2017, 49, 49; mit weiteren Beispielen; vgl. auch oben: S. 68ff.

<sup>684</sup> Vgl. oben, S. 58 ff.

haben, um Zufallsmehrheiten herbeizuführen und eigene Interessen durchzusetzen.

## II. Stimmrechtsberatung („proxy voting“)

Die Vertretung und Beratung bei der Stimmrechtswahrnehmung ist eine besondere Möglichkeit für Aktionäre und insbesondere für institutionelle Investoren, ihre bestehenden Stimmrechten wahrzunehmen beziehungsweise wahrnehmen zu lassen.<sup>685</sup>

Wie bereits gezeigt, finden sich Regelungen zu Stimmrechtsvertretern sowohl in Artikel 3j der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie wie auch in den meisten Stewardship Kodizes, beispielsweise in den Erklärungen zum UK *Stewardship Code* in *Principle 6*.<sup>686</sup>

Stimmrechtsberater (engl. „*Proxy – Advisor*“) nehmen am Kapitalmarkt eine zunehmend bedeutende Rolle ein.<sup>687</sup> Die Legaldefinition von Stimmrechtsberatern findet sich in Artikel 2 Absatz 2 Buchstabe i) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie von 2017: Danach sind Stimmrechtsberater solche professionellen Unternehmen, die auf kommerzieller Basis Informationen von börsennotierten Unternehmen analysieren, um auf dieser Grundlage Analysen, Rat oder Abstimmungsvorschläge Investoren zugänglich zu machen. Auch ist es möglich, dass Stimmrechtsberater die Stimmrechte unmittelbar als Vertreter auf der Hauptversammlung wahrnehmen.<sup>688</sup>

---

<sup>685</sup> Eine ausführliche Behandlung und Darstellung der Funktion und Rolle von Stimmrechtsberatern und Stimmrechtsvertretern sowie den damit verbundenen Problemen kann im Rahmen dieser Arbeit nicht gegeben werden. Die Rolle und die Einflussmöglichkeiten von Stimmrechtsberatern sind seit Jahren Anlass für Diskussionen, auch die Aufnahme in die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie zeigt, dass die Kommission sich mit der Rolle der Stimmrechtsberater beschäftigen will. Insofern können wesentliche Möglichkeiten und Probleme an dieser Stelle nur in Grundzügen dargestellt werden.

<sup>686</sup> Vgl. oben S. 73ff.

<sup>687</sup> Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, 227 ff.; Bunz, NZG 2014, 1049; 1049; Dörrwächter, AG 2017, 409, 409; Gaul, AG 2017, 178, 179 f.; Fleischer/Strothotte, AG, 221–223, 225; Fleischer, AG 2012, 2, 2; Kocher/Heydel, AG 2011, 543; Kals/Klampfl, in: Dausse (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 2016, S. E. III., Rn. 419; Kals, EuZW 2014, 441, 441; Seibt/Scholz, AG 2016, 739, 739; Vaupel, AG 2011, 63, 63; letzterer nennt als Beispiele des Wirkens institutioneller Stimmrechtsberater „[d]ie Kampfabstimmung über den Vorsitz des Aufsichtsrats bei Infineon, die Verweigerung der Entlastung des Vorstands der UBS für das Geschäftsjahr 20075 [und] de[n] Versuch, den Vergütungsbericht der Credit Suisse zu kippen.“

<sup>688</sup> Kals/Klampfl, in: Dausse (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 2016, S. E. III., Rn. 419 m.w.N.; Zetzsche/Preiner, AG 2014, 685, 685 f.

Insbesondere institutionelle Investoren haben ein Interesse daran, sich von Stimmrechtsberatern beraten zu lassen, da sie schon aufgrund ihres stark diversifizierten Anlageportfolios oft aus zeitlichen und finanziellen Gründen nicht in der Lage sind, sich ein angemessenes Urteil über das für sie am vorteilhaftesten erscheinende Abstimmungsverhalten bei jeder einzelnen Portfoliogesellschaft zu bilden.<sup>689</sup> Stimmrechtsberater können institutionellen Investoren dabei helfen, dieses Problem zu lösen, indem sie Abstimmungsempfehlungen abgeben, Corporate Governance Ratings erstellen oder sogar direkte Stimmrechtsvertretung anbieten.<sup>690</sup> Es gibt auch starke Hinweise, dass der weit überwiegende Teil aller ausländischen Investoren, die auf dem deutschen Kapitalmarkt aktiv sind, sich auch an die Empfehlungen großer Stimmrechtsberater halten.<sup>691</sup>

Hieraus ergeben sich verschiedene Probleme: Zum einen liegt unmittelbar die Vermutung nahe, dass viele Investoren die Empfehlungen übernehmen, ohne sie hinreichend zu prüfen (sog. „*auto voting*“).<sup>692</sup> Können sich die Investoren aufgrund von finanziellen, personellen und zeitlichen Ressourcen bereits kein eigenes Urteil bilden, werden sie wohl auch nicht über die Mittel verfügen, um die Empfehlungen hinreichend kritisch zu prüfen.

Verschärft wird diese Vermutung und das Problem dadurch, dass als konzeptionelles Grundproblem vor allem das Auseinanderfallen von Aktieneigentum und Stimmrechtsmacht dann dazu führt, dass Stimmrechtsberater Empfehlungen abgeben können, ohne mit dem finanziellen Ausfallrisiko belastet zu werden.<sup>693</sup>

Weitere Problemkreise betreffen mögliche Interessenskonflikte von institutionellen Stimmrechtsberatern, die zum einen Corporate Governance Bewertungen für Emittenten erstellt und zum anderen Investoren hinsichtlich der Stimmrechtsabgabe auf der Hauptversammlung eben dieser Emittenten beraten.<sup>694</sup> Schließlich wird auch den Stimmrechtsberatern sogar ein Mangel an Corporate-Governance-Kompetenzen unterstellt.<sup>695</sup>

---

<sup>689</sup> Bunz, NZG 2014, 1049, 1049; Koher/Heydel, AG 2011, 543.

<sup>690</sup> Fleischer, ZGR 2011, 155, 169 f.

<sup>691</sup> Vaupel, AG 2011, 63, 64; mit Verweis auf: Döring, Unterm Strich: Die (un)heimliche Macht der Stimmrechtsberater, Börsen-Zeitung vom 10.03.2007, S. S. 8; aus der neueren Literatur vgl. hierzu: Wettlob, AG 2017, 60; vgl. auch: Gaul, AG 2017, 178, 179 f.;

<sup>692</sup> Zetsche/Preiner, AG 2014, 685, 695 vgl. auch: Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, 229 f.; Bunz, NZG 2014, 1049, 1049.

<sup>693</sup> Fleischer, ZGR 2011, 155, 171f; Vaupel, AG 2011, 63, 64; Wilsing, ZGR 2011, 291, 302.

<sup>694</sup> Vgl. wieder: Fleischer, ZGR 2011, 155, 171.

<sup>695</sup> Ders., 172; m.w.N.

Ein abschließendes Problem ist die oligopolistische Marktstruktur des Marktes für Stimmrechtsberater: Insbesondere in den USA dominieren zwei Stimmrechtsberatungsunternehmen (*GlassLewis* und *ISS*) den Markt.<sup>696</sup> Diese Dominanz setzen diese beiden Unternehmen wohl auch auf anderen Märkten fort.<sup>697</sup>

Viele dieser Probleme haben ihren Ursprung bereits in der wirtschaftlichen Grundkonzeption und Funktionsweise von Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsberatern. Dem Auseinanderfallen von Eigentum und Stimmrecht als Grundproblem kann insofern nur begegnet werden, indem die Interessen von Investoren und Stimmrechtsberatern möglichst weit angenähert werden. Publizitätsvorgaben können diesem Problem auch nur beschränkt entgegentreten.

Publizitätsvorgaben, wie sie in Artikel 3j Absatz 2 der überarbeiteten Aktiönersrechterichtlinie vorgeschlagen werden, können in Zukunft möglicherweise dazu beitragen, dass das Risiko des Auftretens von Interessenskonflikten oder die Auflösung von aufgetretenen Konflikten minimiert wird. Zu begrüßen ist auch, dass Stimmrechtsberater die wesentlichen Grundlagen ihrer Analysemethoden nach Artikel 3j Absatz 2 Buchstabe (a) offenlegen müssen.<sup>698</sup> Vollständig ausschalten kann öffentlicher Druck das Auftreten von Interessenskonflikten allerdings nicht. Die Tatsache, dass die Richtlinie auch nur die Veröffentlichung einer *policy* zur Vermeidung von Interessenskonflikten, fordert und eben nicht die eigentliche Veröffentlichung von aufgetretenen Interessenskonflikten wird wohl insgesamt wenig Transparenz bringen. Handelt es sich darüber hinaus eben auch noch um einen vergleichsweise unflexiblen Markt für Stimmrechtsberatung infolge eines überschaubaren Anbieterkreises, wird öffentlicher Druck vermutlich auch wenig Wirkung und Anreiz zur Änderung entfalten können.<sup>699</sup> Die Rolle institutioneller Stimmrechtsberater sollte also weiter mit Vorsicht behandelt werden müssen.

---

<sup>696</sup> Kalk/Klampfl, in: *Dauses* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 2016, S. E. III., Rn. 419; Schneider/Anzinger, NZG 2008, 88, 88 ff.; es wurde davon ausgegangen, dass diese in den USA einen gemeinsamen Marktanteil von ca. 97 % haben; vgl. auch Zetzsche/Preiner, AG 2014, 685, 695 und Bemerkung in Fn. 147; besonders kritisch insofern vor allem in Bezug auf die Unabhängigkeit von *ISS*: Dörnwächter, AG 2017, 409, 411 ff.; vgl. zur Bedeutung und Rolle von *ISS* und anderen „großen“ Stimmrechtsberatern und auch: Kubla, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, 1. Aufl. (2014), S. 21 ff.

<sup>697</sup> Zetzsche/Preiner, AG 2014, 685, 695 und Bemerkung in Fn. 147; vgl.: Myners, Institutional Investors in the United Kingdom, 2001, S. 64f.; 70 % der Beratungen für Fonds über 25 Mio. Pfund seien bereits um die Jahrtausendwende von nur 4 Beratungsfirmen durchgeführt worden; vgl. hierzu auch oben den Überblick zum *Myners Report* auf S. 84 ff.; vgl. auch wieder: Dörnwächter, AG 2017, 409, 411 ff.; vgl. auch kürzlich: Sommer, Der gelangweilte Aktionär, Handelsblatt vom 11.07.2017, S. 26

<sup>698</sup> Vgl. hierzu oben, S. 195 ff.

<sup>699</sup> Fleischer, ZGR 2011, 155, 173 f.

Die Publizitätspflicht institutioneller Investoren nach Artikel 3g Absatz 1 lit. b), nach der diese angeben müssen, ob sie sich Stimmrechtsberatern bedient haben, kann insofern geeignet sein, zumindest den Druck auf institutionelle Investoren zu erhöhen, die Dienste von Stimmrechtsberatern zumindest nicht vollkommen unreflektiert wahrzunehmen. Insofern werden sie sich jedenfalls grundsätzlich mit den Stimmrechtsempfehlungen der Berater beschäftigen müssen, so dass dadurch wohl ökonomischen Anreizen zur Passivität und zum „*auto voting*“ entgegengetreten werden kann.<sup>700</sup> Zeigen die Erklärungen der Investoren allerdings, dass sich diese unzureichend mit den Empfehlungen der Stimmrechtsberater beschäftigen, wird man letztendlich erwägen müssen, ob man Stimmrechtsberater nicht generell unteraufsichtsrechtliche Kontrolle stellen müsste.<sup>701</sup>

### III. Zusammenfassung

Aktionäre haben zwar keine Pflicht zur Wahrnehmung von Stimmrechten, insofern ließen sich nur in besonderen Ausnahmefällen besondere Förderungspflichten als Teil der Treuepflicht feststellen,<sup>702</sup> allerdings postuliert das Aktiengesetz durch § 118 I bereits eine Erwartung, dass Rechte in der Hauptversammlung auch tatsächlich wahrgenommen werden.

Die Möglichkeiten der Stimmrechtswahrnehmung umfassen dabei verschiedene Angelegenheiten wie Satzungsänderungen und Beschlüsse zur Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern und der Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat; neuerdings gewinnt die Möglichkeit zur Abstimmung über die Vergütungspolitik und die Vergütungsberichte insbesondere durch die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie an Bedeutung.

Die Rolle und bedeutende Funktion institutioneller Investoren bei der Wahrnehmung von Stimmrechten liegt dabei insbesondere in der Verhinderung des Zustandekommens von Zufallsmehrheiten und der Möglichkeit der Hauptversammlung, die den Sachverstand und den Überblick dieser professionellen Aktionäre zur Verfügung zu stellen. Dadurch kann dem Wirken aktivistischer Aktionäre entgegengewirkt werden. Allerdings wird zuletzt vor allem die Rolle von Stimmrechtsberatern zu beobachten bleiben. Diese haben einen enormen Einfluss auf die Stimmrechtswahrnehmung durch institutionelle Investoren. Institutionelle Investoren sollten daher im Rahmen der Wahrnehmung ihrer Stewardship

---

<sup>700</sup> Insofern skeptisch allerdings: *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 695.

<sup>701</sup> *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 173; *Fleischer/Strohbotte*, AG, 221–223, 226; vgl. auch: *Habersack*, in: *Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.)*, *Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages*, 2012, S. E 97; *Kuhla*, *Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater*, 1. Aufl. (2014), S. 77.

<sup>702</sup> Vgl. zur Treuepflicht, unten S. 312 ff.

Verantwortung und insbesondere durch ihre jährlichen Stewardship Berichte besonders deutlich machen, dass sie sich mit den Empfehlungen von Stimmrechtsberatern auseinandersetzen.

## B. Individualrechte als aktienrechtliche Kontrollmöglichkeiten der Aktionäre – Auskunftsrecht, Rederecht, Antragsrecht und Anfechtungsrecht

Neben dem Recht zur kollektiven Stimmrechtswahrnehmung stehen den (institutionellen) Aktionären im Aktienrecht weitere individuelle Rechte zu. Insbesondere haben die Aktionäre die Möglichkeit, Auskunft vom Vorstand zu den Angelegenheiten der Gesellschaft zu verlangen, ihr Rederecht auf der Hauptversammlung wahrzunehmen und schließlich auch Beschlüsse der Hauptversammlung anzufechten. Durch die Wahrnehmung dieser vom Aktiengesetz ausdrücklich vorgesehenen Individualrechte können Aktionäre auch unabhängig von einer Mehrheit auf der Hauptversammlung, wie sie bei den zuvor genannten kollektiven Beschlussentscheidungen jeweils notwendig ist, selbständigen Einfluss und Kontrolle auf die Gesellschaft ausüben.<sup>703</sup>

Im Folgenden sollen die Möglichkeiten und Grenzen der Kontrolle durch die Teilnahme und damit verbunden dem Rede- und Antragsrecht (*I.*), das Auskunftsrecht (*II.*) und die Beschlusskontrolle durch Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen (*III.*) beleuchtet werden.

### I. Das Teilnahmerecht, Rederecht und Antragsrecht

Etwas anders als die Stimmrechtswahrnehmung und die im Folgenden aufgeführten Individualrechte stellt sich das Teilnahmerecht des Aktionärs dar. Dieses ist nicht ausdrücklich geregelt und beinhaltet nach allgemeinem Verständnis auch das Rederecht und das Antragsrecht.

Vorweg ist zunächst auf jeden Fall festzustellen, dass es sich bei dem Teilnahmerecht auch tatsächlich „nur“ um ein Recht handelt. Eine aktionärsrechtliche Pflicht zur Teilnahme an der Hauptversammlung gibt es in Deutschland nicht.<sup>704</sup> Allerdings hat die Nichtteilnahme Folgen, wie beispielsweise das grundsätzliche Entfallen der Anfechtungsbefugnis nach § 245 Nr. 1 AktG.<sup>705</sup>

---

<sup>703</sup> Vgl. *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 6; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 3.

<sup>704</sup> *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 118 Rn. 24; *Müllert*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 118 Rn. 47; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 118 Rn. 37; jeweils m.w.N.

<sup>705</sup> Vgl. zur Anfechtung auch unten, S. 235 ff.

Im Folgenden soll zunächst auf die Möglichkeiten der Teilnahme und die Ausübung von Rede- und Antragsrecht (1.), anschließend auf die Grenzen dieser Rechte (2.) und schließlich auf den Kontext dieser Rechte im Rahmen von Stewardship (3.) eingegangen werden.

## **1. Möglichkeiten der Ausübung von Teilnahmerecht, Rederecht und Antragsrecht**

Zunächst ist das Teilnahmerecht regelmäßig kein Recht, dass der einzelne Aktionär gegen die Gesellschaft geltend machen muss (außer ihm wird der Zugang zur Hauptversammlung untersagt).<sup>706</sup> Er muss sich höchstens für die Hauptversammlung anmelden. Das Teilnahmerecht ist nicht ausdrücklich im Aktiengesetz geregelt. Nach heutigem Verständnis umfasst das Teilnahmerecht zum einen ein physisches Zugangs- und Anwesenheitsrecht auf der Hauptversammlung, die Einsichtnahmemöglichkeit in das Teilnehmerverzeichnis sowie das Recht zur aktiven Partizipation.<sup>707</sup> Letzteres beinhaltet wiederum das Rederecht und das Antragsrecht.<sup>708</sup>

Das Teilnahmerecht und die damit verbundenen Rechte sind keine höchstpersönlichen Rechte.<sup>709</sup> Der Aktionär kann also selbst an der Hauptversammlung teilnehmen und die mit der Teilnahme verbundenen Rechte ausüben oder sich vertreten lassen. Besonders in Hinblick auf die Stimmrechtsvertretung ist dies wichtig, da der Stimmrechtsvertreter zum einen zur Stimmrechtsabgabe selbst an der Hauptversammlung teilnehmen muss und will und zum anderen auch die mit dem Stimmrecht verbundenen Rechte wahrnehmen möchte, um an der Willensbildung der Hauptversammlung mitzuwirken.

Das Teilnahmerecht der Aktionäre ist gesetzlich nicht geregelt. Allerdings ist anerkannt, dass jeder Aktionär einer Gesellschaft ein physisches Teilnahmerecht an der Hauptversammlung hat.<sup>710</sup> Eine Mindestzahl an Aktien wird dabei nicht

---

<sup>706</sup> Vgl. hinsichtlich der Geltendmachung gegenüber der Gesellschaft: *Müllert*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 118 Rn. 26.

<sup>707</sup> Ders.

<sup>708</sup> Ders.; *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 118 Rn. 12.

<sup>709</sup> *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 118, Rn. 26; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 36, 60ff.

<sup>710</sup> *Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 5. Aufl. (2011), S. 102; *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 118; *Junge*, in: *Crezelius/Hirte/Viereg* (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhricht zum 65. Geburtstag, 2005, S. 277, S. 281; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 38; *Müllert*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor §§ 118-148, Rn. 47; vgl. zum ebenfalls aus der Mitgliedschaft gefolgerten Teilnahmerecht der GmbH-Gesellschafter: *Bundesgerichtshof* vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103,184 = NJW 1988, 1579.

vorausgesetzt. Ebenso hat auch der Vorzugsaktionär ein Teilnahmerecht, da dieses Recht eben nicht vom Stimmrecht, sondern von der mitgliedschaftlichen Aktionärsstellung abhängt.<sup>711</sup> Eine weitere, vergleichsweise neue Möglichkeit der Teilnahme stellt die in § 118 Absatz 1 Satz 2 AktG dargestellte Variante, eine Online-Teilnahme zu ermöglichen, dar. Hierbei kann der Teilnehmer der Hauptversammlung, wenn dies in der Satzung vorgesehen ist, über eine Internetverbindung an der Hauptversammlung selbst teilnehmen und selbst seine Rechte ausüben, ohne dass er Rückgriff auf einen Stimmrechtsvertreter nehmen muss.<sup>712</sup>

Hinsichtlich der Einwirkungsmöglichkeiten von Aktionären auf die Gesellschaft sind die mit der Teilnahme verbundenen Rechte, wie das Rederecht und das Antragsrecht, relevant.

Das Rederecht hat zunächst die gleichen Voraussetzungen wie das Teilnahmerecht, die Höhe des Aktienbesitzes spielt zur Begründung dieses Rechts also wieder keine Rolle.<sup>713</sup> Die Redemöglichkeit eröffnet dem Aktionär – im Rahmen der im folgenden Abschnitt genannten Grenzen – die Möglichkeit, sich akustisch Gehör auf der Hauptversammlung zu schaffen.<sup>714</sup> Durch seinen Wortbeitrag kann ein Aktionär seinen Interessen Geltung verleihen, unternehmerische Belange diskutieren und einen Konsens mit den anderen Anteilseignern herbeiführen und so zur Willensbildung der Gesellschaft beitragen.<sup>715</sup>

Das Antragsrecht ergänzt das Rederecht und das zuvor bereits behandelte Stimmrecht. Auch dieses Recht ist wieder unabhängig von der Höhe der Beteiligung eines Aktionärs und folgt auch wieder aus dem allgemeinen Teilnahmerecht.<sup>716</sup> Beschlussanträge können Sachanträge, eigenständige oder Gegenanträge oder Verfahrensanträge umfassen.<sup>717</sup> Hierdurch hat der Aktionär die Möglichkeit, insbesondere die Vorschläge der Verwaltung ganz konkret zu ändern und so auch gegen den Willen der Verwaltung Entscheidungen zur Abstimmung zu stellen.

---

<sup>711</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 48; vgl. ebenfalls wieder zur Teilnahmемöglichkeit des GmbH-Gesellschafters, auch wenn dieser kein Stimmrecht hat: *Bundesgerichtshof* vom 12. 7. 1971, II ZR 127/69, NJW 1971, 2225 = BB 71, 1025.

<sup>712</sup> Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 118 Rn. 10; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118, Rn. 80, jeweils m.w.N.; vgl. insbesondere auch die Gesetzesbegründung, durch die die Onlineteilnahme in § 118 Absatz 1 Satz 2 ermöglicht wurde: *Bundestag*, RegBegr. BT DRS 16/11642 Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionsrechtsrichtlinie (A-RUG), 2009, S. 26.

<sup>713</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 74.

<sup>714</sup> Ders. Rn. 75.

<sup>715</sup> Schreyogg/Unglaube, AG 2013, 97–110, 100.

<sup>716</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 41; Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999–2006, § 118 Rn. 26;

<sup>717</sup> Kremer, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 2.2.3 Rn. 365ff.

## **2. Allgemeine Grenzen der Ausübung von Teilnahmerecht, Rederecht und Antragsrecht**

Die Grenzen des ungeschriebenen Teilnahmerechts und insbesondere des Rederechts und Antragsrechts sind ähnlich der Grenzen des Auskunftsrechts in § 131 AktG zu ziehen.

Zunächst müssen sich Rede- und Antragsrechte bei ihrer Ausübung auf Punkte der Tagesordnung beziehen, das Antragsrecht kann unter Umständen die Tagesordnung erweitern, indem beispielsweise beim Punkt „Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat“ eine Beschlussfassung über eine Sonderprüfung beantragt wird.<sup>718</sup>

Insbesondere die Wahrnehmung des Rederechts muss sich auf Angelegenheiten der Gesellschaft beziehen und zur Beurteilung der Tagesordnung auch erheblich sein.<sup>719</sup> Darüber hinaus stellt die zeitliche Wahrnehmung des Rederechts eine besondere Grenze desselbigen dar.<sup>720</sup> So soll die Hauptversammlung nicht durch übermäßig lange Reden einzelner Aktionäre lahmgelegt werden können. Für besonders „kritische“ Aktionäre relevant ist schließlich auch noch die Grenze der Ehrverletzung. Die Begrenzung des Rederechts erfolgt durch den Leiter der Hauptversammlung. Dass der Leiter das Rederecht der Aktionäre begrenzen oder unterbrechen kann macht schon vor dem Hintergrund Sinn, dass die Aktionäre durch zu lange Reden die Möglichkeit der Wahrnehmung des Rederechts durch andere Aktionäre beeinträchtigen können.<sup>721</sup> Der Versammlungsleiter schützt durch das Unterbrechen also die anderen Aktionäre.

Eine unrechtmäßige Begrenzung des Rederechts kann dabei auch wieder zu einer Möglichkeit der Anfechtung von Beschlüssen führen.<sup>722</sup>

## **3. Zusammenfassung, Bewertung und Bedeutung für Stewardship Maßnahmen von institutionellen Investoren**

Aus dem Teilnahmerecht resultieren für die Aktionäre ein Rede- und ein Antragsrecht. Diese sind grundsätzlich auf die Tagesordnungspunkte beschränkt, das Antragsrecht kann die Tagesordnung zum Teil noch erweitern.

---

<sup>718</sup> Kremer, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 2.2.3, Rn. 366; Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor §§ 118-148 Rn. 144 ff.

<sup>719</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 118 Rn. 75, m.w.N.; .

<sup>720</sup> Ders.; vgl. auch: Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor §§ 118-148 Rn. 144 ff.

<sup>721</sup> Dies. ebd.

<sup>722</sup> Vgl. zur Beschlusskontrolle noch unten, S. 235 ff.

Für institutionelle Investoren bedeutet dies, dass sie auf der Hauptversammlung vor allem durch die Wahrnehmung des Rederechts zur Sachlichkeit beitragen können, so wie sie es auch durch Wahrnehmung des Auskunftsrechts tun können.<sup>723</sup>

In der Regel sind institutionelle Investoren gerade aufgrund ihrer Professionalität dazu in der Lage, die Umstände der Gesellschaft gut zu überblicken und bei strittigen Tagesordnungspunkten durch die Wahrnehmung ihres Rederechts einen wertvollen Beitrag zur Willensbildung der Hauptversammlung zu leisten.<sup>724</sup>

## **II. Das Auskunftsrecht – Möglichkeiten und Grenzen für institutionelle Investoren**

Das Auskunftsrecht ist zunächst eine der wesentlichsten Möglichkeiten für Aktionäre, Informationen von der Gesellschaft zu verlangen. Hierdurch können sie eine informationelle Grundlage für alle Aktionäre schaffen, die bei der Willensbildung der Hauptversammlung schließlich berücksichtigt werden kann.

Im Folgenden soll zunächst auf die Möglichkeit der Ausübung des Auskunftsrechts (1.), dann auf die Grenzen des Auskunftsrechts (2.) und schließlich zusammenfassend auch auf die Möglichkeiten für institutionelle Investoren, das Auskunftsrecht in diesem Rahmen zu nutzen (3.), eingegangen werden.

### **1. Möglichkeiten des Auskunftsverlangens nach § 131 Absatz 1 AktG**

Das Auskunftsrecht ist in § 131 Absatz 1 AktG geregelt. Dieses Recht dient zunächst als Ergänzung der allgemeinen Publizitätsvorschriften dem Aktionär zur Schaffung einer ausreichenden informationellen Grundlage zur Wahrnehmung seiner Stimmrechte.<sup>725</sup> Darüber hinaus wird teilweise aber auch eine begrenzte Kontrollfunktion des Auskunftsrechtsrechts, insbesondere in Hinblick auf Auskünfte zur Verwendung von Unternehmensmitteln (Rechenschaftslegung), angenommen, die nicht mit der Stimmrechtswahrnehmung verbunden sein muss.<sup>726</sup>

Wo auch immer die aktienrechtlichen Grenzen des Auskunftsrechts zu ziehen sind, ist das Auskunftsrecht auf der Hauptversammlung ein Recht, dass jedem Aktionär einzeln zusteht, aber allen Aktionären Informationen bringen kann. So

---

<sup>723</sup> Vgl. den folgenden Abschnitt. Vgl. insfern bereits das zur „professionellen“ Stimmrechtswahrnehmung durch institutionelle Investoren Dargestellte, oben S. 220 ff.

<sup>724</sup> Vgl. *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 344.

<sup>725</sup> *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 5ff.; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 1.

<sup>726</sup> *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 1; kritisch hierzu: *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 11.; vgl. auch auch: *Bundesgerichtshof* vom 29.11.1982, II ZR 88/81, BGHZ 86, 1 = NJW 1983, 878;

genügt es grundsätzlich, wenn ein Aktionär das Auskunftsrecht formal geltend macht, damit sich der Vorstand allgemein gegenüber allen Aktionären hierzu äußert. Das Auskunftsrecht ist also zwar ein Individualrecht, dient aber dem gesamten Organ „Hauptversammlung“ zur Informationsgewinnung.<sup>727</sup>

Gleichzeitig wird auch der Kapitalmarkt im Allgemeinen informiert.<sup>728</sup> Auch, wenn man § 131 Absatz 1 AktG keine allgemeine kapitalmarktrechtliche Komponente zugestehen will,<sup>729</sup> kann zumindest davon gesprochen werden, dass das Auskunftsrecht neben der verbandsrechtlichen Funktion auch kapitalmarktrechtliche Wirkung hat, die zwar nicht bezweckt aber eben doch bewirkt wird.<sup>730</sup>

Im Unterschied hierzu steht die direkte Kontaktaufnahme von Aktionären mit dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung, durch die zunächst nur der einzelne Aktionär eine Auskunft erhält und keine allgemeine Publizität entsteht. Allgemein publik wird eine solche außerhalb der Hauptversammlung gegebene Auskunft dann unter Umständen nur über § 131 Absatz 4 AktG.<sup>731</sup>

In jedem Fall können die Aktionäre also nach § 131 Absatz 1 AktG Auskünfte zu Tagesordnungspunkten verlangen:<sup>732</sup> Dies schließt regelmäßig auch die bereits oben genannten Punkte „Entlastung des Vorstandes“ sowie den Punkt „Jahresabschluss“ mit ein.<sup>733</sup> Die Tatsache, dass eine falsche oder zu Unrecht verweigerte Auskunft durch den Vorstand eine Beschlussanfechtung zur Folge haben kann, stellt den Vorstand regelmäßig unter ein „Damoklesschwert“, sodass er dazu angehalten wird, tatsächlich die Informationen auch gegen seinen eigentlichen Willen preiszugeben.<sup>734</sup>

---

<sup>727</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 5 ff.; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 3; Kersting, in: KK AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 6 ff.; Stöber, DStR 2014, 1680, vgl. auch: Bundesgerichtshof vom 18.10.2004, II ZR 250/02, BGHZ 160, 385 = NJW 2005, 828.

<sup>728</sup> Vgl. zur allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Funktion von § 131 AktG zunächst: Müllert, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor §§ 118-148 Rn. 199 ff., 203; Siems, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 131 Rn. 2 mit Verweis auf: Bundesverfassungsgericht vom 20.09.1999, 1 BvR 636/95, NJW 2000, 349, 350.

<sup>729</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 10 ff.; Kersting, in: KK AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 12ff.; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 7.

<sup>730</sup> So dann allerdings auch im Ergebnis: Kersting, in: KK AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 16; siehe auch: Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 4 m.w.N.

<sup>731</sup> Zur Reichweite und Ausweitung dieses Auskunftsrechts auch auf Auskünfte des Aufsichtsrats vgl. unten S. 297 ff.

<sup>732</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 9.

<sup>733</sup> Vgl. hierzu den vorherigen Abschnitt.

<sup>734</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 50; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 5.

Das Auskunftsverlangen durch institutionelle Investoren auf der Hauptversammlung kann dabei insbesondere zu mehr Sachlichkeit auf der Hauptversammlung führen.<sup>735</sup> Im Vergleich zu Kleinanlegern haben institutionelle Investoren regelmäßig einen guten Überblick über den Kapitalmarkt und gegebenenfalls auch über das wirtschaftliche Umfeld, in dem die Portfolioesellschaften operieren. Sie können durch die Wahrnehmung des Auskunftsrechts die Fragen stellen, die für die Bewertung von Tagesordnungspunkten auch tatsächlich von Bedeutung sind.<sup>736</sup>

## 2. Allgemeine Grenzen der Ausübung des Auskunftsrechts

In Hinblick auf die Ausübung und tatsächliche Bedeutung des Auskunftsrechts sind vor allem die Grenzen des Auskunftsrechts interessant.

Wie bereits angedeutet, besteht eine wesentliche inhaltliche Grenze darin, dass nach herrschender Meinung das Auskunftsrecht nur für die Bewertung von Tagesordnungspunkten gelten soll.<sup>737</sup> „Ein individuelles Mitgliedschaftsrecht des Aktionärs auf Ausübung einer allgemeinen Kontrolle gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat einer AG ist indessen nicht anzuerkennen.“<sup>738</sup>

Vollständig ist die Kontrollfunktion des Auskunftsrechts damit aber nicht aufgehoben. So werden wohl insbesondere zu den Punkten „Entlastung des Vorstandes und des Aufsichtsrats“ und „Jahresabschluss“ eine Vielzahl an Auskünften über das Wirken der Organe im Zusammenhang mit Angelegenheiten der Gesellschaft verlangt werden können.<sup>739</sup>

Allerdings müssen sich diese vor allem an der Grenze der Erforderlichkeit messen. Eingeführt wurde dieses Kriterium mit dem Aktiengesetz von 1965 und stellte insofern höhere Anforderungen an das Auskunftsverlangen als § 112 Ab-

---

<sup>735</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 49; Vgl. auch zur kritischen Be- trachtung des Verhaltens einzelner Kleinaktionäre bei Ausnutzung des Auskunftsrechts: Trouet, NJW 1986, 1302, 1303ff.

<sup>736</sup> Vgl. Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 5; Stöber, DStR 2014, 1680, 1680 ff.

<sup>737</sup> Vgl. auch wieder, insbesondere zur Vereinbarkeit dieses Erfordernisses mit der Aktionärsrechtsrichtlinie: Stöber, DStR 2014, 1680, 1680 ff.

<sup>738</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 11.

<sup>739</sup> Ders. Rn. 133 und Rn. 173; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 AktG Rn. 48 ff. und Rn. 53 ff.

satz 1 Satz 1 des Aktiengesetzes von 1937, das lediglich einen einfachen Zusammenhang zu den Verhandlungen auf der Tagesordnung forderte.<sup>740</sup> Diese Grenze soll zunächst der Verhinderung von Missbräuchen des Auskunftsrechts dienen.<sup>741</sup>

Die Beurteilung der Erforderlichkeit richtet sich nach den Kenntnissen eines Durchschnittsaktionärs, der die Gesellschaft nur aus allgemein bekannten Tatsachen kennt und aus diesem Grund nähere Auskünfte benötigt, um über einen Tagesordnungspunkt entscheiden zu können.<sup>742</sup>

Demnach ist vor allem ein allgemeines politisches oder persönliches Interesse regelmäßig nicht für den Aktionär erforderlich.<sup>743</sup> Auch genügt demnach ein generelles Interesse an der Aufdeckung der nationalen und internationalen Verflechtungen der Gesellschaft mit Wirtschaft und Politik nicht.<sup>744</sup> Entsprechend ist das Auskunftsrecht grundsätzlich nicht dazu geeignet, generelle Auskünfte über das wirtschaftliche, politische und soziale Verhalten der Gesellschaft zu erhalten.

Keine Grenze stellt grundsätzlich das individuelle Vorwissen des auskunftsverlangenden Aktionärs dar.<sup>745</sup> So kann Auskunft über Tatsachen verlangt werden, die dem fragenden Aktionär zwar bekannt sind, aber nicht der Allgemeinheit beziehungsweise der Gesamtheit der Aktionäre in der Hauptversammlung. In Hinblick auf den Zweck des Fragerechts, die informationelle Grundlage für Entscheidungen der Hauptversammlung zu schaffen, also die kollektive Willensbildung zu fördern, kann es durchaus Sinn machen, dass der Vorstand gegenüber allen Aktionären eine bestimmte, nur einem oder einem kleinen Kreis bekannte Information offenlegt.<sup>746</sup>

Neben der Erforderlichkeit muss der Auskunft auch noch ein entsprechendes Auskunftsverlangen in der Hauptversammlung zugrunde liegen.

---

<sup>740</sup> Ders. Rn. 132, 145.

<sup>741</sup> *Bundesgerichtshof* vom 5.11.2013, II ZB 28/12, BGHZ 198, 354 = NJW 2014, 541; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 29 mit Verweis auf: *Kröff*, Aktiengesetz mit Reg. Begr., 1965, S. 185.

<sup>742</sup> *Bundesgerichtshof* vom 16.02.2009, II ZR 185/07, BGHZ 180, 9 = NJW 2009, 2207; AG 2009, 285, 291; *Bundesgerichtshof* vom 18.10.2004, II ZR 250/02, BGHZ 160, 385 = NJW 2005, 828.; *Bundesgerichtshof* vom 12.11.2001, II ZR 225/99, BGHZ 149, 158 = NJW 2002, 1128; *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 141, m.w.N.; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 41, m.w.N.

<sup>743</sup> *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 145 m.w.N.

<sup>744</sup> Ders.

<sup>745</sup> Ders. Rn. 146 m.w.N. *Spindler*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 24, m.w.N.; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 43.

<sup>746</sup> Dies., m.w.N.

Das Verlangen kann dabei nach herrschender Meinung zunächst schriftlich oder mündlich ergehen.<sup>747</sup> Es muss – wie § 131 Absatz 1 deutlich macht – an den Vorstand gerichtet sein.

Nicht unumstritten ist aber vor allem die Frage, ob das Auskunftsverlangen vor der Hauptversammlung angekündigt werden muss, wenn der Aktionär einen Anspruch auf Auskunft verlangen will. Einigkeit besteht wohl insofern, dass eine nicht angekündigte und komplexe Frage in jedem Fall die Auskunftspflicht des Vorstandes beschränkt, da eine solche spezielle Auskunft in aller Regel nicht hinreichend vorbereitet werden konnte.<sup>748</sup> Teilweise wird wohl, nicht zu Unrecht, noch weitergegangen und in der Nichtankündigung eines geplanten Auskunftsverlangens eine missachtete Obliegenheit gesehen, die zu einem Verlust des Anspruchs auf Auskunftserteilung führt.<sup>749</sup>

### **3. Zusammenfassung, Bewertung und Bedeutung für Stewardship Maßnahmen von institutionellen Investoren**

Das Auskunftsrecht gibt den Aktionären die Möglichkeit, vom Vorstand Informationen zu verlangen, die erforderlich sind, um einen oder mehrere Tagesordnungspunkte zu bewerten. Die Grenze besteht in der Erforderlichkeit, die sich aus der Sicht eines durchschnittlichen Aktionärs beurteilt. Nicht unumstritten ist vor allem die Frage, ob ein (komplexes) Auskunftsverlangen vor der Hauptversammlung anzukündigen ist.

Für institutionelle Investoren stellt das Auskunftsrecht entsprechend ein wichtiges Recht zur Informationsgewinnung dar, die die Informationslage der Gesamtheit der Aktionäre verbessern kann. Da institutionelle Investoren regelmäßig schon aufgrund ihrer Professionalität und Gesamtübersicht über den Finanzmarkt und das Unternehmensumfeld bestens dazu geeignet sind, die „richtigen“ Fragen zu stellen, kann die Wahrnehmung des Auskunftsrechts durch die institutionellen Investoren insgesamt zu mehr Sachlichkeit auf der Hauptversammlung führen.<sup>750</sup>

Eine Fragepflicht kann indes nicht bestehen, institutionelle Investoren sollten das Auskunftsrecht auch nur in erforderlichen Fällen wahrnehmen. Ankündigen

---

<sup>747</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 98, m.w.N.; a.A. Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 29.

<sup>748</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131 Rn. 97.

<sup>749</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 31; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131 Rn. 26.

<sup>750</sup> Vgl. wieder zur Professionalität und dem Nutzen für die Beteiligungsgesellschaften: Kleinmanns, IRZ 2016, 341, 344.

sollten institutionellen Investoren ihr Auskunftsverlangen in jedem Fall, insbesondere, wenn es sich um komplexe Fragestellungen handelt. Zum einen stehen sie (im besten Fall) sowieso in regelmäßigm Kontakt mit dem Unternehmen, sodass ihnen die Ankündigung nicht schwerfallen sollte.<sup>751</sup> Zum anderen können sie so den Anschein verhindern, dass sie komplexe Fragestellungen erst auf der Hauptversammlung äußern wollen, um einen möglichen Anfechtungsgrund von Hauptversammlungsbeschlüssen herbeizuführen. Ebenfalls erhalten Aufsichtsrat und Vorstand dadurch die Möglichkeit, die Antwort sowohl speziell für den fragenden Investor wie auch für die sonstigen Aktionäre allgemein verständlich vorzubereiten und zu erklären.

### III. Die Beschlusskontrollrechte

Anders als das Teilnahmerecht und die mit diesem verbundenen Rechte und auch anders als das Auskunftsrecht, stellen sich schließlich das Anfechtungsrecht und die Möglichkeit der Erhebung der Nichtigkeitsklage dar, da diese rückwirkende Auswirkungen auf die Beschlüsse der Hauptversammlung haben und zeitlich nachträgliche Beschränkungen der ursprünglichen Willensbildung durch die Aktionäre herbeiführen können.

Im Folgenden sollen zunächst in einem kurzen Überblick die wesentlichen Inhalte und Grenzen der Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage dargestellt werden (1.). Anschließend sollen die Ergebnisse im Zusammenhang der Möglichkeiten institutioneller Investoren diese Rechte wahrzunehmen und im Zusammenhang der Diskussion um sogenannte „räuberische Aktionäre“ dargestellt werden (2.).

#### 1. Möglichkeiten und allgemeine Grenzen

Geregelt ist die aktionärsrechtliche Anfechtungsmöglichkeit und die Nichtigkeitsklage und deren Folgen in den §§ 241ff AktG. Nach herrschender Meinung handelt es sich bei der Anfechtungsklage um eine Gestaltungsklage und bei der Nichtigkeitsklage um eine Feststellungsklage.<sup>752</sup> Die Anfechtungsklage ist dabei darauf gerichtet, einen unrechtmäßigen Beschluss durch die Hauptversammlung, der aber nach wie vor wirksam besteht, mit *ex tunc* Wirkung unwirksam zu machen. Die Nichtigkeitsklage bezweckt die Feststellung, dass ein Beschluss nie wirksam war.

Hinsichtlich der Aktivlegitimation der Anfechtungsklage und Nichtigkeitsklage ergibt sich, dass diese grundsätzlich nur vom Vorstand, dem Aufsichtsrat

<sup>751</sup> Vgl. unten S. 239 ff.

<sup>752</sup> *Bundesgerichtshof* vom 27.10.1951, II ZR 44/50, NJW 1952, 98; *Bundesgerichtshof* vom 23.05.1960, II ZR 89/58, BGHZ 32, 318 = NJW 1960, 1447; *Hüffer/Schäfer*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 249 Rn. 4; anders wohl: *Schmidt*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 249 Rn. 4; *Schwab*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 249 Rn. 2.

oder einem Aktionär erhoben werden können. Aus der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 folgt des Weiteren, dass grundsätzlich nur der Aktionär anfechten kann, der auch zur Hauptversammlung erschienen ist. Eine Ausnahme bilden hierzu die Nr. 2 und 3. Bei der Nichtigkeitsklage kommt es nicht auf die Teilnahme an der Hauptversammlung an.<sup>753</sup>

Damit die Klagen Aussicht auf Erfolg haben, muss der angegriffene Beschluss rechtswidrig oder nichtig sein. Die Rechtswidrigkeit ergibt sich entweder aus dem Verstoß gegen das Gesetz oder die Satzung (§ 243 I, 251ff AktG), aus der Erlangung eines Sondervorteils nach (§ 243 II AktG) oder aus einem der Anfechtungsgründe des § 241 AktG. Die Nichtigkeit kann sich auch direkt aus einem der am Anfang des § 241 AktG genannten Gründe ergeben oder aus den speziellen Nichtigkeitsgründen in §§ 250ff. AktG.

Die Möglichkeit, Beschlüsse anzufechten oder für nichtig erklären zu lassen, gibt den Aktionären zwei Möglichkeiten der Beschlusskontrolle an die Hand, die versuchen das Verhältnis zwischen Rechtssicherheit und rechtlich untragbaren Beschlüssen in Einklang zu bringen.<sup>754</sup> Wie bereits angedeutet ist das rückwirkende Ergebnis – Löschung des Beschlusses im Handelsregister – beider Möglichkeiten also das gleiche.<sup>755</sup>

Nicht angreifbar und entsprechend auch nicht von den genannten Anfechtungs- oder Nichtigkeitsgründe aufgezählt, sind schließlich unzweckmäßige oder rechtswidrige Geschäftsführungsmaßnahmen.<sup>756</sup> Außer bei Strukturänderungen können in solchen Fällen allerdings Schadensersatzforderungen gegen den Vorstand geltend machen.<sup>757</sup>

## **2. Zusammenfassung, Bewertung und Bedeutung für Stewardship – insbesondere in Hinblick auf die Problematik „räuberische Aktionäre“**

Die Beschlusskontrolle durch Anfechtung- und Nichtigkeitsklage gibt den Aktionären also ein wichtiges Kontrollmittel an die Hand. Wenn sich ein Aktionär mit seiner Ansicht auf der Hauptversammlung nicht durchsetzen konnte, kann er also zum Schluss gerichtlich überprüfen lassen, ob dem Beschluss ein wesentlicher rechtlicher Mangel innewohnt, der zur rechtlichen Nichtigkeit führt. Demnach

---

<sup>753</sup> Schmidt, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 249 Rn. 13.

<sup>754</sup> Vgl. Schmidt, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 241 Rn. 3.

<sup>755</sup> Hüffer/Schäfer, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 241 Rn. 3; Schmidt, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 241 Rn. 3.

<sup>756</sup> Schmidt, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 241 Rn. 5.

<sup>757</sup> Ders., m.w.N.; zur unrechtmäßigen Strukturveränderung durch den Vorstand und zur Einbindung der Hauptversammlung vgl.: *Bundesgerichtshof* vom 25.02.1982, II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703; *Bundesgerichtshof* vom 26.04.2004, II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860.

kann ein Aktionär nach § 241 Nr. 4 gegen einen Beschluss der Hauptversammlung vorgehen, wenn dieser gegen die guten Sitten verstößt. Eine Anfechtung ist nach § 243 I AktG auch bei einem Gesetzesverstoß möglich.

Auch institutionelle Investoren sollten grundsätzlich nicht von der Erhebung einer Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage absehen müssen. Wie bereits mehrfach erwähnt, hat diese Gruppe von Aktionären schon aufgrund ihrer Professionalität regelmäßig einen sehr guten Überblick über die Umstände der Gesellschaft, sodass institutionelle Investoren unrechtmäßiges Beschlussverhalten professionell bewerten und entsprechende Folgen gut einschätzen können. Sie können durch die Geltendmachung dazu beitragen, dass die Beschlüsse der Gesellschaft auf ein rechtmäßiges Fundament gestellt werden.

Allerdings ist fraglich, ob Stewardship in Deutschland dazu führen sollte, dass institutionelle Investoren besonders ermutigt werden, Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklagen zu erheben.

Hinter den Erwägungen, Beschlusskontrolle zu ermöglichen, steht der Wille des Gesetzgebers, dass die Aktionäre selbst durch die Klagen zur Rechtssicherheit beitragen können.<sup>758</sup> Demgegenüber steht allerdings die Problematik der „räuberischen Aktionäre“ beziehungsweise der „Berufskläger“.<sup>759</sup>

Da insbesondere bei eintragungsbedürftigen Hauptversammlungsbeschlüssen durch die Anfechtungsklage Registersperre ausgelöst werden kann, können sich die Aktionäre durch Erhebung der Anfechtungsklage den „Lästigkeitswert“ der Klage zunutze machen und die Gesellschaft gewissermaßen erpressen.<sup>760</sup> Solche Klagen betreffen besonders häufig den Beschluss zur Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat.<sup>761</sup> Zwar muss ein Aktionär mit seiner Klage nicht unbedingt altruistische Ziele verfolgen, allerdings kann er versuchen sein Recht zu „sachfremden“, das heißt mit dem Kontrollanliegen einer Anfechtungsklage unvereinbaren Zwecken, missbräuchlich nutzen.<sup>762</sup> Entsprechend versuchen diese Kläger

---

<sup>758</sup> Vgl. hierzu: *Schmidt*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 241 Rn. 2.

<sup>759</sup> Vgl. zur Bedeutung von „Berufsklägern“ beispielsweise: *Asmann*, AG 2007, 208; 208 ff.; *Baums/Drinhausen/Keinath*, ZIP 2011, 2329, 2329 ff.; *Bayer/Hoffmann*, ZIP 2013, 1193, 1193 ff.; *Keinath*, ZIP 2013, 1205, 1205 ff.; vgl. hierzu auch: *Illner*, Die fehlerhafte Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern in der Aktiengesellschaft, 2017, S. 58

<sup>760</sup> *Koch*, in: *Hüffer/Koch* AktG, 12. Aufl. 2016, § 245 Rn. 23; *Schmidt*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 245 Rn. 48.

<sup>761</sup> *Decher*, in: *Grundmann/Haar/Merkel et al.* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, 2010, S. 499, S. 499; mit Verweis auf: *Baums/Gajek/Keinath*, ZIP 2007, 1629, 1629; *Baums/Vogel/Tachera*, ZIP 2000, 1649, 1652

<sup>762</sup> *Schmidt*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 245 Rn. 50.

beispielsweise auf kreative Art und Weise eine Verletzung von Aktionärsrechten (wie dem Rederechte) herbeizuführen und die Gesellschaft daraufhin zu verklagen und zu einem Vergleich zu nötigen.<sup>763</sup> Insofern versuchen sie insbesondere das beschriebene „Damoklesschwert“ der drehenden Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen dem Unternehmen deutlich vorzuhalten und hieraus Kapital zu schlagen.<sup>764</sup> Das ARUG<sup>765</sup> hat hier zuletzt versucht dieser Problematik – auch durch Einführung eines Freigabeverfahrens in § 246a – Herr zu werden.<sup>766</sup> Die Wirkungen des ARUG werden dabei durchaus kritisch gesehen.<sup>767</sup>

Die Erkenntnisse über die Identität der „Berufskläger“ in Deutschland zeigt, dass es sich hierbei nicht um die hier behandelten klassischen institutionellen Investoren wie Lebensversicherer, Pensionsfonds, Investmentfonds oder Vermögensverwalter (letztere bis auf einzelne Ausnahmen) handelt, sondern zu einem großen Teil um Privatpersonen und einige wenige Vermögensverwalter und Gesellschaften, die regelmäßig auch nur zu dem Zweck der Berufsklagen gegründet wurden.<sup>768</sup>

Institutionelle Investoren sollten durch Stewardship entsprechend auch nicht generell motiviert werden, aktiver ihre Beschlusskontrollrechte wahrzunehmen. Die Tatsache, dass die Beschlusskontrollrechte vergleichsweise einfach geltend gemacht werden können, gibt den institutionellen Investoren genauso wie den sonstigen Aktionären bereits eine Kontrollmöglichkeit an die Hand. Würde man die institutionellen Investoren motivieren, durch die im Rahmen von Stewardship angedachte Kontrolle durch die Aktionäre auch ihre Beschlusskontrollrechte aktiver wahrzunehmen, würde dies wohl im schlechtesten Fall dazu führen, dass die Gesellschaften mit einer Vielzahl an Klagen konfrontiert werden würden.

Insofern sollten sich die institutionellen Investoren primär an die bereits genannten Kontrollrechte und Einwirkungsmöglichkeiten (Teilnahmerecht, Rederecht, Antragsrecht, Stimmrecht) halten und nur in Ausnahmefällen auf die Beschlusskontrolle zurückgreifen. Insbesondere durch die Wahrnehmung von Stimmrechten können sie von Anfang an dafür sorgen, dass Beschlüsse zumindest inhaltlich korrekt ergehen, sodass die Anfechtungsmöglichkeiten von „räuberi-

<sup>763</sup> Vgl. hierzu: *Baumstieger*, Kreative Kläger, 2013.

<sup>764</sup> Vgl. oben, S. 230.

<sup>765</sup> Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie vom 30.07.2009.

<sup>766</sup> Hüffer, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 246a; vgl. auch: *Bundestag*, RegBegr. BT DRS 16/11642 Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG), 2009, S. 40.

<sup>767</sup> Baums/Drinhausen/Keinath, ZIP 2011, 2329; Keinath, ZIP 2013, 1205; hierzu kritisch: Bayer/Hoffmann, ZIP 2013, 1193;

<sup>768</sup> Baums/Drinhausen/Keinath, ZIP 2011, 2329.

schen Aktionären“ im Wesentlichen auf Verfahrensfehler begrenzt werden könnten. Insofern sollten institutionelle Investoren die Beschlusskontrollmöglichkeit nur nachrangig wahrnehmen und sich von räuberischen Verhaltensweisen distanzieren. Daher macht es Sinn, dass institutionelle Investoren, ähnlich der Handhabung in Prinzip 4 des *UK Stewardship Code*, im Rahmen ihrer Stewardship Erklärung deutlich machen, unter welchen Umständen sie welche Rechte wahrnehmen, insbesondere also, wann sie Beschlusskontrollrechte wahrnehmen.

## C. Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung

Neben den ausdrücklich im Aktiengesetz genannten individuellen und kollektiven Kontrollrechten sind vor allem die Möglichkeiten und Grenzen des Kontaktes außerhalb der Rechtewahrnehmung in der Hauptversammlung interessant und in letzter Zeit auch vermehrt Gegenstand der rechtlichen Diskussion.

Insbesondere wird hierbei diskutiert, inwiefern institutionelle Investoren direkten Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat aufnehmen können. Im Folgenden soll vor allem auf die generellen Möglichkeiten des Kontaktes zu Vorstand und Aufsichtsrat (das „Ob“ des Kontaktes) und darauf aufbauend auf mögliche Inhalte dieser Kontakte (das „Wie“ des Kontaktes) eingegangen werden. Allgemeine Grenzen des Kontaktes, insbesondere allgemeine aktienrechtliche Grenzen und besondere kapitalmarktrechtliche Grenzen, sollen an dieser Stelle auch angesprochen werden, allerdings nur in zusammengefasster Form, da auf die einzelnen Grenzen und Probleme noch detailliert weiter unten eingegangen werden.<sup>769</sup>

Im Folgenden soll zunächst die strikte Organisationsverfassung deutscher Aktiengesellschaften, die den grundlegenden Rahmen der Kompetenzen und Möglichkeiten der Organe vorgibt, dargestellt werden (*I.*). Anschließend wird auf den Kontakt institutioneller Investoren zum Vorstand (*II.*) und zum Aufsichtsrat (*III.*) eingegangen.

### I. Die strikte Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft

Der deutschen Aktiengesellschaft liegt eine strikte Organisationsverfassung zugrunde. Dies folgt im Wesentlichen aus dem Grundsatz der Satzungsstrenge nach § 23 Absatz 5 AktG, der in dieser Hinsicht eine doppelt klarstellende Funktion innehat.<sup>770</sup> Von der Satzung darf nach § 23 Absatz 5 Satz 1 nur abgewichen werden, wenn das Gesetz dies ausdrücklich zulässt und auch bestehende Freiheiten

<sup>769</sup> Siehe hierzu, S. 290 ff.

<sup>770</sup> Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23, Rn. 173; m.w.N.; vgl. auch: Kropff, Aktiengesetz mit Reg. Begr., 1965, S. 44; Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, Vor § 76, Rn. 1.

dürfen nach Satz 2 nur dann genutzt werden, wenn das Gesetz keine abschließenden Regelungen vorsieht.

Insofern kann auch von (grundsätzlich unzulässigen) abweichenden und (bedingt zulässigen) ergänzenden Regelungen gesprochen werden.<sup>771</sup> Eine Abweichung liegt demnach vor, wenn die Satzung etwas anderes bestimmt, als es eine Vorschrift des Aktiengesetzes es tut.<sup>772</sup> Eine Ergänzung liegt wiederum vor, wenn das Gesetz den Sachverhalt gar nicht geregelt hat.<sup>773</sup>

In Hinblick auf die geschriebenen Normen des Aktiengesetzes ist immer danach zu unterscheiden, ob die jeweilige Norm abschließenden oder nicht abschließenden Charakter hat.<sup>774</sup> Von einer abschließenden Norm, die also einen Sachverhalt vollständig regeln soll, darf entsprechend nicht abgewichen werden, es sei denn das Aktiengesetz lässt dies ausdrücklich zu.<sup>775</sup> Nicht abschließende Normen können entsprechend Ergänzungen ermöglichen.<sup>776</sup>

Schwierig sind in diesem Zusammenhang die Fälle, bei denen global einem Organ eine Kompetenz zugewiesen wird, insbesondere bei der Zuweisung der Leitungsverantwortung des Vorstandes nach § 76 Absatz 1 AktG und der Überwachungsverantwortung des Aufsichtsrates nach § 111 Absatz 1 AktG.<sup>777</sup> Die sachgerechte Funktionsabgrenzung der Organe „stellt seit jeher Grundproblematik der AG als einer privatrechtlich strukturierten Gesellschaftsform, deren Entstehung auf der freien Entschließung ihrer Gründer beruht, die der Gesellschaft Geld oder andere Vermögenswerte als Kapitaleinlagen zur Verfügung stellen“, dar.<sup>778</sup>

Hier stellt sich also immer die Frage, ob dem Vorstand und dem Aufsichtsrat jeweils abschließend Kompetenzen übertragen werden oder ob es sich vielmehr um reine Zuständigkeitsnormen handelt.<sup>779</sup>

Die Feststellungen, dass es sich bei diesen Normen um abschließende Kompetenzübertragungen handelt, würde zur Folge haben, dass Satzungsvorschriften,

---

<sup>771</sup> Gefßer, in: *Glossner/Reimers* (Hrsg.), Festschrift für Martin Luther, 1976, S. 69, S. 73; Pentschew, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 23, Rn. 156 ff.

<sup>772</sup> Gefßer, in: *Glossner/Reimers* (Hrsg.), Festschrift für Martin Luther, 1976, S. 69, S. 73.

<sup>773</sup> Ders.

<sup>774</sup> Ders., S. 74.

<sup>775</sup> Vgl. hierzu die Aufzählung bei Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23, Rn. 183 ff., insbesondere Rn. 185-241; vgl. auch in Hinblick auf die Kompetenzabgrenzungen von Vorstand und Aufsichtsrat: Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 76 Rn. 7; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 76 Rn. 5; jeweils m.w.N.

<sup>776</sup> Gefßer, in: *Glossner/Reimers* (Hrsg.), Festschrift für Martin Luther, 1976, S. 69, S. 73; Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23, Rn. 243 ff.

<sup>777</sup> Wieder: Gefßer, in: *Glossner/Reimers* (Hrsg.), Festschrift für Martin Luther, 1976, S. 69, S. 79.

<sup>778</sup> Zitat bei: Spindler, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, Vor § 76, Rn. 4.

<sup>779</sup> Ders. ebd.; so auch: Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23, Rn. 249.

die diese Kompetenzordnung anders regeln wollen, eine unzulässige Abweichung darstellen. Ein Verständnis dieser Vorschriften als nichtabschließende Zuständigkeitsnorm würde dagegen lediglich festlegen, welches Organ für die jeweiligen Aufgaben grundsätzlich zuständig sein soll, ohne abschließend auf die Kompetenzen des Organs oder der anderen Organe einzugehen.

Insofern ist im Folgenden zu klären, ob es sich insbesondere bei § 111 AktG um eine abschließende, die Kompetenzen zur Kontrolle allein dem Aufsichtsrat zuweisende Vorschrift handelt. Die Folge hiervon wäre, dass das Aktienrecht die Wahrnehmung der Kontrolle des Vorstandes durch die Aktionäre nicht zulassen würde. Eine andere Möglichkeit wäre, dass es sich bei § 111 AktG „nur“ um eine nichtabschließende Zuständigkeitsvorschrift handelt. Folge hiervon wäre, dass weitere Regelungen zur zusätzlichen Kontrolle durch die Aktionäre zulässig wären. Insofern stellt sich also die Frage, ob die Aktionäre durch einen regelmäßigen Kontakt zum Vorstand außerhalb der Hauptversammlung einen „Schattenaufsichtsrat“ bilden würden.

Ein weiteres Problem betrifft schließlich das Verbot der Geschäftsführung nach § 111 Absatz 4 AktG. Auch hier wird im Folgenden geklärt werden müssen, ob ein Verstoß gegen die Organisationsverfassung vorliegen kann, wenn der Aufsichtsrat (auch ohne Beisein des Vorstandes) Kontakt zu institutionellen Investoren pflegt.

## **II. Möglichkeiten der Kontaktaufnahme zum Vorstand**

Der Kontakt institutioneller Investoren zum Vorstand hat sich in den letzten Jahren fest etabliert. Auf „Roadshows“ informieren Vorstände die anwesenden Großaktionäre über aktuelle Vorgänge und stehen für Rückfragen zur Verfügung. Insofern lässt sich zwar feststellen, dass Aktionäre dadurch vertiefte Einblicke erhalten, allerdings wird aus diesem Grund auch kritisiert, dass diese Großaktionäre dem Aufsichtsrat insofern seine Kontrollaufgabe abnehmen und einen „Schattenaufsichtsrat“ bilden.

Im Folgenden soll daher zunächst auf die Möglichkeiten des Kontaktes institutioneller Investoren zum Vorstand eingegangen werden (1.). Anschließend wird auf die Grenzen dieses Kontaktes insbesondere in Hinblick auf einen Verstoß gegen § 111 Absatz 1 AktG und die Organisationsverfassung eingegangen werden (2.).

## **1. Kontaktmöglichkeiten zum Vorstand im Rahmen von „Investor Relations“ und „Roadshows“**

Bereits seit einiger Zeit bieten viele Unternehmen institutionellen Investoren in regelmäßigen Abständen Gesprächsmöglichkeiten mit dem Vorstand an und *Investor Relations* haben im Verhältnis zwischen Vorstand und institutionellen Investoren bereits eine Bedeutung erlangt.<sup>780</sup>

Viele Unternehmen haben hierzu *Investor Relations* – Abteilungen gegründet, die diese Gespräche organisieren und direkt an den CFO (Finanzvorstand) oder CEO (Vorstandsvorsitzenden) und somit also direkt an den Vorstand berichten.<sup>781</sup> Die gestiegene Bedeutung von direktem Kontakt der (institutionellen) Aktionäre zum Vorstand lässt sich insbesondere auch am gestiegenen zeitlichen Aufwand für die Vorstände veranschaulichen: So wird bei größeren Gesellschaften nicht selten bis zu einer Woche Arbeitszeit des Vorstands jeden Monat auf die Kommunikation mit den Aktionären verwandt.<sup>782</sup> Dabei gibt es verschiedene Möglichkeiten der Kontaktaufnahme von institutionellen Investoren zu dem Vorstand. Beteiligungsgesellschaften bieten zum einen oftmals kollektiven Gespräche und Roadshows mit institutionellen Investoren außerhalb der Hauptversammlung an. Darüber hinaus stehen den institutionellen Investoren aber auch noch individuelle Kontaktmaßnahmen zu, wie beispielsweise schriftliche oder mündliche Anfragen und Mitteilungen an den Vorstand. Wesentliche Grenzen dieser Maßnahmen stellen das Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG und die Weitergabe von Unternehmensgeheimnissen oder Insiderwissen dar.<sup>783</sup>

Unterschieden werden können also sogenannte *one to few* Treffen und die *one to one* Treffen.<sup>784</sup>

Zunächst können institutionelle Investoren also an kollektiven Treffen des Vorstands mit anderen institutionellen Investoren teilnehmen (*one to few*). Diese

---

<sup>780</sup> Vgl. *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 357; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 532.

<sup>781</sup> Vgl. *Cromme/Claasen*, in: *Hommelhoff/Hopt/Werder* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, 622; *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 357; *Grundei/Werder*, in: *Bruhn/Esch/Langner* (Hrsg.), Handbuch Strategische Kommunikation, 2016, S. 449, S. 456; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 344; *Grunewald*, NZG 2016, 2009, 2009; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 245; *Köhler*, Investor Relations in Deutschland, 2015, S. 188 (mit Verweis auf *Friese/Jäger/Nadilo*, Investor Relations in börsennotierten Unternehmen, 2012); *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 532; *Vetter*, AG 2016, 873, 873.

<sup>782</sup> *DAI/McKinsey*, Investorendialog im Umbruch, 2009.

<sup>783</sup> Vgl. hierzu unten, S. 290 ff.

<sup>784</sup> *Cromme/Claasen*, in: *Hommelhoff/Hopt/Werder* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, 613.

Roadshows und Analystenkonferenzen<sup>785</sup> fallen normalerweise in den Aufgabenbereich einer *Investor Relations* Abteilung und werden somit vom Finanzvorstand organisiert.<sup>786</sup> Durch solche Veranstaltungen kann zum einen das Informationsbedürfnis institutioneller Investoren gestillt werden, zum anderen eignen sich solche Veranstaltungen aber auch dazu, die Beziehung zwischen Investoren und Gesellschaft zu stärken und so für eine bessere Bindung der Investoren an die Gesellschaft zu sorgen.<sup>787</sup> Gleichzeitig kann auch die Gesellschaft von den institutionellen Investoren und deren Analysten erfahren, welche Erwartungen diese an die Gesellschaft stellen und wie sie auf geplante und in solchen Konferenzen präsentierten Maßnahmen reagieren werden.<sup>788</sup>

Im Gegensatz zur kollektiven Kontaktaufnahme kann die individuelle Kontaktaufnahme schriftliche und mündliche Anfragen und Mitteilungen von institutionellen Investoren an den Vorstand umfassen (*one to one*).<sup>789</sup> Einzelgespräche von institutionellen Investoren mit Vorstandsmitgliedern sind bereits seit vielen Jahren üblich und werden vor allem von ausländischen Investoren angestrebt.<sup>790</sup> Ziel dieser Gespräche ist die Erlangung von Hintergrundinformationen und Erklärungen bereits bekannter Sachverhalte.<sup>791</sup> Insofern sollen Informationsasymmetrien zwischen Management und Investor direkt verringert werden.<sup>792</sup> Ein Aktionär kann hierbei auch aufgrund der Analyse öffentlich bekannter Tatsachen Ansatzpunkte Missstände festgestellt haben, die er durch die direkten Gespräche mit dem Vorstand näher untersuchen möchte.<sup>793</sup> Es kann in einem solchen Fall durchaus

---

<sup>785</sup> Analystenkonferenzen spielen dann eine Rolle, wenn es sich um Analysten eines Investors oder solche die für einen Investor an solchen Konferenzen teilnehmen handelt. Vgl. hierzu auch: *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 533f.

<sup>786</sup> Dies. S. 622.

<sup>787</sup> *Cromme/Claasen*, in: *Hommelhoff/Hopt/Werder* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, S. 614, Bericht von Dr. Claus Ehrenbeck (Leiter der Investor Relations Abteilung ThyssenKrupp AG); vgl. auch: *Götz*, Managementkontrolle durch institutionelle Investoren in Deutschland und in den USA, 2000, S. 146; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 532.

<sup>788</sup> Vgl. wieder: *Cromme/Claasen*, in: *Hommelhoff/Hopt/Werder* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, S. 609 ff.; vgl. auch: *Grundei/Werder*, in: *Bruhn/Esch/Langner* (Hrsg.), Handbuch Strategische Kommunikation, 2016, S. 449, S. 450.

<sup>789</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 299f.

<sup>790</sup> *Götz*, Managementkontrolle durch institutionelle Investoren in Deutschland und in den USA, 2000, S. 146f.

<sup>791</sup> Ders. mit Verweis auf: *Günther/Otterbein*, ZfB 1996, 389–417, 409; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 532ff.

<sup>792</sup> Vgl. wieder: *Götz*, Managementkontrolle durch institutionelle Investoren in Deutschland und in den USA, 2000, S. 147.

<sup>793</sup> *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 303.

auch im Interesse des Unternehmens sein, dass der Aktionär diese Missstände ermittelt, sodass der Vorstand entscheiden könnte weitergehende Informationen, die nicht öffentlich bekannt sind, an den Aktionär weiterzugeben.<sup>794</sup> Insofern kann der Investor dem Unternehmen auch direkt mitteilen, welche Änderungen er für angebracht hält, insbesondere wenn ein bedeutender Wertverlust für das Unternehmen möglich erscheint.<sup>795</sup>

Nehmen institutionelle Investoren diese beiden Arten der Kontakt- und Informationsmöglichkeiten (kollektiv bei *Roadshows* oder Analystenkonferenzen und individuell durch direkte Anfragen beim und Gespräche mit dem Vorstand) wahr, haben sie Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten, die über die formellen Möglichkeiten der Rechtewahrnehmung auf der Hauptversammlung weit hinausgehen.

Zwar ist nicht auszuschließen, dass ein Aktionär diese Art der Informationen missbräuchlich verwendet. Insofern hat der Vorstand aber bereits vor der Weitergabe der Informationen oder vor Beginn des Kontaktes zu prüfen, ob die Anfrage des Aktionärs berechtigt ist oder Missbrauchspotential birgt.<sup>796</sup>

Wie bereits hinsichtlich der Wahrnehmung der formalrechtlichen Aktionärsrechte dargestellt wurde, können institutionelle Investoren aber aufgrund ihrer Professionalität und ihres Gesamtüberblicks über den Kapitalmarkt und andere Unternehmen den jeweiligen Beteiligungsunternehmen, mit denen sie zusammen mit anderen Investoren oder auch im Wege der individuellen Kontaktaufnahme in Kontakt stehen, regelmäßig beratend und somit auch sinnvoll und nachhaltig wertschöpfend zur Seite stehen.<sup>797</sup>

Sinnvoll und für die Beteiligungsunternehmen von Nutzen wäre es insofern, wenn institutionelle Investoren regelmäßig an vom Vorstand organisierten Konferenzen teilnehmen und im Einzelfall, wenn Anlass hierzu besteht, Anfragen an den Vorstand hinsichtlich fraglicher Vorgänge in der Gesellschaft stellen. Individuelle Anfragen haben dabei insbesondere den Vorteil, dass sie diskreter gestellt werden können, als (quasi-öffentliche) Anfragen auf der Hauptversammlung. Bei unternehmerisch heiklen Themen kann so unnötige Aufruhr vermieden werden, darüber hinaus kann der Vorstand ebenfalls in Ruhe entscheiden, ob und wie er

---

<sup>794</sup> Dies; dass das Bestehen der Möglichkeit der Weitergabe von kursrelevanten, öffentlichen nicht bekannten Informationen wohl im Ergebnis abzulehnen ist wird weiter unten geklärt, vgl. S. 300ff.

<sup>795</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen in den Erklärungen zu Prinzip 3 UK Stewardship Code: „Institutional investors should endeavour to identify at an early stage issues that may result in a significant loss in investment value. If they have concerns, they should seek to ensure that the appropriate members of the investee company's board or management are made aware.“

<sup>796</sup> Vgl. den folgenden Abschnitt zu den Grenzen der Kontaktaufnahme und den Pflichten des Vorstandes bei Informationsweitergabe.

<sup>797</sup> Vgl. *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015 7, 297–302, 297.

dem Informationsverlangen des Investors gerecht werden will. Verweigert er die Auskunft, steht dem Investor dann immer noch das Auskunftsrecht auf der Hauptversammlung zu.

## **2. Entmachtung des Aufsichtsrats und Entstehung eines „Schattenaufsichtsrats“ – Verstoß gegen § 111 Absatz 1 AktG?**

Wie in der Einleitung zu diesem Abschnitt bereits dargestellt wurde, wurden in der Vergangenheit Bedenken geäußert, wonach der direkte Kontakt institutioneller Investoren zu den Vorständen ihrer Portfoliogesellschaften die Entstehung sogenannter „Schattenaufsichtsräte“ und dadurch auch die Entmachtung der eigentlichen Aufsichtsräte herbeiführen.<sup>798</sup> Würden hierdurch die Kompetenzen des Aufsichtsrats beschränkt, läge möglicherweise ein Verstoß gegen die Organisationsverfassung nach § 111 Absatz 1 und § 23 Absatz 5 AktG vor.<sup>799</sup> Im Ergebnis wird der Kontakt zwischen Vorstand und Aktionären aber regelmäßig unproblematisch sein, insbesondere solange die inhaltliche Ausgestaltung des Dialogs nicht den Umfang der Berichte an den Aufsichtsrat nach § 90 AktG erreicht.

Von einem „Schattenaufsichtsrat“ würde man wohl dann sprechen, wenn sich der Kontakt der institutionellen Investoren zum Vorstand den Kontrollmaßnahmen durch den eigentlichen Aufsichtsrat annähert.<sup>800</sup> Regelmäßige Berichte des Vorstandes gegenüber den institutionellen Investoren bei *road shows* könnten eine solche Kontrolle darstellen. So könnten diese Berichte denen des Vorstandes an den Aufsichtsrat nach § 90 AktG ähneln.

Entsprechend stellt sich die Frage, ob die Möglichkeit von institutionellen Investoren, sich außerhalb der Hauptversammlung regelmäßig Informationen und Berichte durch den Vorstand geben zu lassen, in die Kompetenzen des Aufsichtsrats nach § 111 AktG eingreift und ob hierin dann ein Verstoß nach § 23 Absatz 5 vorliegt.

§ 111 Absatz 1 AktG stellt vergleichsweise kurz fest, dass der Aufsichtsrat die Geschäftsführung zu überwachen hat. Nach dem oben zur Organisationsverfassung bereits Geschriebenen stellt sich entsprechend die Frage, ob es sich hierbei

<sup>798</sup> Assmann, AG 1997, 50–58, 57; Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 524; Fleischer/Strothotte, AG, 221–223, 227; Mennicke, in: Fuchs WpHG, 2. Auflage 2016, § 14, Rn. 290; Koch, AG 2017, 129, 137; Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 537; vgl. auch: Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 738, die diese Befürchtung als anlasslos beschreiben.

<sup>799</sup> Vgl. hierzu wieder: Röhricht/Schall, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 23, Rn. 249.

<sup>800</sup> Vgl. wieder: Assmann, AG 1997, 50–58, 57; Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 524; Fleischer/Strothotte, AG, 221–223, 227; Mennicke, in: Fuchs WpHG, 2. Auflage 2016, § 14, Rn. 290; Koch, AG 2017, 129, 137 Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 537; Weber-Rey, NZG 2013, 766, 770.

um eine abschließende Kompetenzzuweisung handelt oder nicht. Mit anderen Worte bliebe also die Frage, ob der Aufsichtsrat die abschließende Kontrollkompetenz des Vorstandes innehat, oder ob Raum für eine „Kontrolle“ durch die Aktionäre besteht.

Für den abschließenden Charakter würde sprechen, dass der Hauptversammlung im Gesetz nicht ausdrücklich die Kontrolle der Geschäftsführung aufgetragen wird. Zwar können die Aktionäre in der Hauptversammlung, wie oben gezeigt,<sup>801</sup> auf einige ausdrücklich im Aktienrecht aufgeführte Kontrollrechte zurückgreifen, insbesondere das Auskunftsrecht aus § 131 AktG und das Rederecht. Diese Kontrollmöglichkeiten unterscheiden sich aber von denen des Aufsichtsrats dahingehend, dass den Aktionären bereits kein allgemeiner und umfassender Anspruch auf Rechenschaftsanspruch zusteht.<sup>802</sup> „Das Auskunftsrecht ermöglicht [...] nicht eine allgemeine Kontrolle der Verwaltung durch die Aktionäre, sondern es dient der sachgerechten Ausübung der individuellen Mitgliedschaftsrechte im Zusammenhang mit einem konkreten Tagesordnungspunkt.“<sup>803</sup> Insbesondere besteht auch keine Berichtspflicht des Vorstands gegenüber den Aktionären vergleichbar zur Berichtspflicht gegenüber dem Aufsichtsrat § 90 AktG.

Insofern wird die allgemeine Kontrolle der Geschäftsführung wohl nur durch den Aufsichtsrat erfolgen können, § 111 Absatz 1 AktG hat damit hinsichtlich der Kompetenzzuweisung der allgemeinen Kontrolle der Geschäftsführung einen abschließenden Charakter, der eine allgemeine Kontrolle durch die Aktionäre nicht zuließe.

Allerdings geht es bei der Ausübung von Stewardship Verantwortung nicht um eine regelmäßige und „allgemeine Kontrolle“ der Geschäftsführung, wie sie der Aufsichtsrat nach § 111 Absatz 1 AktG auszuführen hat.

Der Aufsichtsrat hat nach § 111 Absatz 1 AktG die Aufgabe einer retrospektiven und präventiven Kontrolle der Geschäftsführungsmaßnahmen, die für die Entwicklung der Gesellschaft wesentlich sind.<sup>804</sup> Dazu zählen vor allem auch die Systemkontrolle der ordnungsgemäßen Einrichtung von Kontroll- und Compli-

---

<sup>801</sup> Vgl. oben, S. 211 ff.

<sup>802</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, 245 ff.; vgl. auch: Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131 Rn. 35 ff.; Siems, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 131, Rn. 28 ff.

<sup>803</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 246.

<sup>804</sup> Vgl.: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., Rn. 13; Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 19 ff.; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 52 ff.; vgl. auch unten, S. 267 ff.

ancesystemen insgesamt sowie die Überprüfung der Buchführung und Rechnungslegung.<sup>805</sup> Zur inhaltlichen Konkretisierung dieser Kontrollpflicht kann insbesondere die zuvor angedeutete Berichtspflicht des Vorstandes nach § 90 AktG herangezogen werden.<sup>806</sup>

Regelmäßige Treffen zwischen institutionellen Investoren und dem Vorstand sollten allerdings dazu führen, bestehende Unklarheiten hinsichtlich der Geschäftsführung und insbesondere auch in Hinblick auf die deutsche dualistische Organisation auszuräumen und so beiden Parteien, Vorstand und Investoren die Möglichkeit geben, Interessen und Erwartungen zu formulieren. Eine umfassende und allgemeine Kontrolle der Geschäftsführung, entsprechend „Art, Inhalt und Umfang der Informationspflicht“<sup>807</sup> des Vorstandes nach § 90 AktG, die entsprechend den wesentlichen Umfang der Kontrollpflicht des Aufsichtsrats umschreibt, soll dadurch allerdings gar nicht erst erfolgen.

Nehmen die institutionellen Investoren durch ihre Stewardship Maßnahmen und Treffen mit dem Vorstand also keine allgemeine, fortlaufende und systematische Kontrolle wahr, bleibt allerdings noch die Frage bestehen, ob die punktuelle Kontrolle einzelner besonderer Maßnahmen des Vorstandes durch institutionelle Investoren möglich ist, ob sie also zu einzelnen Punkten Informationen erhalten können.

Dies wird in Hinblick auf die Kompetenzverteilung nach § 111 Absatz 1 AktG wohl allgemein möglich sein. Zunächst hat der Vorstand schon aufgrund der Geheimhaltungspflicht wichtiger Unternehmensgeheimnisse, aufgrund des Verbots der Weitergabe von Insiderinformationen und auch aufgrund der Pflicht zur (informationellen) Gleichbehandlung regelmäßig abzuwagen, ob er eine Information an die institutionellen Investoren weitergibt oder nicht.<sup>808</sup>

Auch haben die institutionellen Investoren auf der Hauptversammlung einen Anspruch auf Auskunftserteilung. Das hat zum einen zur Folge, dass das punktuelle Auskunftsverlangen ohnehin im Bereich dessen ist, was den Aktionären grundsätzlich möglich ist. Zum anderen bedeutet dies aber auch, dass ein echter Anspruch auf Auskunftserteilung eben auch nur auf der Hauptversammlung geltend gemacht werden kann.<sup>809</sup> Folglich kann der Vorstand auch ohne Begründung

---

<sup>805</sup> *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 20; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 153 f. und §§ 210 ff.

<sup>806</sup> *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 22; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 53 und Rn. 162 ff.; Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., Rn. 12; m.w.N.

<sup>807</sup> *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 162, m.w.N.

<sup>808</sup> Vgl. hierzu unten, S. 290 ff.

<sup>809</sup> Vgl. oben, S. 230 ff.

den Auskunftswunsch außerhalb der Hauptversammlung – also insbesondere auf den genannten *road shows* – ablehnen.

Eine systematische Kontrolle im Sinne von § 111 Absatz 1 AktG würde also gar nicht erst stattfinden, sodass die Organisationsverfassung dem gar nicht entgegensteht. Limitierende Faktoren wären insofern eben andere, wie Offenlegungsverbote von bestimmten Informationen oder das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre.

Demnach bleibt festzuhalten, dass die Gefahr der Entstehung eines „Schatznaufsichtsrats“ und der Entmachtung des eigentlichen Aufsichtsrats in Hinblick auf die Ausübung von Stewardship Verantwortung durch institutionelle Investoren regelmäßig nicht besteht.<sup>810</sup>

Institutionelle Investoren können den Kontakt zum Vorstand suchen und dieser kann auch grundsätzlich über einzelne Geschäftsführungsmaßnahmen sprechen, ohne, dass er einen Verstoß gegen die Satzungsstrenge und die aktienrechtliche Kompetenzordnung der Organe fürchten muss.

Die Grenze muss eine solche Kontaktpraxis aber da finden, wo sich der Kontakt nach „Art, Inhalt und Umfang“<sup>811</sup> der Kontrolle durch den Aufsichtsrat annähert. Entsprechend sollte der Vorstand die Investoren nicht im gleichem Maße und gleicher Regelmäßigkeit unterrichten, wie er es nach § 90 AktG gegenüber dem Aufsichtsrat tut.

### III. Möglichkeiten der Kontaktaufnahme zum Aufsichtsrat

Die Möglichkeiten des Kontaktes institutioneller Investoren zum Aufsichtsrat ist und bleibt ein „Entwicklungsthema“ des deutschen Aktienrechts.<sup>812</sup> Wie zuvor gezeigt, wird ein Dialog von institutionellen Investoren mit den Vorständen ihrer Portfoliogesellschaften seit vielen Jahren praktiziert. Wohl in den letzten Jahren sind auch regelmäßige Kontakte zwischen institutionellen Investoren und dem Aufsichtsrat ihrer Beteiligungsgesellschaften zu erkennen.<sup>813</sup> Insofern stellt sich die Frage, welche Möglichkeiten des Kontaktes zum Aufsichtsrat institutionellen Investoren zustehen.

---

<sup>810</sup> Ebenso: *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 738.

<sup>811</sup> Vgl. zur Reichweite der Kontrolle durch den Aufsichtsrat: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 162; m.w.N.

<sup>812</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 725.

<sup>813</sup> Hierbei wird insbesondere der Aufsichtsratsvorsitzende angefragt. Vgl. hierzu: Dies., S. 728; so auch: *Roth*, ZGR 2012, 343, 368; vgl. auch: *Bommer/Steinbach*, BOARD 2013, 219, 219; *Bortenländer*, BOARD 2014, 71, 71; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Koch*, AG 2017, 129, 129 ff.; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Grunewald*, NZG 2016, 2009, 2010; *Kremer*, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 5.2 Rn. 1268; *Wettich*, AG 2017, 60, 64 jeweils auch m.w.N.

Im Folgenden wird zunächst auf die generelle rechtliche Möglichkeit des Kontaktes institutioneller Investoren zum Aufsichtsrat (das „Ob“ des Kontaktes) eingegangen (1.). Anschließend wird auf die inhaltliche Ausgestaltung und immanente Grenzen des Kontaktes eingegangen (2.). Anschließend soll auf die spezielle und hervorgehobene Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden eingegangen (3.) und die Ergebnisse schließlich zusammengefasst werden (4.).

## **1. Rechtliche Grundlagen der generellen Kontaktmöglichkeiten zwischen Aufsichtsrat und institutionellen Investoren**

Wie auch beim Kontakt zum Vorstand kann zunächst grundsätzlich zwischen verschiedenen Arten von Treffen unterschieden werden: So könnten institutionellen Investoren direkten und individuellen Kontakt zum Aufsichtsrat suchen („one to one“ Treffen) oder auf Roadshows zusammen mit anderen Investoren mit dem Aufsichtsrat in Kontakt treten („one to few“ Treffen).<sup>814</sup> Regelmäßig werden solche Treffen auf Seiten des Unternehmens durch den Aufsichtsratsvorsitzenden organisiert und durchgeführt.<sup>815</sup> Örtlich werden solche Treffen oftmals am Sitz des Unternehmens oder an einem wesentlichen Finanzplatz abgehalten.<sup>816</sup>

Inhaltlich können solche Treffen zunächst wie auch beim oben dargestellten Kontakt zum Vorstand allgemeine Themen der Gesellschaft wie die strategischen Ausrichtung und der Umsetzung durch die Leitungsgremien umfassen.<sup>817</sup> Darüber hinaus sind vor allem aber „aufsichtsratsspezifische Themen“ relevant, wie insbesondere die Aufsichtsratsbesetzung und der Nominierungsprozess, die Bestellung des Vorstandes und dessen Vergütung, sowie schließlich ganz allgemein die Kontrolle durch den Aufsichtsrat und Compliance und Rechtsfragen.<sup>818</sup>

Für die Rechtfertigung einer Dialogmöglichkeit zwischen Aufsichtsrat und institutionellen Investoren lassen sich verschiedene Argumente anführen, auf die im Folgenden jeweils kurz eingegangen werden soll:

Die §§ 171, 176 AktG, § 161 AktG aber auch § 27 WpÜG zeigen, dass dem Aufsichtsrat durchaus Kommunikationskompetenz über das Verhältnis zwischen

---

<sup>814</sup> Vgl. hierzu oben, S. 242 ff.; vgl. hierzu auch: *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729.

<sup>815</sup> Vgl. zur Rolle des Aufsichtsratsvoristenden hinsichtlich des Themas „Investor Relations“: *Bommer/Steinbach*, BOARD 2013, 219, 219; *Bortenländer*, BOARD 2014, 71, 71; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Grunewald*, NZG 2016, 2009, 2010; *Kremer*, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 5.2 Rn. 1268; *Roth*, ZGR 2012, 343, 366; *Wettich*, AG 2017, 60, 64 jeweils auch m.w.N.

<sup>816</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729.

<sup>817</sup> Vgl. wieder: S. 242 ff.; vgl. auch wieder: *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729.

<sup>818</sup> wieder: *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729.

Aufsichtsrat und Vorstand hinaus zukommt, sodass hieraus im Wege einer Gesamtanalogie geschlossen werden könnte, dass der Aufsichtsrat insgesamt weitergehende Kommunikationskompetenzen hat (a). Noch überzeugender erscheint, die Kompetenz zur Kommunikation als Annex zur Pflicht des Aufsichtsrats die Geschäftsführung zu kontrollieren anzusehen, da einer solchen nur angemessen nachgekommen werden kann, wenn der Aufsichtsrat auch die Erwartung der Aktionäre an die Geschäftsführung von den Aktionären selbst erfährt; auch ließe sich der Grundsatz der Organadäquanz aus dem Verfassungsrecht entleihen und die Annexkompetenz insofern auch als enger funktionaler Zusammenhang der Kommunikationskompetenzen über Aufsichtsratsthemen mit den Pflichten des Aufsichtsrats beschreiben (b). Die geplanten Änderungen des DCGK deuten, trotz berechtigter Kritik an ihre inhaltliche Ausgestaltung, darauf hin, dass ein solcher Kontakt möglich sein sollte (c). Ein Vergleich mit der Handhabung von Stewardship in anderen Rechtssystemen mit dualistischer Organisationsverfassung zeigt, dass solche Kontaktmöglichkeiten vorgesehen sind (d).

### a. Gesamtanalogie aus §§ 171, 176 AktG und § 161 AktG

Dass der Aufsichtsrat eine generelle Möglichkeit des öffentlichen Auftretens hat, deuten § 176 Absatz 1 Satz 2 und § 171 Absatz 2 Satz 1 AktG an.<sup>819</sup> So hat der Aufsichtsrat beziehungsweise dessen Vorsitzender sogar eine Pflicht zur öffentlich Erklärung des Aufsichtsratsberichts auf der Hauptversammlung.<sup>820</sup> Ist es dem Aufsichtsrat also bereits generell möglich, in der Öffentlichkeit aufzutreten, lässt sich daraus unter Umständen schließen, dass er im gleichen Umfang auch gegenüber seinen Aktionären auftreten kann.<sup>821</sup>

Das Aktienrecht spricht sich nicht strikt gegen eine Kommunikation durch den Aufsichtsrat aus. Wie die §§ 171, 176 AktG zeigen, kommt dem Aufsichtsrat (bzw. dessen Vorsitzenden) durchaus eine Kommunikationsaufgabe zu.

---

<sup>819</sup> Vgl. *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 107 Rn. 57; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 120; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 39 f.

<sup>820</sup> Zur Rolle des Vorsitzenden, vgl. S. 278 ff.

<sup>821</sup> *Bortenlänger*, BOARD 2014, 71,72; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 119; *Peus*, Der Aufsichtsratsvorsitzende, 1983 S. 176; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 39f.; insofern lässt sich von einer „Annexkompetenz“ sprechen, vgl.: *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 111 Rn. 34, der eine solche Kompetenz an sich auch nicht kritisiert, sondern nur die „Verengung“ auf den AR – Vorsitzenden; insgesamt kritisch: *Vetter*, AG 2014, 387, 391.

Zunächst hat der Aufsichtsrat nach § 171 Absatz 1 Satz 1 AktG den Jahresabschluss, den Lagebericht und den Vorschlag für die Verwendung des Bilanzgewinns zu prüfen. Das Ergebnis dieser Prüfung hat der Aufsichtsrat nach Absatz 2 Satz 1 zunächst schriftlich der Hauptversammlung mitzuteilen. Nach § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG soll der Aufsichtsratsvorsitzende diesen Bericht dann auf der Hauptversammlung (mündlich) erläutern. Insofern nennt das Aktiengesetz bereits ausdrücklich schriftliche und mündliche Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsrats gegenüber den Aktionären.

Darüber hinaus kommt dieser Berichterstattung aber auch noch weitergehende Bedeutung zu, da der Aufsichtsratsbericht nach § 325 Absatz 1 Satz 1 Nr. 2 HGB für die Allgemeinheit zu veröffentlichen ist.<sup>822</sup> Daher nimmt der Aufsichtsrat hierdurch auch eine Kommunikationsfunktion über den Kreis der eigenen Aktionäre hinaus wahr.

Damit stellt sich die Frage, ob aus dieser Berichtspflicht nach §§ 171, 176 eine allgemeine Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats abgeleitet werden kann, die eine weiterführende Außenkommunikation auch unabhängig von diesen Berichten ermöglicht.

Es wird daher argumentiert, dass der Aufsichtsrat, wenn ihm „gegenüber der Öffentlichkeit schon kein absolutes Kommunikationsverbot obliegt, [...] [ihm] erst Recht nicht der informelle Kontakt zu Gesellschaftern versagt werden [kann]“.<sup>823</sup> Die §§ 171, 176 AktG könnten demnach generell als allgemeine Rechtsgrundlage für das Auftreten in der Öffentlichkeit herangezogen werden kann.<sup>824</sup>

Auf der anderen Seite wird dem entgegenstehend argumentiert, dass sich aus §§ 171, 176 AktG und auch aus anderen Beispielen des Auftretens nach Außen (wie § 161 AktG oder § 27 WpÜG) keine verallgemeinerte Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats ableiten lässt.<sup>825</sup>

Anhand von §§ 171, 176 AktG lässt sich zumindest feststellen, dass dem Aufsichtsrat eine im Aktiengesetz ausdrücklich vorgesehene Kommunikationskompetenz zukommt. Ob hieraus auch eine weitergehende allgemeine Kommunikationskompetenz im Rahmen einer Gesamtanalogie aus den Vorschriften der §§ 171, 176 (und weiterhin aus § 161 AktG und § 27 WpÜG) gefolgert werden

<sup>822</sup> Hennrichs/Pöschke, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 171 Rn. 13; Waclawik, in: Hölters AktG, 2. Aufl. 2014, § 171 Rn. 17.

<sup>823</sup> Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 40.

<sup>824</sup> Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 119; Peus, Der Aufsichtsratsvorsitzende, 1983 S. 176.

<sup>825</sup> Vetter, AG 2014, 387, 391; vgl. auch: Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 44.

kann, erscheint aber zweifelhaft. Diese Vorschriften regeln tatsächlich besondere Einzelfälle, die jeweils ihren eigenen Anwendungsbereich vorgeben.<sup>826</sup>

Wenig sagen sie indes über eine allgemeine Kommunikationskompetenz aus: Insbesondere auf eine vergleichbare Interessenslage zu schließen und die Kommunikation außerhalb der Hauptversammlung mittels eines „erstrecht“-Schlusses von der Kommunikationskompetenz auf der Hauptversammlung abzuleiten erscheint dabei weniger überzeugend.<sup>827</sup>

Tatsächlich scheint das Beisein des Vorstandes auf der Hauptversammlung vielmehr ein Argument gegen eine selbstständige Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrates zu sein. Auch weitere Probleme der inoffiziellen Kapitalmarktkommunikation außerhalb der Hauptversammlung, wie die informationelle Gleichbehandlung und insiderrechtliche Probleme, sprechen eher dafür, dass eine generelle Kommunikationskompetenz nicht direkt vom aktienrechtlich nach §§ 171, 176 AktG vorgesehenen Kontakt abgeleitet werden kann, da diese Vorschriften solche Probleme gar nicht erst berücksichtigen.

Allerdings dienen diese Vorschriften zumindest als Hinweis auf die Funktion des Aufsichtsrats, die eben auch eine Kommunikation nach Außen und, wie §§ 171, 176 AktG andeuten, insbesondere mit den Aktionären umfassen kann. Ob diese Funktion aber eben auf spezielle Sonderfälle beschränkt bleiben soll oder ob es weitergehend eine verallgemeinerungsfähige Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats auch außerhalb der der Hauptversammlung gibt, bleibt somit weiterhin klärungsbedürftig, sodass insofern auf die allgemeinen Grundsätze zur organschaftlichen Kompetenzzuweisung nach §§ 76 Absatz 1 und §§ 111 Absatz 1 und Absatz 4 Satz 1 AktG und die aktienrechtliche Organisationsverfassung zu verweisen ist.

#### **b. Umkehrschluss aus §§ 76, 111 Absatz 4 und Annexkompetenz aus den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats**

Die Möglichkeit der Kommunikation des Aufsichtsrats mit institutionellen Investoren lässt sich im Ergebnis ganz grundlegend aus dem Organisationsgefüge der Aktiengesellschaft ableiten.

Zum einen schreiben weder § 76 Absatz 1 AktG noch § 111 Absatz 1 und Absatz 4 AktG die externe Kommunikationskompetenz umfassend einem Organ zu. Zum anderen lässt sich aus den Kontroll- und Beratungskompetenzen des Aufsichtsrats auch eine Kommunikationskompetenz – eben in Hinblick auf die Inhalte der Kontrolle und Beratung – durch den Aufsichtsrat ableiten. Inso-

---

<sup>826</sup> Vetter, AG 2014, 387, 391; zustimmend auch: Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 44.

<sup>827</sup> So aber: Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 111 Rn. 40.

fern kann die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats als „Annexkompetenz“ zu seinen Rechten und Pflichten aus § 111 Absatz 1 AktG bezeichnet werden.<sup>828</sup>

Aus § 111 Absatz 4 AktG ergibt sich insofern „nur“ die wesentlichste, der Kommunikationskompetenz als natürliche Schranke innwohnende, inhaltliche Grenze, die entsprechend also nicht das generelle „Ob“, sondern vielmehr das „Wie“ der Kommunikation betrifft.

Gegen eine Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats wurde zunächst generell argumentiert, dass der Vorstand, folgend aus seiner Leitungskompetenz nach § 76 Absatz 1, die Informationspolitik des Unternehmens bestimmt und sich „diese Kompetenz nicht aus der Hand nehmen lassen [darf].“<sup>829</sup> Der Vorstand hätte entsprechend Inhalte und Kernbotschaften der Außendarstellung allein festzulegen und der Aufsichtsrat hätte sich hieran zu halten.<sup>830</sup> Auch sei der Vorstand besser mit öffentlichkeitswirksamen Inhalten vertraut und könne somit besser abschätzen, welche Wirkungen die Veröffentlichung habe, und vom Aufsichtsrat könne „hingegen nicht erwartet werden, dass [er] mit den möglichen Auswirkungen derartiger Themen in gleicher Weise vertraut ist.“<sup>831</sup> Auch nach § 111 Absatz 4 AktG sei der Aufsichtsrat von der Informationspolitik generell ausgeschlossen.<sup>832</sup>

Vielmehr mangelt es demnach an einer Norm, die dem Aufsichtsrat zur Außenkommunikation ermächtige, sodass der Schluss gezogen werden müsse die Kommunikationskompetenz bliebe beim Vorstand und genannte Beispiele wären nur ausdrücklich aufgeführte Ausnahmen von der Regel.<sup>833</sup> Die Regel sei demnach, dass die Kommunikationskompetenz des Vorstandes aus § 76 Absatz 1 AktG herröhrt und insofern abschließend die Außenkommunikation regelt.<sup>834</sup>

Richtig ist insofern, dass abstrakt betrachtet eine vom Gesetzeswortlaut abweichende Regelung gegen die Organisationsverfassung verstößen würde.<sup>835</sup>

---

<sup>828</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 733; *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 46; so auch: *Koch*, in: *Hüffer/Koch AktG*, 12. Aufl. 2016, § 111 Rn. 34.

<sup>829</sup> *Vetter*, AG 2014, 387, 392; mit Verweis auf: *Ibrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014 Rn. 1011; so wohl auch schon: *Vollhard*, GRUR 1980, 496, 497.

<sup>830</sup> Dies.

<sup>831</sup> Dies.

<sup>832</sup> *Vetter*, AG 2014, 387, 391.

<sup>833</sup> Ders., 390.

<sup>834</sup> Ders., 392; mit Verweis auf: *Lutter/Krieger/Versch*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 6. Aufl. (2014), Rn. 284 und m.w.N.

<sup>835</sup> Vgl. das zu Beginn dieses Teils zur Organisationsverfassung Geschriebene, S. 239 ff.

Auch ist wohl richtig, dass § 76 Absatz 1 als Generalklausel dazu dient, eine Kommunikationskompetenz des Vorstandes zu begründen.<sup>836</sup>

Allerdings ist höchst fraglich, warum konkret § 76 Absatz 1 AktG hinsichtlich der Kommunikationskompetenzen des Vorstandes ein abschließender Charakter zugeschrieben werden muss.<sup>837</sup> Der Wortlaut des § 76 Absatz 1 AktG lässt diesen Schluss jedenfalls nicht zu.

So erwähnt § 76 Absatz 1 AktG auch die Kommunikationskompetenz des Vorstandes nicht ausdrücklich, sodass man zu diesem Schluss allenfalls im Rahmen einer Auslegung und auch nur im Zusammenhang mit § 111 Absatz 4 AktG gelangen kann. Aber auch aus § 111 Absatz 4 AktG, der als Begrenzung der Kompetenzen des Aufsichtsrats angesehen werden muss, folgt kein Verbot der Kommunikation des Aufsichtsrats mit institutionellen Investoren.

Vielmehr soll § 111 Absatz 4 AktG den Aufsichtsrat von der Oberleitung der Gesellschaft ausschließen.<sup>838</sup> § 111 Absatz 4 AktG hat daher eine Kompetenzbegrenzungsfunktion insbesondere hinsichtlich der Oberleitung der Gesellschaft. Wie unten in Hinblick auf die Grenzen der Kontaktmöglichkeiten noch weiter ausgeführt wird, kommt § 111 Absatz 4 AktG in Hinblick auf die Kommunikationsmöglichkeiten insofern also eine inhaltlich begrenzende Funktion zu. Somit regelt § 111 Absatz 4 AktG auch nur das „Wie“ der Kommunikation, sodass anhand von § 111 Absatz 4 AktG im jeweiligen Einzelfall über zulässige oder unzulässige Kommunikationsinhalte entschieden werden kann, wenn diese funktional in den Bereich der Oberleitung fallen.<sup>839</sup> Über das generelle „Ob“ der Kommunikation trifft § 111 Absatz 4 AktG indes keine Aussage, da § 111 Absatz 4 AktG diese „klare Trennungslinie“ eben gar nicht ziehen will.<sup>840</sup>

---

<sup>836</sup> Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 44, mit Verweis auf: Lutter, Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, 3. Aufl. (2006); so auch schon: Vollhard, GRUR 1980, 496, 497.

<sup>837</sup> Hirt/Hopt/Matthens, AG 2016, 725, 733; Koch, in: Fleischer/Koch/Kropff et al. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 89; so aber wohl eben: Vetter, AG 2014, 387, 391.

<sup>838</sup> Siehe hierzu: Mertens/Cahn, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 77; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111 Rn. 567 f., vgl. auch wieder unten, S. 267 ff.

<sup>839</sup> Mit gleichem Ergebnis, ohne sich aber auf eine bestimmte Norm zu beziehen: Bundesgerichtshof vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412; Vgl. hierzu unten, S. 267 ff.;

<sup>840</sup> Vgl. zur unklaren Trennungslinie der Kompetenzen von Aufsichtsrat und Vorstand: Klausing, Amtl. Begründung zum Viertel Teil des Aktiengesetz, 1937, Vorbemerkungen, S. 57; vgl. auch: Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 567; vgl. auch: OLG Stuttgart vom 29.02.2012, 20 U 3/11, ZIP 2012, 625 = BB 2012, 650; NZG 2012, 425.

Regeln die §§ 76 Absatz 1, 111 Absatz 1 und Absatz 4 Satz 1 AktG die Kommunikationskompetenz des Vorstandes und des Aufsichtsrats also nicht abschließend, ist durchaus Raum für Ergänzungen, die dann auch nicht gegen die strikte aktienrechtliche Organisationsverfassung nach § 23 Absatz 5 AktG verstößen.<sup>841</sup>

Eine solche (kompetenzrechtlich mögliche) Ergänzung besteht in der Ableitung von Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsrats aus seinen bestehenden Rechten und Pflichten.

Zum einen ließe sich eine solche Ableitung mit einem Umkehrschluss begründen: Ist die Kommunikation, wie gerade dargestellt, nicht verboten, muss sie im Umkehrschluss möglich sein.

Angebracht erscheint zusätzlich aber wohl auch eine positive Feststellung des Bestehens von Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsrats. Diese positive Feststellung lässt sich aus einem funktionalen Zusammenhang der Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats und der Kommunikation über die Wahrnehmung eben dieser ableiten:

Hierbei dient der Vergleich zum staatsrechtlichen Grundsatz der Organadäquanz<sup>842</sup> als gute Grundlage für die Begründung von organschaftlichen Kompetenzen auch im Gesellschaftsrecht,<sup>843</sup> nach dem auch aktienrechtliche Entscheidungen nämlich eben von jenem Organ getroffen werden sollen, „das dafür nach seiner Zusammensetzung, Funktion und Verfahrensweise über die besten Voraussetzungen verfügt.“<sup>844</sup>

Die *Zusammensetzung* des Aufsichtsrats ermöglicht in jedem Fall die Kommunikation über Aufsichtsratsthemen. Insbesondere der Aufsichtsratsvorsitzende hat regelmäßig Erfahrung bei der Kapitalmarktkommunikation und einen guten Überblick über die Arbeit von Vorstand und Aufsichtsrat, sodass dieser für den Aufsichtsrat die Kommunikation sinnvoll übernehmen kann.<sup>845</sup>

Geht es um die Kommunikation von aufsichtsratsspezifischen Kernthemen, ist vor allem *funktional* der Zusammenhang zu den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats unvergleichbar eng. Der Aufsichtsrat hat über einige Themen exklusiv

---

<sup>841</sup> Koch, in: *Fleischer/Koch/Kropff et al.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 89; Vgl. zur Zulässigkeit von ergänzenden Regelungen wieder oben, S. 239 ff.

<sup>842</sup> Ders, S. 82; *Fleischer*, BB 2014, 2691–2700, 2699; beide mit Verweis auf: *Bundesverfassungsgericht* vom 18.12.1984, 2 BvE 13/83, BVerfGE 68, 1 = NJW 1985, 603; *Bundesverfassungsgericht* vom 22.11.2001, 2 BvE 6/99, BVerfGE 104, 151 = NJW 2002, 1559;

<sup>843</sup> Koch, in: *Fleischer/Koch/Kropff et al.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 82; vgl. zur Organadäquanz im Gesellschaftsrecht auch: *Bayer/Selentin*, NZG 2015, 7 f.; *Fleischer*, in: *Fleischer/Kals/Vogt* (Hrsg.), Konvergenzen und Divergenzen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2011, S. 81, S. 90; *Fleischer*, BB 2014, 2691–2700, 2699; *Renner*, AG 2015, 513, 516 ff.

<sup>844</sup> Dies.

<sup>845</sup> Vgl. zur Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden noch unten, S. 278 ff.

zu entscheiden und hat auch im Aktiengesetz deutlich beschriebene Pflichten. Die öffentliche Darstellung der Wahrnehmung dieser Rechte und Pflichten muss konsequenterweise auch dem Aufsichtsrat obliegen. In jedem Fall ist der Zusammenhang des Aufsichtsrats zu seinen Rechten und Pflichten und der Kommunikation über diese deutlich enger als der des Vorstandes, der eben nicht – insbesondere hinsichtlich der Personalkompetenzen und Kontrollkompetenzen – unvoreingenommen für den Aufsichtsrat sprechen kann. Zurecht bestünde die Gefahr, dass der Vorstand eigene Schwerpunkte der Darstellung setzt und so die eigentlich gewollte Aussage des Aufsichtsrats sinnentleert werden würde.<sup>846</sup> Insofern besteht also in der Tat ein natürlicher und enger Zusammenhang der Aufgabenwahrnehmung und Kommunikation über diese.

Darüber hinaus ist der Aufsichtsrat von seiner historischen Ursprungskonzeption nach ein Interessensvertretungsorgan der Aktionäre.<sup>847</sup> Entsprechend besteht ein „Mandatsverhältnis“ zwischen Aufsichtsrat und Aktionären, das die gegenseitige Information und den Interessensabgleich erfordert.<sup>848</sup> Entsprechend würde ein solcher Kontakt ebenfalls einen funktionalen Zusammenhang zur Funktion des Aufsichtsrats als Interessensvertretungsorgan darstellen.

Auch *verfahrenstechnisch* und von seiner Zusammensetzung her ist der Aufsichtsrat dazu geeignet, Aufsichtsratsthemen zu kommunizieren. Hierbei wird insbesondere dem Aufsichtsratsvorsitzenden die Funktion zugeschrieben werden müssen, sich mit dem Gesamtaufsichtsrat auf eine Kommunikationsform und wesentliche Kommunikationsinhalte zu einigen und diese dann für den Aufsichtsrat nach außen hin zu vertreten.<sup>849</sup>

Insgesamt besteht daher also ein sehr enger funktionaler Zusammenhang zwischen den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats und der Wahrnehmung eben dieser durch den Aufsichtsrat und der Kommunikation über eben diese Themen. Auch die Zusammensetzung und Verfahrensweise des Aufsichtsrats lassen eine Kommunikation durch den Aufsichtsrat zu.

Die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats kann also hinsichtlich aufsichtsratsspezifischer Themen organadäquat beim Aufsichtsrat organisatorisch angesiedelt werden. Funktional stellt sie somit eine Annex zu seinen eigenen Rechten und Pflichten dar.

Zusammenfassend lässt sich somit feststellen, dass die Kommunikation nach außen durch den Aufsichtsrat grundsätzlich möglich sein muss. Zunächst ließe

<sup>846</sup> Vgl. Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 45.

<sup>847</sup> Koch, AG 2017, 129, 133.

<sup>848</sup> Ders., mit Verweis auf: Hirt/Hopt/Matthäus, AG 2016, 725, 728; erster zeigt allerdings im Folgenden die klaren Grenzen dieser Grundkonzeption auf.

<sup>849</sup> Vgl. wieder unten, S. 278 ff.

sich dies mangels Verbot der Kommunikation als Umkehrschluss begründen. Aber auch aus den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats sowie aus seiner historischen Konzeption als Interessensvertretungsorgan der Aktionäre und dem Grundsatz der Organadäquanz insgesamt lässt sich somit auch eine generelle Kompetenz zur Kommunikation als Annexkompetenz ableiten.

Über die inhaltliche Reichweite dieser Kompetenz sagt dies jedoch noch nichts aus. Bei den §§ 76 Absatz 1, 111 Absatz 4 Satz 1 AktG handelt es sich um inhaltliche Grenzen der Kommunikation, die im jeweiligen Einzelfall die Inhalte und Detailliertheit der Kommunikation begrenzen können.<sup>850</sup>

### c. Keine regelmäßige Pflichtverletzung gegen die Verschwiegenheitspflicht bei Kommunikation durch den Aufsichtsrat

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt man auch, wenn man sich mögliche Pflichtverletzungen anschaut, die aus einer übertretenen Kommunikationskompetenz resultieren würden:<sup>851</sup> So wird im Ergebnis festzustellen sein, dass nicht grundsätzlich eine Pflichtverletzung der Verschwiegenheitspflicht vorliegt, wenn der Aufsichtsrat in der Öffentlichkeit auftritt. Hieraus kann auch in einem weiteren Umkehrschluss gefolgert werden, dass ein Auftreten in der Öffentlichkeit rechtlich zulässig sein müsste.<sup>852</sup>

Indes zeigen auch Beispiele aus neuerer und auch aus älterer Rechtsprechung, dass in der Kommunikation durch den Aufsichtsrat nicht *per se* eine Pflichtverletzung zu sehen ist, sondern es vielmehr auf den Inhalt der einzelnen Aussage ankommt.

Eine Pflichtverletzung durch ein Aufsichtsratsmitglied beurteilt sich grundsätzlich nach § 116 iVm § 93 AktG. Insbesondere, wenn Mitglieder des Aufsichtsrats unrechtmäßigerweise nach Außen auftreten, könnte eine Verletzung der Verschwiegenheitspflichten und somit der organschaftlichen Treuepflicht der Aufsichtsratsmitglieder vorliegen.<sup>853</sup> Mit dem TransPuG wurde eine Sonderregelung in § 116 Satz 2 AktG eingeführt, die die Schweigepflicht zum Zwecke der Ver-

---

<sup>850</sup> Vgl. zur inhaltlichen Reichweite und zur Bedeutung der §§ 76, 111 AktG in diesem Zusammenhang unten, S. 267 ff.

<sup>851</sup> Zu allgemeinen Grenzen des Kontaktes von Vorstand und Aufsichtsrat in Hinblick auf die Verschwiegenheitspflicht siehe auch noch unten, S. 308 ff.

<sup>852</sup> *Hirt/Hopt/Matthews*, AG 2016, 725, 736 f.

<sup>853</sup> *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116 Rn. 49; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 217; *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 116 Rn. 9; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 38; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 116 Rn. 99; jeweils m.w.N.

deutlich ausdrücklich nennt und so eine Stärkung der Vertraulichkeit der Aufsichtsratsarbeit herbeiführen sollte.<sup>854</sup> Sinn und Zweck der Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats besteht in der Wahrung der Geheimnisse der Gesellschaft und der Funktionsfähigkeit der Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat.<sup>855</sup>

Inhaltlich betrifft die Verschwiegenheitspflicht dabei vor allem Geheimnisse der Gesellschaft, also Umstände in Bezug auf die Gesellschaft, die nicht allgemein bekannt sind und nach dem Willen der Gesellschaft nicht weiterverbreitet werden sollen.<sup>856</sup> Darüber hinaus werden wohl auch vertrauliche Angaben erfasst, also solche Mitteilungen, Stellungnahmen oder Berichte, die nicht zwangsläufig Geheimnischarakter haben, die also bereits aus anderen Quellen öffentlich bekannt sind, aber an deren Nacherörterung die Gesellschaft auch ein Interesse hat.<sup>857</sup>

Nicht unumstritten ist allerdings, inwiefern der Aufsichtsrat über solche Informationen selbst verfügen, diese also offenlegen kann:

So wird vertreten, dass der Vorstand die alleinige Kompetenz der öffentlichen Darstellung innehat und somit allein über die Offenlegung entscheiden kann und dem Aufsichtsrat nur deutlich untergeordnete Kompetenzen zukommen.<sup>858</sup> Eine Veröffentlichung von Informationen wäre entsprechend eine Pflichtverletzung durch das das jeweilige Aufsichtsratsmitglied.

Dem wird allerdings entgegengehalten, dass der Aufsichtsrat sehr wohl über Informationen der Gesellschaft verfügen kann, wenn diese aus seiner Sphäre

---

<sup>854</sup> Dies. ebd.

<sup>855</sup> *Bundesgerichtshof* vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412; *Bundesgerichtshof* vom 5.11.2013, II ZB 28/12, BGHZ 198, 354 = NJW 2014, 541; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 226 ff.; *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 93 Rn. 30; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 93, Rn. 116 ff.; vgl. auch: *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 3. Aufl. 2015, § 93, Rn. 160.

<sup>856</sup> Vgl. ebd.; siehe insbesondere: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 226; so auch: *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116 Rn. 52; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 47.

<sup>857</sup> *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116 Rn. 54; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 229; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 49.

<sup>858</sup> *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 51; so auch schon in der Vorauflage: *Mertens*, in: KK, 2. Aufl. 2004, § 116 Rn. 47.

stammen.<sup>859</sup> Regelmäßig soll der Aufsichtsrat sich durch Beschluss von der Verschwiegenheitspflicht befreien.<sup>860</sup>

Diese Selbstbefreiungsmöglichkeit des Aufsichtsrats wird von der höchstrichterlichen Rechtsprechung anerkannt und wurde erst vor kurzer Zeit wieder bestätigt.<sup>861</sup> Darüber hinaus hat der Bundesgerichtshof bereits 1975 entschieden, dass es – auch durch Regelungen in der Satzung – nicht möglich sei, ein grundsätzliches Verbot des öffentlichen Auftretens des Aufsichtsrats, insbesondere in Hinblick auf „Gegenstand, Verlauf und Ergebnis“ der Aufsichtsratsverhandlungen zu begründen.<sup>862</sup> In seiner Entscheidung stützt sich der Bundesgerichtshof auch auf eine Entscheidung des Reichsarbeitsgerichts von 1930, das eine ähnliche Entscheidung traf.<sup>863</sup> Hierbei wird in beiden Entscheidungen festgestellt, dass es sogar im Interesse des Unternehmens notwendig sein kann, dem Aufsichtsrat ein öffentliches Auftreten zu ermöglichen:

„So kann es gerade im Interesse des Unternehmens notwendig werden, eine im Aufsichtsrat besprochene Angelegenheit anderweit in einem geschlossenen Kreis oder auch öffentlich zu erörtern, um Mißverständnisse auszuräumen, Gerüchten entgegenzutreten, Unruhen zu vermeiden oder sonst die Beziehungen und das Bild der Gesellschaft nach innen und außen günstig zu beeinflussen; wann dies der Fall ist, lässt sich nicht nach starren Regeln, sondern nur für den Einzelfall entscheiden (so schon das RAG in einem Beschl. v. 1. 10. 1930, ARS 10, 122).“<sup>864</sup>

---

<sup>859</sup> Bundesgerichtshof vom 26.04.2016, XI ZR 177/15 = NJW 2016, 2569; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 736 f.; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 240; *Spindler*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 3. Aufl. 2015, § 116 Rn. 102; ähnlich, aber wohl im Ergebnis etwas restriktiver: *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116 Rn. 62 f.; *Koch*, in: *Hüffer/Koch* AktG, 12. Aufl. 2016, § 116 Rn. 9 ff.

<sup>860</sup> *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 241; *Spindler*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 3. Aufl. 2015, § 116 Rn. 102.

<sup>861</sup> Bundesgerichtshof vom 19.02.2013, II ZR 56/12, BGHZ 196, 195 = AG 2013, 387; NJW 2013, 1535; ZIP 2013, 720; Bundesgerichtshof vom 23.04.2012, II ZR 163/10, BGHZ 193, 110 = NJW 2012, 2346; GmbHR 2012, 845; zuletzt auch mit zustimmenden Verweis auf die zuvor genannten Urteile: Bundesgerichtshof vom 26.04.2016, XI ZR 177/15 = NJW 2016, 2569.

<sup>862</sup> Bundesgerichtshof vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412; vgl. hierzu auch: *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116, Rn. 63; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 733; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 236; *Koch*, in: *Hüffer/Koch* AktG, 12. Aufl. 2016, § 116 Rn. 9.

<sup>863</sup> Reichsarbeitsgericht vom 1.10.1930, KUG. KV. 34/30, ARS 10, 122.

<sup>864</sup> Bundesgerichtshof vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412, 1413;

Auch im Fall des Volkswagen Aufsichtsratsvorsitzenden *Piech* ist das OLG Stuttgart nicht zu dem Ergebnis gekommen, dass in der Äußerung gegenüber Pressevertretern am Rande einer Konferenz eine Pflichtverletzung bereits aufgrund der öffentlichen Äußerung an sich anzuerkennen ist.<sup>865</sup> Vielmehr stellt das Gericht hierbei auf den Inhalt der Äußerung ab und sieht hierin ein Eingeständnis einer Pflichtverletzung.<sup>866</sup>

Insgesamt zeigt sich dadurch, dass ein öffentliches Auftreten des Aufsichtsrats durchaus möglich ist. Die Gerichte kommen nicht zu dem Ergebnis, dass eine Kommunikation nach außen gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung verstößt. Insofern wäre es aber der einfachere Weg festzustellen, dass bereits generell die öffentliche Äußerung eine Pflichtverletzung darstellen würde. Selbst wenn man hieraus keine Rückschlüsse bezüglich der Frage der Kommunikationskompetenzen ziehen will, scheint der BGH doch bereitwillig dem Aufsichtsrat eine Selbstbefreiungskompetenz zuzugestehen und ihm somit die Möglichkeit des öffentlichen Auftretens zu ermöglichen. Auch zeigt die Rechtsprechung des BGH, dass dem Aufsichtsrat durchaus eine öffentliche Funktion bei der Wahrung des Unternehmensinteresses zu kommt. Dabei wird allerdings immer im Einzelfall zu entscheiden sein, ob Informationen offengelegt werden können. Eine solche Einzelfallentscheidung muss sich entsprechend immer an der aktienrechtlichen Kompetenzordnung orientieren.

Grundsätzlich ist insofern also festzuhalten, dass der Aufsichtsrat über Informationen aus seiner Verantwortlichkeitssphäre verfügen kann, ohne dass ihm automatisch eine Pflichtverletzung vorgeworfen kann. Daher wird auch der Kontakt zwischen institutionellen Investoren und Aufsichtsrat nicht *per se* eine Pflichtverletzung darstellen, sodass dieser Kontakt im Umkehrschluss grundsätzlich möglich sein kann.

#### d. Änderung der Ziffer 5.2 DCGK vom 7. Februar 2017

Auch die geplanten Änderungen des DCGK zeigten zunächst, dass die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex dem Aufsichtsrat weitreichende Kontaktrechte zugestehen wollte: Kontakte von institutionellen Investoren zum Aufsichtsrat(-vorsitzenden) seien bereits international üblich und

---

<sup>865</sup> OLG Stuttgart vom 29.02.2012, 20 U 3/11, ZIP 2012, 625 = BB 2012, 650; NZG 2012, 425; wohl mit gleicher Schlussfolgerungen: Bachmann, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, 2017, S. 135, S. 159.

<sup>866</sup> Vgl. dies. ebd.

auch bei deutschen Unternehmen gelebte Praxis.<sup>867</sup> Der Kontakt des Aufsichtsrats sollte entsprechend nicht nur möglich sein, sondern durch die Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK-E weiter gefördert werden. Diese Änderungen haben es allerdings nur in verkürzter Form in die finale Version des Kodex vom 7. Februar 2017 geschafft. Dies ist vor allem auch auf deutliche Kritik aus Wissenschaft und Praxis zurückzuführen. Allerdings zeigen die Vorschriften, dass Kontaktmöglichkeiten auch aus Sicht der Kodexkommission grundsätzlich bestehen und der Aufsichtsrat entsprechend auch mit institutionellen Investoren kommunizieren kann.

Darüber hinaus fand sich noch vermehrt generelle Kritik an der Verortung von „Stewardship“ Aspekten im DCGK und insbesondere auch an der vorgeschlagenen Ziffer 2.1.3 DCGK-E, die sich mit der Verantwortung von institutionellen Investoren befasste.

Die im Kontext des Kontaktes zum Aufsichtsrat relevante Änderung des Kodex steht nun in Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK:

„Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratsspezifische Themen Gespräche zu führen.“<sup>868</sup>

Die Änderungsvorschläge aus dem Jahr 2016 zu Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK-E waren zunächst hingegen noch etwas ausführlicher:

„Der Aufsichtsratsvorsitzende soll in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratsspezifische Themen Gespräche zu führen. Das sind Gegenstände, für die der Aufsichtsrat allein verantwortlich ist und die von ihm allein zu entscheiden sind. Bei Fragen, die nur gemeinsam von Vorstand und Aufsichtsrat zu entscheiden sind, sollen Gespräche entweder allein vom Vorstand oder vom Aufsichtsratsvorsitzenden zusammen mit dem Vorstand geführt werden.“<sup>869</sup>

---

<sup>867</sup> Gentz, WPg 2016, 1329, 1329; kritisch zu dieser Begründung der Kodexänderungen: Vetter, AG 2016, 873, 873.

<sup>868</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Deutscher Corporate Governance Kodex, 2017 Ziffer 5.2 Absatz 2.

<sup>869</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Änderungsvorschläge zum DCGK, 2016 Ziffer 5.2 Absatz 2.

Wie die Regierungskommission anmerkte, handelte es sich bei Ziffer 5.2 DCKG-E um den meist diskutiertesten Vorschlag der Konsultation.<sup>870</sup> Die vorgeschlagene Änderungsfassung wurde im Rahmen des Konsultationsprozesses gegen Ende des Jahres 2016 sowohl von der Praxis als auch der Wissenschaft aus verschiedenen Gründen in rund 80 Stellungnahmen kritisiert.<sup>871</sup>

Ein wesentlicher Kritikpunkt war zunächst immer wieder ein möglicher Widerspruch zur Organisationsverfassung und der aktienrechtlichen Kompetenzordnung. Entsprechend wurde auch in diesem Zusammenhang immer wieder angemerkt, dass die Kommission eben nicht dazu befugt ist, durch Kodexänderungen rechtlich strittige Fragen zu klären. Diese Kritik wurde insbesondere von vielen Stimmen aus der Wissenschaft,<sup>872</sup> aus der anwaltlichen Praxis<sup>873</sup> und von Gewerkschaften<sup>874</sup> aufgegriffen. Auch einige wirtschaftliche und juristische Vereinigungen<sup>875</sup> und teilweise einige Emittenten von Wertpapieren und Unternehmen<sup>876</sup> sahen die Änderungen kritisch.

Die vorgeschlagenen Regelungen in Ziffer 5.2 DCGK-E vollständig willkommen geheißen haben (bis auf eine Ausnahme) zunächst vor allem institutionelle Investoren und Beratungsunternehmen.<sup>877</sup> Verständlicherweise ebenfalls sehr zustimmend fallen die Stellungnahmen von den Schaffern anderer Kodizes, die Stewardship Aspekte beinhalten, aus.<sup>878</sup> Auch aus der Wissenschaft und von einzelnen Kommentatoren gab es durchaus Zustimmung oder zumindest differenzie-

---

<sup>870</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Kodexanpassungen 2017 - Medienpräsentation, 2017, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/kodexaenderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017) S. 6.

<sup>871</sup> Nachfolgend zitierte Stellungnahmen sind vollständig auf der Seite der Regierungskommission DCGK abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html> (Stand: 15.02.2017);

<sup>872</sup> Sehr kritisch insofern die Stellungnahmen von *Lutter, Mutter, Rieger* und *Schüppen*.

<sup>873</sup> Kritisch insofern die Stellungnahmen von *CMS Hasche Sigle* und *Linklaters*.

<sup>874</sup> Ebenfalls kritisch die Stellungnahmen des *DGB* und der *Ver.di*.

<sup>875</sup> Kritisch auch der *Deutsche Anwalts Verein* und die Stellungnahme der *DIHK*.

<sup>876</sup> Kritisch insofern die Aussagen von *Axel Springer* und *KWS Saat*.

<sup>877</sup> Zustimmende institutionelle Investoren und Berater: *Aberdeen AM, Allianz GI, BlackRock, Deutsche Asset Management Investment; GES, Glass Lewis, Hermes*; sehr kritisch allerdings der Aufsichtsratsvorsitzende von *Munich RE*, der insbesondere eine Entwertung der Hauptversammlung fürchtet.

<sup>878</sup> Zustimmend daher: *Eumedion* und *ICGN*.

rende Aussagen, nach denen eine Kontaktmöglichkeit nicht grundsätzlich ausgeschlossen wird.<sup>879</sup> Ebenso haben sich auch viele Interessensverbände und Organisationen für die grundsätzliche Kontaktmöglichkeit zwischen Aufsichtsrat und institutionellen Investoren ausgesprochen.<sup>880</sup> Weiterhin waren eine Vielzahl von Wertpapieremittenten ebenfalls nicht grundsätzlich gegen eine Regelung in Ziffer 5.2 Absatz 2.<sup>881</sup>

Die finale Fassung von Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK spricht jetzt nur noch von „sollte“ und stellt somit nur noch eine Anregung und eben keine Empfehlung mehr dar, sodass ein durchgängiger Kritikpunkt, der auch von vielen Befürwortern der Regelung in Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK-E angemerkt wurde, von der Kommission aufgegriffen wurde. Insofern hält die Kommission also an der grundsätzlichen Feststellung fest, dass ein Kontakt möglich sei und der Kodex entsprechend eine *Best Practice* Aussage treffen kann, wenn der Sachverhalt gesetzlich nicht geregelt ist.<sup>882</sup>

Bei der Kommunikation zwischen Aufsichtsratsvorsitzendem und institutionellen Investoren sollte es auch inhaltlich weiterhin nur um aufsichtsratsspezifische Themen gehen.<sup>883</sup> Gestrichen wurden insofern die Sätze 2 und 3 der Ziffer 5.2 DCGK-E, die im Entwurf noch zur Auflösung von Kompetenzkonflikten enthalten waren. Die Streichung ist auch nur konsequent, da Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK jetzt den Kerngedanken einer bestehenden Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats(-vorsitzenden) widerspiegelt und mit der inhaltlichen Beschränkung auf aufsichtsratsspezifische Themen die Lösung der Streitfrage nach entstehenden Kompetenzkonflikten dem Aktienrecht überlassen werden soll.

Ähnlich wie zuvor bereits, insbesondere hinsichtlich der Annexkompetenz und Organadäquanz, argumentiert wurde, kommt die Kommission damit also

---

<sup>879</sup> Zustimmende Stellungnahmen von Böcking / Althoff / Hanke, Holtermüller, Perlet, Strenger, differenzierend insofern, Grunewald und Koch.

<sup>880</sup> Zustimmend vor allem die Stellungnahmen von: Arbeitskreis deutscher Aufsichtsrat, Bundesrechtsanwaltskammer, BVI, DDIRK, VSUD; differenzierend insofern: BDI, DAI, DSW, VARD; VGR.

<sup>881</sup> Zustimmend die Stellungnahmen von: Deutsche Börse, Commerzbank und KION; differenzierend wohl: Allianz, Deutsche Bank und Sartorius.

<sup>882</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Kodexanpassungen 2017 - Medienpräsentation, 2017, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/kodexanderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017) S. 6.

<sup>883</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Beschlüsse für Kodexänderungen 2017 veröffentlicht, 2017, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/kodexanderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html> (zuletzt geprüft: 16.02.2017) vgl. auch: Gentz, WPg 2016, 1329, 1329.

auch zu dem Ergebnis, dass die Frage nach dem generellen „Ob“ der Kommunikation zwischen Aufsichtsratsvorsitzendem und Investoren durchaus positiv zu beantworten ist. Das „Wie“ und was genau „aufsichtsratsspezifische Themen“ sind, überlässt die Kommission damit also dem Aktienrecht und seiner Auslegung. Indes macht die Kommission in ihrer begleitenden Pressemitteilung aber durchaus deutlich, dass sie von ihren im Entwurf geäußerten Vorstellungen, dass solche Themen jedenfalls Themen sind, „für die der Aufsichtsrat allein verantwortlich ist und die von ihm allein zu entscheiden sind“, auch weiterhin nicht wesentlich abweichen will.<sup>884</sup>

Da es sich beim DCGK eben nicht um Vorschriften mit Gesetzesrang handelt und Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK eben auch nur eine nicht nach § 161 AktG veröffentlichtungspflichtige Anregung darstellt, wird es wohl im Ergebnis schwer sein, dieser Vorschrift mehr als eine Indizwirkung hinsichtlich der rechtlichen Machbarkeit von Dialogen zwischen Investoren und Aufsichtsrat zuzugestehen. Jedenfalls unterstreichen die Kodexänderungen insofern aber die bereits zuvor herausgearbeiteten Ergebnisse.

#### e. Kontaktmöglichkeiten zum Kontrollorgan im Rahmen von Stewardship in den Niederlanden

Durch die Änderungen schließt sich die Regierungskommission der Handhabung von Stewardship in anderen Kodizes an und versucht so offensichtlich das zurecht kritisierte Regelungsgefälle zwischen dem DCGK und anderen Corporate Governance Kodizes hinsichtlich des Kontaktes zum Kontrollorgan zu schließen.<sup>885</sup>

Denn der Vergleich zur Handhabung von Stewardship Aspekten in anderen Rechtsordnungen, die ebenfalls eine dualistische Unternehmensführung kennen (hierbei vor allem die beiden Kodizes aus den Niederlanden), zeigt, dass der Kontakt des Kontrollorgans zu institutionellen Investoren auch hier grundsätzlich ermöglicht wird.<sup>886</sup> Entsprechend begrüßen die Macher des Eumedion Kodex aus den Niederlanden in ihrer Stellungnahme zu den Änderungen des DCGK, dass

---

<sup>884</sup> Vgl. wieder Dies.

<sup>885</sup> Becker/Werder, AG 2016, 761, 774.

<sup>886</sup> Roth, ZGR 2012, 343, 368; vgl. auch: Koch, AG 2017, 129, 133, der im Ergebnis allerdings einem solchen Vergleich kritisch gegenübersteht, da unterschiedliche *Board*-Strukturen nicht als Vergleichsobjekt taugen würde. Der im folgende dargestellte Vergleich zur Handhabung in den Niederlanden taugt, allerdings eindeutig doch. Insbesondere finden sich hier Vorschriften, die sich explizit auf ein Überwachungsorgan beziehen, sodass die Vergleichbarkeit zur deutschen dualistischen Unternehmensverfassung gegeben ist.

auch in Deutschland der Kontakt zwischen institutionellen Investoren und Aufsichtsrat ermöglicht werden sollte und deutliche Vorteile mit sich bringen würde.<sup>887</sup>

Der Eumedion Kodex in den Niederlanden nennt beispielsweise in den Erklärungen zu Prinzip 3 die Möglichkeit für institutionelle Investoren, mit dem Aufsichtsrat („*supervisory board*“) in schriftlichen Kontakt zu treten oder sogar mit diesen direkten Treffen oder Konferenzen abzuhalten.<sup>888</sup>

Auch der niederländische Corporate Governance Kodex in der ab 2018 gültigen Fassung spricht dem Aufsichtsrat in Ziffer 4.1.1 eine Kontrollaufgabe hinsichtlich des Investorenkontaktees durch den Vorstand („*management board*“) zu.<sup>889</sup> Dieser Aufgabe wird der Aufsichtsrat regelmäßig nur durch eigenen Kontakt zu institutionellen Investoren gerecht werden können. Auch unterscheidet der Kodex in den Ziffern 4.2.2 bis 4.2.4 zwischen allgemeinen Treffen zwischen dem Unternehmen und Aktionären und nach Ziffer 4.2.5 besonderen Treffen nur zwischen Vorstand und Presse und Analysten. Treffen zwischen dem Unternehmen und Aktionären nach Ziffer 4.2.2 bis 4.2.4 meint demnach also Treffen mit dem Vorstand und beziehungsweise oder dem Aufsichtsrat.

#### f. Zusammenfassung

Zusammenfassend bleibt also hinsichtlich der generellen Kontaktmöglichkeiten des Aufsichtsrats zu institutionellen Investoren festzuhalten, dass ein solcher Kontakt grundsätzlich möglich ist. Das Aktienrecht lässt auch seinem aktuellen Rechtsstand den Kontakt zu, auch wenn man hierzu tatsächlich einige argumentative Hürden überspringen muss.<sup>890</sup>

Die §§ 171, 176 AktG (und auch § 161 und § 27 WpÜG) zeigen, dass dem Aufsichtsrat und insbesondere dessen Vorsitzenden bereits gesetzliche Funktionen der Kommunikation mit Aktionären und der Öffentlichkeit zukommen. Aus diesen Vorschriften lassen sich zwar nicht unmittelbar Kompetenzen ableiten, wie gezeigt stellen diese aber einen Hinweis auf die Funktion dar.

---

<sup>887</sup> *Eumedion*, Eumedion's response to the proposed amendments of the German Corporate Governance Code, 2016 S. 1 f.

<sup>888</sup> *Eumedion*, Best Practices for Engaged Share-Ownership 30.06.2011 Best Practice 3; vgl. auch oben, S. 123 ff.; vgl. hierzu auch wieder: Roth, ZGR 2012, 343, 368 .

<sup>889</sup> vgl oben, S. 119 ff.

<sup>890</sup> vgl. Koch, AG 2017, 129, 131; insofern zeigt das hier vertretene Ergebnis also tatsächlich eine „methodische Beweglichkeit“ auf.

Die aktienrechtliche Kompetenzordnung der §§ 76, 111 AktG ermöglicht die Kommunikation durch den Aufsichtsrat allerdings. Grundsätzlich soll der Aufsichtsrat von der Oberleitung der Gesellschaft ausgeschlossen werden, da dies die Funktion des Vorstandes ist. Bei solchen Inhalten, die aber nicht Leitungsthemen sind – hierbei wohl vor allem bei „aufsichtsratsspezifischen“ Themen – wird dem Aufsichtsrat aber nicht mit Verweis auf das Geschäftsführungsverbot nach § 111 Absatz 4 AktG die Kommunikation versagt werden können, da der Aufsichtsrat insofern gar nicht in die Leitungsfunktion des Vorstandes eingreift. Aus § 111 Absatz 4 AktG wird sich vielmehr eine inhaltliche Begrenzung und Bewertungsgrundlage der Themen und des Detailgrades des Kontaktes ergeben.

Insofern kann man die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats zum einen als Umkehrschluss aus dem mangelnden Verbot ableiten.

Positiv feststellen und ableiten lässt sich die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats aber schließlich aus den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats und seiner Funktion insgesamt. Insofern besteht eine Annexkompetenz des Aufsichtsrats besonders hinsichtlich der Themen, für die dieser exklusiv zuständig ist. Die Kommunikationskompetenz ist schon aufgrund des engen funktionalen Zusammenhangs zu den aufsichtsratsspezifischen Themen organadäquat beim Aufsichtsrat zu verorten. Es wäre wohl auch widersprüchlich, dem Vorstand die Kommunikation über Themen aufzutragen, die ihn zwar berühren können, die aber nicht von ihm entschieden worden sind oder entschieden werden können.

Dass der Kontakt durch den Aufsichtsrat möglich sein muss und es insbesondere auf den jeweiligen Einzelfall ankommt, ergibt sich auch bei der Analyse des § 116 AktG und der dazu veröffentlichten Rechtsprechung: Bei der Bewertung der Pflichtwidrigkeit wird regelmäßig der Inhalt der Kommunikation durch den Aufsichtsrat bewertet; das öffentliche Auftreten an sich wird indes nicht kritisiert. Vielmehr scheint auch die höchstrichterliche Rechtsprechung des BGH sowie bereits des RAG davon auszugehen, dass eine selbstständige Kommunikation durch den Aufsichtsrat im Einzelfall durchaus im Interesse des Unternehmens liegen kann.

Auch die Änderungen des DCGK gehen in die Richtung, dem Aufsichtsratsvorsitzenden Kontaktmöglichkeiten zu institutionellen Investoren einzuräumen. Insofern unterstreicht der Kodex in der neuen Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK die Möglichkeit eines Kontaktes innerhalb des aktienrechtlich zulässigen Rahmens.

Diese Änderungen der deutschen Kodexkommission beruhen auf einer ähnlichen Handhabung in der internationalen Praxis. Insbesondere im niederländischen Corporate Governance Kodex und im Eumedion Kodex finden sich Kontaktmöglichkeiten zum Aufsichtsrat wieder.

Insgesamt ist also die grundsätzliche Möglichkeit des Kontaktes zwischen institutionellen Investoren und dem Aufsichtsrat gegeben.

## **2. Inhaltliche Reichweite der Kommunikation mit institutionellen Investoren in Hinblick auf das Geschäftsführungsverbot nach § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG**

Besteht also vom Grundsatz her eine Kontaktmöglichkeit zwischen institutionellen Investoren und dem Aufsichtsrat, stellt sich die weiterführende Frage, welche inhaltliche Reichweite ein solcher Kontakt haben kann.

Hierbei dient insbesondere § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG als wesentlicher Beurteilungsmaßstab. Wie bereits angedeutet, kann aus dieser Vorschrift kein generelles Kommunikationsverbot des Aufsichtsrats geschlossen werden.<sup>891</sup> § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG hat somit eben nur die Funktion, die organisationsrechtlichen Grenzen der Kommunikationsmöglichkeiten des Aufsichtsrats festzulegen.

Diese Grenzen sind dort erreicht, wo sich der Aufsichtsrat „Geschäftsführung“ im Sinne von § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG anmaßt. Der Begriff „Geschäftsführung“ ist jedoch kein feststehender Rechtsbegriff. Im Aktienrecht wird diesem Begriff unterschiedlicher Bedeutungsinhalt beigegeben. Je nach dem, wie dieser Begriff definiert wird ist, dann auch der Handlungsspielraum des Aufsichtsrats und der institutionellen Investoren zu bewerten.

Im Folgenden soll daher zunächst erklärt werden, was unter „Geschäftsführung“ im Aktiengesetz verstanden wird und was das Geschäftsführungsverbot nach § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG umfasst (a). Anschließend werden die Auswirkungen auf die Möglichkeiten des Kontaktes von institutionellen Investoren zum Aufsichtsrat untersucht (b).

### **a. „Geschäftsführung“ und das Geschäftsführungsverbot nach § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG**

Grundsätzlich obliegt dem Vorstand die „Leitung“ der Gesellschaft nach § 76 I AktG. § 77 AktG regelt darüber hinaus die Geschäftsführung durch den Vorstand. Der Aufsichtsrat ist nach § 111 Absatz 4 AktG von der Geschäftsführung ausgeschlossen.

Die Verwendung der Begriffe „Leitung“ in § 76 Absatz 1 und „Geschäftsführung“ in § 77 AktG und in § 111 Absatz 1 und Absatz 4 AktG wirft bereits von Anfang an die Frage auf, welche Rolle für den Aufsichtsrat vorgesehen ist und was das Geschäftsführungsverbot eigentlich umfasst. § 120 Absatz 2 AktG

---

<sup>891</sup> siehe hierzu, S. 252 ff.

spricht zusätzlich auch noch von einer Verwaltung durch die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat.

Aufgrund der Vielzahl an Beschreibungen der Aufgaben von Vorstand und Aufsichtsrat anhand der gerade dargestellten Begriffe ist auf den ersten Blick unklar auf was sich die Kontrollaufgabe des Aufsichtsrats bezieht und entsprechend auch von welcher Art von verbotener Geschäftsführung in § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG ausgegangen wird.

Zunächst wird festzustellen sein, dass der Begriff „Geschäftsführung“ in § 111 Absatz 1 AktG inhaltlich nicht mit dem Begriff „Geschäftsführung“ in § 77 AktG gleichzusetzen ist.<sup>892</sup>

Im Unterschied zu § 77 AktG ist mit „Geschäftsführung“ in § 111 Absatz 1 AktG wohl nicht jede Art der Geschäftsführung für die Gesellschaft gemeint, sondern vielmehr nur die bedeutsamen Geschäftsführungsmaßnahmen, die Bedeutung für die Zukunft der Gesellschaft haben.<sup>893</sup> Zu überwachende „Geschäftsführung“ im Sinne von § 111 Absatz 1 AktG meint also vielmehr die Leitung der Gesellschaft nach § 76 Absatz 1 AktG.<sup>894</sup> Leitung stellt dabei nach herrschender Ansicht einen herausgehobenen Teil der Geschäftsführung im weiteren Sinne dar.<sup>895</sup>

Damit bleibt die Frage wie „Geschäftsführung“ im Sinne von § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG zu verstehen ist.

Zwar wird vertreten, dass Geschäftsführung im Sinne von Absatz 4 – anders als Geschäftsführung im Sinne von Absatz 1 – weiter gefasst ist und wie § 77 jede Art der Geschäftsführung umfasst, sodass dem Aufsichtsrat jede Art der Geschäftsführung außer der im Gesetz genannten und der Ausführung von Hilfsgeschäften verboten ist.<sup>896</sup>

---

<sup>892</sup> Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 111, Rn. 2; Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 111, Rn. 7.

<sup>893</sup> Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 19 f.; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 111, Rn. 2; Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 76, Rn. 32; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 26 und Rn. 160; historisch ist dies vor allem auf den Wegfall der Pflicht zur Überwachung „in allen Zweigen der Verwaltung“ zurückzuführen.

<sup>894</sup> Dies.

<sup>895</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 76, Rn. 14; Fleischer, ZIP 2003, 1, 3; Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 76, Rn. 28; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 76, Rn. 8; Mertens/Cahn, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 4; vgl. auch: Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 161.

<sup>896</sup> Kort, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 76, Rn. 32; wohl ähnlich: Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 99, der als Ausnahmen von § 111 Absatz 4 Satz 1 nur die im Gesetz genannten Ausnahmen aufführt (insbesondere: § 111 Absatz 4 Satz 2 und § 84) und

Überzeugender erscheint jedoch, dass dem Aufsichtsrat nicht jede Art der Geschäftsführung verwehrt bleibt:<sup>897</sup> Dafür spricht zunächst der Sinn und Zweck des § 111 Absatz 4 Satz 1. Als Ausfluss des Trennungsprinzips soll hierdurch garantiert werden, dass der Vorstand die Oberleitung der Gesellschaft innehat und nicht zum Erfüllungsbeamten des Aufsichtsrats wird.<sup>898</sup> So soll die Ausübung unternehmerischen Ermessens grundsätzlich immer in der Hand des Vorstands liegen und der Aufsichtsrat nicht in die Lage versetzt werden, eine andere Unternehmenspolitik gegen den Willen des Vorstands durchzusetzen.<sup>899</sup>

Auch geschichtlich wird dieses Ergebnis indiziert: Wie sich aus den Begründungen zum Aktiengesetz von 1937 ergibt, sollte durch die Einführung des Geschäftsführungsverbots verhindert werden, dass der Aufsichtsrat zum Vorgesetzten des Vorstands gemachten werden kann.<sup>900</sup>

Auch nach dem oben zur Satzungsstrenge und Organisationverfassung Geschriebenen ist nicht ersichtlich, warum § 111 Absatz 4 Satz 1 fast jede Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat untersagen würde. So ist die Grenze der Kompetenzen des Aufsichtsrats jedenfalls dort zu ziehen wo die abschließenden Kompetenzen des Vorstandes beginnen.<sup>901</sup> Indes läuft eine „klare Trennungslinie zwischen den Befugnissen“ gerade nicht strikt zwischen der Geschäftsführung und Kontrolle.<sup>902</sup>

Daher muss bei einer Maßnahme des Aufsichtsrats immer danach geschaut werden, ob diese noch in einem Bezug zu seiner Funktionsausübung steht.<sup>903</sup>

Funktionsausübung meint dabei die Kontrollfunktion nach § 111 Absatz 1.<sup>904</sup> Diese Kontrollfunktion wird heute allgemein als eine „begleitende[...] Teilhabe an der Leitungsaufgabe des Vorstand[es] gesehen“.<sup>905</sup> Weitere Bezeichnungen

---

zusätzlich nur Voraussetzungen der Amtsführung wie das Anmieten für Besprechungsräume und Einstellen von Hilfspersonen nennt; so auch: *Spindler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 111, Rn. 61.

<sup>897</sup> *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 567; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 77.

<sup>898</sup> Dies. ebd.; vgl. auch: *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 76 Rn. 4, m.w.N.

<sup>899</sup> *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 31; *Semler*, in: Habersack/Hommelhoff/Hüffer et al. (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 627, S. 629 f.

<sup>900</sup> *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 566; mit Verweis auf: *Klausing*, Amtl. Begründung zum Viertel Teil des Aktiengesetzes, 1937, Vorbemerkungen, S. 57.

<sup>901</sup> *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 77; Vgl. auch oben, S. 239 ff.

<sup>902</sup> Zitat bei: *Klausing*, Amtl. Begründung zum Viertel Teil des Aktiengesetzes, 1937, Vorbemerkungen, S. 57; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 567; mit gleichem Zitat.

<sup>903</sup> *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 77.

<sup>904</sup> Dies.

<sup>905</sup> Zitat dies. ebd.; so auch: *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 111, Rn. 13.

stellen die gewandelte Funktion des Aufsichtsrats sogar als unternehmerische Mitbeteiligung und Mitverantwortung oder den Aufsichtsrat als mit-unternehmerisches Organ oder Mit-Leitungsorgan oder schließlich sogar auch als Führungsorgan dar.<sup>906</sup>

Ob man so weit gehen möchte und den Aufsichtsrat tatsächlich als Führungsorgan der Gesellschaft bezeichnen möchte, soll an dieser Stelle dahinstehen. Jedenfalls wird man die Funktionsausübung der Kontrolle als eine in die Zukunft gerichtete Kontrolle beschreiben müssen.<sup>907</sup> Dabei kommt dem Aufsichtsrat aber nicht nur eine fortlaufende Kontrolle, sondern vor allem auch eine fortlaufende Beratungsfunktion zu, wie sie auch Ziffer 5.1.1 DCGK vorsieht.<sup>908</sup>

In Anbetracht dessen wird hinsichtlich der hier untersuchten Kompetenzabgrenzung festzuhalten sein, dass die Funktionsausübung der Kontrolle nach § 111 Absatz 1 auch Maßnahmen umfassen muss, die mit der beratenden Funktion des Aufsichtsrats in Zusammenhang stehen.<sup>909</sup>

Das Geschäftsführungsverbot im Sinne von § 111 Absatz 4 AktG zielt also generell auf solche Maßnahmen ab, die nicht mehr mit der Kontroll- und Beratungsfunktion nach Absatz 1 in Zusammenhang stehen und einen Eingriff in die Leitungskompetenzen des Vorstandes darstellen.

### **b. Grenzen des Kontaktes zu institutionellen Investoren im Lichte von § 111 Absatz 4 AktG**

Entsprechend der gerade festgestellten Grundsätze muss sich der Kontakt des Aufsichtsrats zu institutionellen Investoren auch immer daran messen, ob er der Funktion des Aufsichtsrats als Kontrollorgan dient und ob der Kontakt einen Eingriff in die Leitungskompetenzen des Vorstandes darstellt. Im Ergebnis wird ein Kontakt zwischen institutionellen Investoren und dem Aufsichtsrat dann wohl auch im Rahmen dieser Grenzen möglich sein.

Gespräche mit institutionellen Investoren können dem Aufsichtsrat die Möglichkeit geben, sich über die Erwartungen der Anteilseigner an die Leitung der

---

<sup>906</sup> Aufzählung bei: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 82; m.w.N.

<sup>907</sup> *Bundesgerichtshof* vom 25.03.1991, II ZR 188/89, BGHZ 114, 127 = NJW 1991, 1830; *Bundesgerichtshof* vom 21.04.1997, II ZR 175/95, BGHZ 135, 244 = NJW 1997, 1926; *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 12 und Rn. 96 ff.; *Koch*, in: *Hüffer/Koch* AktG, 12. Aufl. 2016, § 111, Rn. 13; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 14; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 61 ff.

<sup>908</sup> Vgl. ebd.

<sup>909</sup> Vgl. wieder: *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 77.

Gesellschaft zu informieren.<sup>910</sup> Hierdurch kann sich der Aufsichtsrat die informationelle Grundlage für die Überwachung und insbesondere auch die fortlaufende Beratung des Vorstandes schaffen. Insofern besteht ein starker Funktionszusammenhang zur Überwachungs- und Beratungsfunktion. Umgekehrt kann der Aufsichtsrat den Aktionären erklären, wie er seine Funktion wahrnimmt und – besonders für ausländische Investoren relevant – die Teilhabemöglichkeiten des Aufsichtsrats im dualistischen Unternehmensführungssystem verdeutlichen.<sup>911</sup> Dadurch kann der Aufsichtsrat Missverständnisse ausräumen, Gerüchten sowie Unruhen entgegentreten oder sonstige Beziehungen und das Bild der Gesellschaft nach innen und nach außen günstig beeinflussen.<sup>912</sup>

Die Grenzen dieses Funktionszusammenhangs sind aber in jedem Fall dann erreicht, wenn das Geschäftsführungsinitiativrecht des Vorstandes verletzt wird.<sup>913</sup> Der Aufsichtsrat sollte den Dialog mit institutionellen Investoren vor allem nicht zur Durchsetzung der eigenen Unternehmenspolitik instrumentalisieren.

Dies folgt auch aus dem Initiativrecht des Vorstandes und daraus, dass der Vorstand eben nicht zum Erfüllungsgehilfen des Aufsichtsrats degradiert werden soll.<sup>914</sup> Die Oberleitung der Gesellschaft muss beim Vorstand verbleiben.<sup>915</sup> Entsprechend darf der Dialog auch nicht dazu führen, dass der Aufsichtsrat durch die (institutionellen) Aktionäre mittelbaren Druck gegen den Vorstand aufbaut, sodass dieser in Folge öffentlichen Drucks faktisch gezwungen ist, eine bestimmte Maßnahme zu ergreifen oder zu unterlassen.<sup>916</sup> Über die generelle Möglichkeit auch öffentlich einen anderen Standpunkt als der Vorstand zu vertreten, sagt dies jedoch nichts aus.

---

<sup>910</sup> Roth, ZGR 2012, 343, 369.

<sup>911</sup> Hirt/Hopt/Matthaus, AG 2016, 725, 729.

<sup>912</sup> Vgl. zu dieser Funktion der Außenkommunikation durch den Aufsichtsrat bereits die *obiter dicta*: *Bundesgerichtshof* vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412; *Reichsgericht* vom 1.10.1930, KUG. KV. 34/30, ARS 10, 122.

<sup>913</sup> Vgl. hierzu: *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111, Rn. 97; *Koch*, in: *Fleischer/Koch/Krapff et al.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 82; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 31 und 77; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 84 ff.

<sup>914</sup> Vgl. oben, S. 269 und direkt: *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 111, Rn. 31; *Semler*, in: *Habersack/Hommelhoff/Hüffler et al.* (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 627, S. 629 f.

<sup>915</sup> Vgl. dies., vgl. auch: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111, Rn. 151.

<sup>916</sup> Vgl. auch: *Graßl/Nikoleyzik*, AG 2017, 49, 60, die insofern die Angst äußern, dass Stewardship dazu führen wird, dass (aktivistische) Aktionäre vermehrt Druck auf die Unternehmen ausüben werden.

Grundsätzlich wird sich die Beurteilung der rechtlichen Zulässigkeit also immer am Einzelfall und an einzelnen Inhalten orientieren müssen.

Damit der Aufsichtsrat sich nicht kontinuierlich rechtlicher Unsicherheit ausgesetzt sehen muss, empfiehlt es sich zunächst, dass Aufsichtsrat und Vorstand gemeinsam eine Kommunikationsordnung („*one – voice policy*“) aufstellen.<sup>917</sup> Auch ließe sich dadurch Bedenken, der Aufsichtsrat sei bereits nicht fachlich qualifiziert genug in der Öffentlichkeit aufzutreten, entgegentreten.<sup>918</sup> Auch wäre eine solche Kommunikationsordnung, die dem Aufsichtsrat Möglichkeiten zur Kommunikation in der Öffentlichkeit und mit institutionellen Investoren gibt, ein starkes Zeichen für eine offene Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, die deren Vertrauen in die Wirksamkeit der „*Checks and Balances*“ der Gesellschaft stärken würde.<sup>919</sup>

Unabhängig davon, ob eine solche Kommunikationsordnung vereinbart wurde oder eben nicht, wird der Aufsichtsrat aber jedenfalls über Themen mit ausschließlichem Aufsichtsratsbezug beziehungsweise „aufsichtsratsspezifischen Kernthemen“ sprechen können.<sup>920</sup>

Wie bereits angedeutet wurde, umfasst dies Themen, die ausschließlich den Kompetenzbereich des Aufsichtsrats berühren und bereits von Anfang an nicht in den Kompetenzbereich des Vorstandes fallen können.<sup>921</sup> Dies beinhaltet vor

<sup>917</sup> Vgl. *Cromme/Claasen*, in: *Hommelhoff/Hopt/Werder* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, S. 614 und S. 622; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365; *Graßl/Nikoleyeczik*, AG 2017, 49, 60; *Grunewald*, NZG 2016, 2009, 2010; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729; *Initiative "Developing Shareholder Communication"*, Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, 2016 Leitsatz 8; *Koch*, AG 2017, 129, 132; *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 64; *Vetter*, AG 2014, 387, 392.

<sup>918</sup> Insofern kritisch in Hinblick auf die fachliche Qualifikation des Aufsichtsrats: *Vetter*, AG 2014, 387, 392; allerdings wird man dieser Kritik bereits entgegenhalten können, dass Aufsichtsräte und insbesondere Aufsichtsratsvorsitzende (nach einer *cooling of Periode*) vom Vorstand in den Aufsichtsrat wechseln, sodass sie bereits mit der Öffentlichkeitsarbeit vertraut sind. So argumentierend auch: *AdAR*, Stellungnahme zu den vorgeschlagenen Kodexänderungen vom 02.11.2016, 2016 S. 5; auch sollte eigentlich jedes Mitglied gewisse Kompetenzen bereits zum Antritt seines Mandats mitbringen um überhaupt sinnvoll an der Aufsichtsratsarbeit teilnehmen zu können, vgl. insofern: *Weber-Rey*, NZG 2013, 766, 768.

<sup>919</sup> *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 728.

<sup>920</sup> Dies., dies.; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364; *Grunewald*, NZG 2016, 2009, 2010 f.; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 119; *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 45; *Roth*, ZGR 2012, 343, 369; wohl auch nicht grundsätzlich ablehnend: *Koch*, in: *Hüffer/Koch AktG*, 12. Aufl. 2016, § 111 Rn. 34; *Koch*, in: *Fleischer/Koch/Kröppel et al.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 88; *Kremer*, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 5.2 Rn. 1268; grundsätzlich wohl eher ablehnend: *Vetter*, AG 2014, 387, 391; zurückhaltend: *Koch*, AG 2017, 129, 133 f.; *Weber-Rey*, NZG 2013, 766, 768.

<sup>921</sup> Vgl. oben, S. 252 ff.

allem die Personalkompetenzen des Aufsichtsratsrats hinsichtlich des Nominierungsprozesses und der Vergütung für Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder oder auch die Auswahl des Abschlussprüfers.<sup>922</sup> Mangels Kompetenzen des Vorstandes diese Themen mitzugestalten, kann der Aufsichtsrat entsprechend auch weitestgehende Maßnahmen ergreifen, ohne einen Eingriff in die Geschäftsführung zu riskieren.

Diskutiert der Aufsichtsrat entsprechend mit institutionellen Investoren beispielsweise über den Nominierungsprozess zum Aufsichtsrat, greift er daher dann auch nicht in die Oberleitung der Gesellschaft ein, sodass ein Verstoß gegen § 111 Absatz 4 AktG nicht in Betracht kommen kann.<sup>923</sup>

Auch hinsichtlich des Nominierungsprozesses für den Vorstand kann sich kein anderes Ergebnis ergeben. Zwar haben die Vorstandsmitglieder die Oberleitungsfunction gemeinschaftlich inne. Ein Eingriff in die Leitung durch den Vorstand liegt aber in der Nominierung und Abberufung durch den Aufsichtsrat allenfalls mittelbar vor, da der Aufsichtsrat eben nur Vorstandsmitglieder austauschen kann, diesen aber keine Vorschriften zur Leitung machen kann. Solch ein Eingriff verstößt aber bereits deshalb nicht gegen die Organisationsverfassung, weil der Aufsichtsrat gerade dafür zuständig ist, den Vorstand personell zusammenzusetzen. Verstößt also die Einwirkung auf den Vorstand in Form der Einwirkung auf personellen Zusammensetzung des Vorstandes nicht gegen die Organisationsverfassung, kann entsprechend auch die generelle Diskussion mit institutionellen Investoren über den Nominierungsprozess keinen Verstoß darstellen.<sup>924</sup>

„Generelle Diskussion“ meint hierbei allerdings, dass sich die Diskussion auf den Ablauf des Nominierungsprozesses und abstrakte Anforderungskriterien beschränken und eben nicht konkret über die Eignung eines einzelnen Mitglieds diskutiert werden sollte.<sup>925</sup> Würde es um konkrete Mitglieder von Vorstand oder Aufsichtsrat gehen und um die Frage, ob diese aus bestimmten Gründen abberufen werden sollen, hätte die Gesellschaft regelmäßig bereits eine sofortige Publizitätspflicht.<sup>926</sup>

---

<sup>922</sup> Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360, 364; Grunewald, NZG 2016, 2009, 2011; Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 729;

<sup>923</sup> Grunewald, NZG 2016, 2009, 2011.

<sup>924</sup> Insofern kann wieder auf die Argumentation zur Annexkompetenz verwiesen werden, vgl. oben, S. 252.

<sup>925</sup> Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 729.

<sup>926</sup> Vgl. hierzu: Lutter, Stellungnahme zur Änderung des DCGK 2017, 2016 S. 2, im Ergebnis wohl insgesamt ablehnend zur Außenkommunikation.

Darüber hinaus ist der Aufsichtsrat auch für Presseerklärungen zur Personalpolitik verantwortlich.<sup>927</sup> Kann er öffentlich seine Gründe für seine Personalpolitik kundtun, wird er dies auch im direkten Dialog mit institutionellen Investoren tun können.<sup>928</sup> Nur wenn der Aufsichtsrat selbst seine Gründe kommunizieren kann, bleibt gewahrt, dass die Begründung für die Personalpolitik auch sachgerecht und tatsächlich den Ansichten des Aufsichtsrats entspricht.<sup>929</sup> Es wäre insofern auch widersprüchlich, dem Vorstand die (neutrale und sachgerechte) Darstellung der Gründe für die eigene Abberufung oder Bestellung aufzutragen, wenn er selbst keinen Einfluss auf die Entscheidung hat.<sup>930</sup>

Daraus ergibt sich dann die Frage, inwiefern der Aufsichtsrat generell über das Thema der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft sowie weiteren damit verbundenen Themen wie die Finanzierung der Gesellschaft oder die allgemeine Corporate Governance und Kontrolle der Gesellschaft sprechen darf.

Der Aufsichtsrat ist ein unabhängiges Organ, das sich selbstständig eine Meinung zu Gesellschaftsthemen bilden kann und muss.<sup>931</sup> Dies betrifft den Wesensinhalt seiner Kontrollpflicht nach § 111 Absatz 1 AktG. Auch betrifft seine Kontrollpflicht gerade den Bereich der Leitung durch den Vorstand.<sup>932</sup> Zu betonen ist dabei auch, dass es sich hierbei nach modernem Verständnis um eine begleitende Kontrolle im Sinne einer beratenden Tätigkeit handelt.<sup>933</sup> Im Ergebnis wird sich der Aufsichtsrat auch zu Themen der Unternehmensstrategie äußern können, allerdings wird er dabei wohl grundsätzlich in großer Zurückhaltung üben müssen.<sup>934</sup>

In Hinblick auf die gerade schon angesprochenen aufsichtsratsspezifischen Kernthemen, insbesondere die Besetzung des Vorstandes, wird der Aufsichtsrat

---

<sup>927</sup> Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360, 364; mit Verweis auf: Vollhard, GRUR 1980, 496, 497; im Ergebnis ebenso: Vetter, AG 2014, 387, 393.

<sup>928</sup> So auch die Argumentation bei: Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 40.

<sup>929</sup> Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 45.

<sup>930</sup> Ders., insofern bestünde die Gefahr, dass der Vorstand die Hintergründe der Entscheidung anders darstellt.

<sup>931</sup> Vgl.: Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 111 Rn. 43; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 111 Rn. 29; Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 46; Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 111 Rn. 10 ff.

<sup>932</sup> Vgl. hierzu wieder oben, S. 267 ff.

<sup>933</sup> Vgl. ebd.

<sup>934</sup> Drinhausen/Marsch-Barner, AG 2014, 337, 349 f.; Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360, 365; Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 729; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 119; Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 46; Roth, ZGR 2012, 343, 368 f.; etwas kritischer, im Ergebnis aber wohl ähnlich: Mutter, in: Semler/v.Schenk - Der Aufsichtsrat 2015, § 107 Rn. 139.;

regelmäßig nicht auf strategische Bewertungsaspekte verzichten können. Abgesehen von persönlichen Zerwürfnissen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand, die bei guter Leitung durch den Vorstand wohl regelmäßig für die Aktionäre keinen zufriedenstellenden Grund für die Auswechslung darstellen werden, oder offensichtlichen Pflichtverletzungen, werden strategische Differenzen regelmäßig die wichtigste Grundlage für die personelle Veränderung des Vorstandes darstellen. Somit wird es dem Aufsichtsrat dahingehend möglich sein müssen, zumindest Bezug auf strategische Entscheidungen des Vorstandes zu nehmen und diese in Beziehung zu seiner Personalentscheidung zu stellen.<sup>935</sup>

Hinsichtlich einer allgemeinen Kritik des Vorstandes im Wege einer öffentlichen Äußerung über unterschiedliche strategische Vorstellungen muss die Antwort auf die Frage der rechtlichen Möglichkeiten des Aufsichtsrats allerdings etwas differenzierter ausfallen. Begründet er eben nicht eine Personalentscheidung, sondern kritisiert er allgemein die Oberleitung durch den Vorstand, könnte man zu dem Schluss kommen, dass er in die Geschäftsführungskompetenzen eingreift und ein Verstoß gegen § 111 Absatz 4 AktG vorliegt.<sup>936</sup> Diese Ansicht lässt sich auch gut begründen: So wird es in der Regel nicht im Interesse der Gesellschaft sein, wenn Aufsichtsrat und Vorstand öffentlich über die strategische Ausrichtung der Gesellschaft streiten.<sup>937</sup> Außerdem würde der Aufsichtsrat dadurch tatsächlich einen öffentlichen Machtkampf um die Oberleitung der Gesellschaft eröffnen, der nach § 111 Absatz 4 AktG gerade unterbunden werden soll. Überzeugend erscheint insofern auf die gerade schon dargestellte Personalhoheit zuverweisen: Möchte der Aufsichtsrat tatsächlich die strategische Kehrtwende, wird er diese nur im Wege seiner Einflussmöglichkeiten auf die personelle Zusammensetzung des Vorstandes herbeiführen können.<sup>938</sup>

Abschließend bleibt damit wohl nur noch das Mischthema der Kontrolle und der Kommunikation über die Wahrnehmung der Kontrolle zu diskutieren, wobei sich die Lösung auch hierbei an den gerade schon festgestellten Ergebnissen orientieren muss. Hier stellt sich zunächst das Problem, dass der Kontrollgegenstand

---

<sup>935</sup> Vgl. wieder: *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 45; a.A.: *Koch*, AG 2017, 129, 132.

<sup>936</sup> Ders., 46; *Vetter*, AG 2014, 387, .

<sup>937</sup> Ders., 46; hinsichtlich weniger Ausnahmen mit Verweis auf: *Lutter/Krieger/Vers*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 6. Aufl. (2014), Rn. 683.

<sup>938</sup> Dies sollte allerdings auf Ausnahmesituationen, die eben eine „Kehrtwende“ darstellen, beschränkt bleiben, sodass sich Vorstandsmitglieder nicht durch die ständig drohende Abberufung oder anschließenden Bestellung gefährdet sehen und aus diesen Gründen fortlaufend den Ansichten des Aufsichtsrates folgen. Vgl. insofern auch: *Semler*, NZG 2013, 771, 771.

die Leitung durch den Vorstand ist und die Kontrollmittel aber allein vom Aufsichtsrat gewählt werden.

In Anschluss an das gerade, zur Äußerungen über die Strategie und Leitung durch den Vorstand, Geschriebene, wird man dem Aufsichtsrat insofern nur eingeschränkte Möglichkeiten der Kommunikation über die Kontrolle zugestehen können. So wird der Aufsichtsrat über seine Funktion, die eingerichteten Kontrollmechanismen und die Art und Weise der Zusammenarbeit mit dem Vorstand darstellend berichten können.<sup>939</sup> Über konkrete Prüfungsergebnisse, die er im Rahmen seiner Kontrolle erzielt hat, wird er sich dann aber in aller Regel nicht äußern können. Dies würde wieder auf eine öffentliche Kritik an der Leitung durch den Vorstand hinauslaufen, die – wie gerade schon dargestellt – eben regelmäßig gegen § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG verstoßen wird.<sup>940</sup> Insofern sollte sich der Aufsichtsrat also wieder zurückhaltend verhalten.<sup>941</sup> Die Gelegenheit, Kritik an der Unternehmensstrategie anzubringen, bleibt dem Aufsichtsrat auch nicht völlig verwehrt, schließlich hat er immer noch im Rahmen seines Berichtes und dessen mündlichen Erläuterungen auf der Hauptversammlung nach §§ 171, 176 AktG die Möglichkeit, auf seine Ansichten zur Unternehmensstrategie und auf die Ergebnisse der Kontrolle der Geschäftsführung einzugehen.<sup>942</sup>

Die Kommunikation über die Kontroll- und Beratungsfunktion gibt dem Aufsichtsrat die Möglichkeit, insbesondere ausländischen Investoren die Bedeutung des Aufsichtsrats in der Gesellschaft zu verdeutlichen. Auf der anderen Seite hat der Aufsichtsrat durch einen solchen Kontakt auch die Möglichkeit, sich die Grundlage für seine Überwachungstätigkeit zu schaffen: Schließlich kann er durch einen solchen Kontakt die Präferenzen und Erwartungen der Investoren herausfinden und diese dann entsprechend bei der Kontrolle der Geschäftsführung nach § 111 Absatz 1 AktG berücksichtigen.<sup>943</sup>

Aus diesen Erläuterungen des Aufsichtsrats und der Darstellung der Erwartungen der Investoren können beide Parteien dann auch wesentliche Nutzen ziehen: Für die Corporate Governance des Unternehmens wird es sicherlich von

---

<sup>939</sup> Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360,365; Grunewald, NZG 2016, 2009, 2011; Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 729.

<sup>940</sup> Grunewald, NZG 2016, 2009, 2011; so auch: Wettich, AG 2017, 60, 65.

<sup>941</sup> Dies.; Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360,365; Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 729; vgl. zur gebotenen Zurückhaltung insbesondere bei strategischen Fragen auch: Drinhausen/Marsch-Barner, AG 2014, 337, 349 f; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 119; Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 46; Roth, ZGR 2012, 343, 368 f.

<sup>942</sup> Suchan/Gerdes, in: Semler/v.Schenk - Der Aufsichtsrat 2015, § 171 Rn. 125 ff; Der Aufsichtsratsvorsitzender kann sogar noch weiter gehen und zusätzlich zur Bewertung des Gesamtaufsichtsrats auch seine eigene Meinung kundtun. Vgl. hierzu: Hennrichs/Pöschke, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 176, Rn. 20 f.; vgl. zum AR – Vorsitzenden auch sogleich, S. 278 ff.

<sup>943</sup> Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360; Roth, ZGR 2012, 343, 369.

Vorteil sein, wenn der Aufsichtsrat auf der Basis einer verbesserten informatio-nellen Grundlage seine Beratung und Kontrolle wahrnimmt. Die institutionellen Investoren auf der anderen Seite können zum einen dem Aufsichtsrat eben genau diese Grundlage vermitteln und so ein wenig Einfluss auf ihre Portfoliogesell-schaft ausüben und ihre Erwartungen verdeutlichen. Auch in finanzieller Hinsicht können sich Vorteile für beide Seiten ergeben. Durch eine bedachte Kommuni-kation des Aufsichtsrats kann dieser das Vertrauen der Anleger und des Kapital-marktes im Allgemeinen in die Gesellschaft steigern.<sup>944</sup> Institutionelle Investoren können hingegen besser die langfristige Wertentwicklung bewerten und können so ermutigt werden, langfristige Investitionen in eine Gesellschaft zu wagen.

### c. Zusammenfassung

Zusammenfassend bleibt also festzuhalten, dass der Aufsichtsrat mit institutionel- len Investoren in den inhaltlichen Grenzen des § 111 Absatz 4 AktG in Kontakt treten muss.

Aufgrund des engen Funktionszusammenhangs zur Funktion des Aufsichts-rats als Kontrollorgan, sollte der Aufsichtsrat im Rahmen seiner begleitenden und präventiven Kontrolle als Grundlage der Beratung des Vorstandes auch die Er-wartungen der Anteilseigner der Gesellschaft kennen. Umgekehrt sollte der Auf-sichtsrat auch die Möglichkeit haben, insbesondere ausländischen institutionellen Investoren die eigene Stellung und die Möglichkeiten der Teilhabe des Aufsichts-rats an der Unternehmensführung deutlich zu machen. Das schafft Vertrauen in die Unternehmensführung und kann zur Steigerung des Gesellschaftswertes bei-tragen.

Über Aufsichtsratskernthemen wird der Aufsichtsrat aber in jedem Fall auch ausführlich sprechen können: Solche Themen, die ausschließlich Kompetenzen des Aufsichtsrats berühren, sind vor allem Vergütung und Besetzung von Auf-sichtsrat und Vorstand, sowie die Wahl des Abschlussprüfers. Kommunikation von Inhalten solcher Themen kann nicht in die Leitungshoheit des Vorstandes fallen, sodass ein Verstoß gegen § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG nicht vorliegen kann.

Weiterführende Äußerungen, insbesondere zu eigenen Ansichten bezüglich der Unternehmensstrategie oder der Finanzierung, sollte der Aufsichtsrat nicht äußern, da er dadurch einen Machtkampf gegen den Vorstand hervorbeschwören kann und so auch zu starken Einfluss auf dessen Leitungskompetenzen und das

---

<sup>944</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729; *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 45 f.

Geschäftsführungsinitiativrecht nimmt. In Hinblick auf die Kontrollkompetenzen bedeutet dies, dass der Aufsichtsrat seine Rolle und Funktion bei der Kontrolle darstellen kann und so wesentliche Kontrollmaßnahmen abstrakt erklären kann. Einzelne Maßnahmen sollte er aber nur in Ausnahmefällen erklären, wenn das Gesellschaftsinteresse dies gebietet. In jedem Fall bietet es sich insofern an, dass der Aufsichtsrat seine Kommunikation zu diesen Themen mit dem Vorstand abstimmt.

### 3. Die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden

Die zuvor beschriebenen Möglichkeiten der Kommunikation mit institutionellen Investoren werden regelmäßig vom Aufsichtsratsvorsitzenden wahrgenommen. Auch suchen insbesondere ausländische institutionelle Investoren speziell den Kontakt zum Vorsitzenden des Aufsichtsrats. Selbst wenn man in der Verengung der Kommunikationskompetenz auf den Aufsichtsratsvorsitzenden ein Problem sehen will, wird man schlussendlich aber die Kommunikation nur beim Aufsichtsratsvorsitzenden verorten können. Die inhaltliche Reichweite der Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsratsvorsitzenden wird sich schließlich grundsätzlich an den inhaltlichen Grenzen der Kommunikation durch den Gesamtaufsichtsrat orientieren müssen.

Im Folgenden soll daher zunächst auf die Konzentration der Kommunikationskompetenz beim Aufsichtsratsvorsitzenden eingegangen werden (*a*). Anschließend wird die inhaltliche Ausgestaltung der Kommunikationskompetenz thematisiert (*b*).

#### a. Grundsätzliche Konzentration der Kommunikationskompetenzen beim Aufsichtsratsvorsitzenden

Der Aufsichtsratsvorsitzende hat entscheidenden Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft.<sup>945</sup> Dies ergibt sich schon aus seiner Funktion als Bindeglied zwischen Gesamtaufsichtsrat und Vorstand, die auch in Ziffer 5.2 Absatz 3 DCGK angedeutet wird.<sup>946</sup> Insgesamt wird der Aufsichtsratsvorsitzende zwar nicht als ein eigenständiges Organ angesehen werden können.<sup>947</sup> Allerdings hat er schon aufgrund dieser Funktion eine herausgehobene Stellung, sodass man ihn tatsächlich

---

<sup>945</sup> Mutter, in: Semler/v.Schenk - Der Aufsichtsrat 2015, § 107 Rn. 96.

<sup>946</sup> Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 107 Rn. 45; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 67; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 107 Rn. 8; Mutter, in: Semler/v.Schenk - Der Aufsichtsrat 2015, § 107 Rn. 99; Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 39.

<sup>947</sup> Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 107 Rn. 44; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 63; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 107 Rn. 8; Mutter, in: Semler/v.Schenk - Der Aufsichtsrat 2015, § 107 Rn. 97; aaA: Peus, Der Aufsichtsratsvorsitzende, 1983, S. 213; Peus, ZGR 1987, 545, 552.

als *primus inter pares* bezeichnen kann.<sup>948</sup> Neuerdings gewinnt der Aufsichtsratsvorsitzende aber vor allem deshalb an Bedeutung und Einflussmöglichkeiten, weil immer mehr institutionelle Investoren den Kontakt zu ihm als Sprecher des Aufsichtsrats suchen.<sup>949</sup>

Im Ergebnis kann man den Aufsichtsratsvorsitzenden zunächst grundsätzlich als Repräsentanten des Aufsichtsrats ansehen und ihm die zuvor schon herausgearbeitete Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats zuschreiben. Allerdings kann der Gesamtaufsichtsrat durch Beschluss eine andere Kommunikationsform wählen.

Interessant und nicht unumstritten ist vor allem die Frage, ob der Aufsichtsratsvorsitzende allein die Außenkommunikation wahrnehmen kann und soll, oder ob dies eine Aufgabe ist, die dem gesamten Aufsichtsrat obliegt oder die sogar jedes Mitglied des Aufsichtsrats allein wahrnehmen kann.

Gegen eine alleinige Außenvertretungskompetenz wird zunächst angeführt, dass der Aufsichtsrat als Kollegialorgan konzipiert ist, sodass eine Verengung auf den Vorsitzenden der Gleichberechtigung der Aufsichtsratsmitglieder widersprechen würde.<sup>950</sup> Eine alleinige Kommunikationskompetenz des Vorsitzenden würde vor allem die Mitbestimmung ignorieren.<sup>951</sup>

Diese Kritik erscheint jedenfalls insofern angebracht, als dass es durchaus begründungswert erscheint, warum die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats vor allem von dessen Vorsitzendem wahrgenommen werden soll. Grundsätzlich ist es natürlich richtig, dass der Aufsichtsrat ein Kollegialorgan ist.<sup>952</sup> Die Mitglieder des Aufsichtsrats sind gleichberechtigt und gleichverpflichtet, das schließt

---

<sup>948</sup> So: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 63.

<sup>949</sup> *Bommer/Steinbach*, BOARD 2013, 219, 219; *Bortenlänger*, BOARD 2014, 71, 71; *Drinhäusser/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Grunewald*, NZG 2016, 2009, 2010; *Kremer*, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 5.2 Rn. 1268; *Roth*, ZGR 2012, 343, 366; *Wettich*, AG 2017, 60, 64 jeweils auch m.w.N.

<sup>950</sup> *Hexel*, Der Aufsichtsrat 2014, 121, 121; *Koch*, in: *Hüffer/Koch* AktG, 12. Aufl. 2016, § 111 Rn. 34; *Koch*, in: *Fleischer/Koch/Kropff et al.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 91; zustimmend auch: *Schüppen*, Stellungnahme zu den Kodexänderungen 2017, 2016 S. 4.

<sup>951</sup> *Hexel*, Der Aufsichtsrat 2014, 121, 121.

<sup>952</sup> *Koch*, in: *Fleischer/Koch/Kropff et al.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 83; *Koch*, AG 2017, 129, 135 ff.

grundsätzlich auch den Aufsichtsratsvorsitzenden mit ein.<sup>953</sup> Auch der Aufsichtsratsvorsitzende hat insofern „nur“, wie bereits beschrieben, die Stellung eines *prius inter pares*, also eines „Ersten unter Gleichen“.<sup>954</sup>

Jedoch überzeugt im Ergebnis eine Konzentration der Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsrats beim Aufsichtsratsvorsitzenden:

Zunächst gestehen die Vorschriften des § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG und § 80 Absatz 1 Satz 1 AktG dem Vorsitzenden eine gesteigerte Bedeutung bei der Repräsentation nach außen hin zu.<sup>955</sup> Wie bereits in Hinblick auf diese Vorschriften dargestellt wurde, stellen diese ein Indiz für die Kommunikationskompetenzen des Aufsichtsrats dar. Da sich diese Vorschriften aber ausdrücklich auf den Aufsichtsratsvorsitzenden beziehen, kann aus diesen Vorschriften gefolgert werden, dass eine Kommunikationskompetenz jedenfalls beim Aufsichtsratsvorsitzenden konzentriert werden soll.<sup>956</sup>

Nach § 80 Absatz 1 Satz 1 AktG ist der Aufsichtsratsvorsitzende auf den Geschäftsbriefen zu nennen. Entsprechend wird er bei jeder Außenkommunikation deutlich genannt und wird schon deshalb häufig als Gesprächspartner gesucht.<sup>957</sup> Der Schlussfolgerung, dass diese Nennung nur dazu führt, dass der Vorsitzende lediglich als Empfangsvertreter für den Aufsichtsrat dienen soll, erscheint in diesem Zusammenhang jedoch weniger überzeugend.<sup>958</sup> Wenn eine einfache Empfangsvertretung vorgesehen wäre, wäre es nicht notwendig die Nennung auf den Unterlagen zwingend an den Aufsichtsratsvorsitzenden zu binden. Vielmehr würde die Regelung in § 80 Absatz 1 Satz 1 AktG dann vorsehen, dass auf den Gesellschaftsunterlagen irgendein Mitglied des Aufsichtsrats genannt werden müsste. Auch sind nach § 80 Absatz 1 Satz 1 AktG alle Vorstandsmitglieder und der Aufsichtsratsvorsitzende auf den Unterlagen zu nennen. Das Aktiengesetz scheint also gerade besonderen Wert darauf zu legen, dass gerade der Aufsichtsratsvorsitzende neben allen Vorstandsmitgliedern genannt wird und ihm insofern eine vergleichbare Bedeutung nach Außen zuteilwerden soll.

Auch in der historischen Rückschau wird dieser Gedanke deutlich: So sollte § 100 AktG 1937, der im Wesentlichen die Inhalte des § 80 Absatz 1 Satz 1 AktG

<sup>953</sup> Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, Vor § 95 ff. Rn. 14; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 7 ff.; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 107 Rn. 1; Vgl. auch: Grunewald, NZG 2016, 2009, 2010.

<sup>954</sup> Vgl. den Anfang dieser Abschnitte.

<sup>955</sup> Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360, 363; Roth, ZGR 2012, 343, 370; hinsichtlich einer grundsätzlichen Sonderstellung noch zustimmend auch: Koch, in: Fleischer/Koch/Kropff et al. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 91.

<sup>956</sup> Dies, letzterer allerdings mit aA.

<sup>957</sup> So auch: Roth, ZGR 2012, 343, 370.

<sup>958</sup> So aber: Koch, in: Fleischer/Koch/Kropff et al. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 91.

enthält, dazu führen, dass „die leitenden Persönlichkeiten der Verwaltung stärker hervortreten und ihre Namen bekannt werden.“<sup>959</sup> Hierdurch sollten die verantwortlichen Persönlichkeiten der Gesellschaft klarer herausgestellt werden.<sup>960</sup> Da auch nach dieser Vorschrift ausdrücklich nur der Aufsichtsratsvorsitzenden für den Aufsichtsrat auf den Geschäftsbriefen zu nennen ist, weist die besondere Herausstellung allgemein auf einen Aufsichtsratsvorsitzenden als eine für die Gesellschaft besonders verantwortliche Person hin, die der Begründung entsprechend aus der Anonymität herausgeholt werden soll und demnach in öffentliche Diskussion mit eingebunden werden soll.

Auch nach § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG hat ausdrücklich der Vorsitzende des Aufsichtsrats den Bericht des Aufsichtsrats zu erklären. Auch diese Vorschrift lässt keinen Raum dafür, dass ein anderes Mitglied des Aufsichtsrats diese Aufgabe wahrnimmt.<sup>961</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende muss bei der Darstellung sogar eigene Schwerpunkte bilden, um die wesentlichen Aspekte des Berichts darzustellen.<sup>962</sup> Insofern handelt er nicht einfach nur als ein einfacher Sprecher des Aufsichtsrats, der wie jedes andere Mitglied des Aufsichtsrats den Bericht darstellt, „weil ihn irgendjemand darstellen muss“.<sup>963</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende hat vielmehr die Möglichkeit, mit eigenen Worten und eben auch eigenen Schwerpunkten, den Bericht zu erläutern; ihm wird also eine eigene Kommunikationskompetenz zugewiesen, die über das sklavische Ablesen einer vom gesamten Aufsichtsrat vorformulierten und gebilligten Erklärung hinausgeht.<sup>964</sup> Darüber hinaus kann der Aufsichtsratsvorsitzende sogar unter Umständen eine eigene Meinung darstellen, die von der Meinung des Gesamtaufsichtsrats abweicht.<sup>965</sup>

Auch hier lässt sich wieder ein historisches Argument anführen: So hat sich der Charakter der Berichtspflicht im Vergleich zur Regelung im Aktiengesetz von 1937 noch weiter auf den Aufsichtsratsvorsitzenden verengt. Das Aktiengesetz von 1937 sah in § 96 noch vor, dass der Aufsichtsrat berichtet und der Bericht insofern nicht allein durch Aufsichtsratsvorsitzenden erbracht werden musste. Daher lässt der „neuere“ Wortlaut des § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG, der diese

---

<sup>959</sup> Klausing, Aktiengesetz von 1937 mit amt. Begründungen, 1937, Begründung zu § 100, S. 85 f. Ders.

<sup>960</sup> Bei Verhinderung des Vorsitzenden hat dessen Vertreter nach § 107 Abs. 1 S. 3 AktG den Vorsitzenden zu vertreten, vgl. hierzu: Henrichs/Pöschke, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 176 Fn. 58.

<sup>961</sup> Drygala, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 176 Rn. 15; Euler/Klein, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 176 Rn. 16; Henrichs/Pöschke, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 176 Rn. 21.

<sup>962</sup> Koch, in: Fleischer/Koch/Kropff et al. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 91.

<sup>963</sup> A.A. Koch, AG 2017, 129, 136.

<sup>964</sup> Vgl. hierzu den folgenden Abschnitt zur inhaltlichen Reichweite seiner Kompetenzen.

Pflicht eben auf den Vorsitzenden verengt, ebenfalls auch auf eine weiter gestiegene Bedeutung des Vorsitzenden des Aufsichtsrats bei der Kommunikation schließen.

Ziffer 5.2 Absatz 1 Satz 2 a.E. DCGK zeigt ebenfalls, dass der Aufsichtsratsvorsitzende die „Belange des Aufsichtsrats nach außen wahr[nimmt]“. Schon der Wortlaut als Gesetzesbeschreibung macht deutlich, dass dem Aufsichtsratsvorsitzenden die Außendarstellung obliegt.<sup>966</sup> Entsprechend soll die Kommunikation also nicht durch einzelne Mitglieder, sondern eben allein durch den Vorsitzenden des Aufsichtsrats erfolgen.<sup>967</sup>

Auch die neueingefügte (und bereits thematisierte)<sup>968</sup> Regelung in Ziffer 5.2 Absatz 2 DCGK macht deutlich, dass der Aufsichtsratsvorsitzende als Ansprechpartner für institutionelle Investoren fungieren sollte. Diese Vorschrift ist jetzt zwar nur noch als Anregung formuliert und nicht mehr als Empfehlung, wie es noch der Entwurf aus dem Vorjahr vorsah. Allerdings macht die Vorschrift weiterhin deutlich, dass der Aufsichtsratsvorsitzende vom Grundsatz her für die Kommunikation zuständig sein sollte. Regelt der Aufsichtsrat die Außendarstellung bewusst anders, hat er dies nur nicht nach § 161 AktG zu veröffentlichen.

Auch praktische Argumente sprechen für eine Konzentration der Kommunikationskompetenz beim Aufsichtsratsvorsitzenden.

Zunächst haben Aufsichtsratsmitglieder oft keine besondere Erfahrung in der öffentlichen Kapitalmarktkommunikation und mit deren Auswirkungen auf die Gesellschaft.<sup>969</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende bringt dagegen diese Erfahrungen regelmäßig mit, insbesondere, weil er oftmals schon Erfahrung mit der Vorstandsarbeit gemacht hat. Auch die bereits dargestellte Pflicht des Vorsitzenden zur Erläuterung des Aufsichtsratsberichts nach § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG auf der Hauptversammlung trägt dazu bei, dass dieser sich Kenntnisse in der öffentlichen Kommunikation aneignen muss, sodass er auch generell dazu fachlich geeignet erscheint, mit Investoren und der Öffentlichkeit zu kommunizieren.

Weiterhin ist das Aufsichtsratsamt regelmäßig nur als Amt mit Nebenamtscharakter ausgestaltet, was nicht zuletzt auch anhand der Möglichkeit zur Wahrneh-

---

<sup>966</sup> Kremer, in: Kommentar zum DCGK, 6. Auflage 2016, Ziffer 5.2 Rn. 1268; mit Hinweis auf den mangelnden Normcharakter als nicht zur Auslegung geeignet ansehend und insofern kritisch: Koch, AG 2017, 129, 135.

<sup>967</sup> Dies.

<sup>968</sup> Vgl. oben, S. 260 ff.

<sup>969</sup> Vetter, AG 2014, 387, 392; vgl. hierzu auch: Weber-Rey, NZG 2013, 766, 768.

mung mehrerer Aufsichtsratsmandate (§ 100 Absatz 2 Satz 1 Nr. 1 AktG) und infolge der geringen Sitzungsfrequenz (§ 110 Absatz 3 AktG) deutlich wird.<sup>970</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende hat die Treffen des Aufsichtsrats zu organisieren und Informationen des Vorstandes an die anderen Aufsichtsratsmitglieder weiterzugeben und regelmäßigen Kontakt zum Vorstand zu halten.<sup>971</sup> Daher ist der Vorsitzende wesentlich intensiver in die Belange der Gesellschaft und die Binnenorganisation des Aufsichtsrats eingebunden als es die anderen Mitglieder des Aufsichtsrats sind.<sup>972</sup> An dieser Feststellung ändert sich nichts, selbst wenn man den Aufsichtsratsvorsitz als Nebenamt deklarieren möchte.<sup>973</sup>

Infolge des regelmäßigen Kontaktes mit dem Vorstand wird sich der Aufsichtsratsvorsitzende auch mit diesem über wesentliche Kommunikationsinhalte abstimmen können und so für eine möglichst einheitliche Unternehmenskommunikation im Sinne einer *One-Voice Policy* sorgen können.<sup>974</sup> Ein öffentliches Auftreten von mehreren Aufsichtsratsmitgliedern birgt insofern wohl besonders die Gefahr, dass die Aussagen Widersprüche aufweisen und so Schäden für die Gesellschaft hervorgerufen werden.<sup>975</sup>

In Folge seiner Aufgaben und der zeitlich intensiveren Beschäftigung mit Angelegenheiten der Gesellschaft hat er dann auch regelmäßig einen wesentlich besseren Überblick über die Belange des Aufsichtsrats, die er entsprechend auch in geeigneter Art und Weise kommunizieren kann.<sup>976</sup>

---

<sup>970</sup> Drinhausen/Marsch-Barner, AG 2014, 337, 350; Koch, in: Fleischer/Koch/Kropff et al. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 83; Säcker/Rehm, DB 2008, 2814, 2816.

<sup>971</sup> Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 107 Rn. 46 ff.; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 62 ff.

<sup>972</sup> Vgl. zur Aufgabe des AR – Vorsitzenden die Selbstorganisation des Aufsichtsrats anzuleiten: Schenck, in: Semler/Schenck (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 4. Aufl., 2013, § 4 Rn. 157.

<sup>973</sup> So wohl: Habersack, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 107 Rn. 45; a.A. und die Notwendigkeit zur Hauptamtlichkeit sehend: Börsig/Lübbe, in: Krieger/Lutter/Schmidt (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking, 2013, S. S. 125, S.143 ff.; Drinhausen/Marsch-Barner, AG 2014, 337, 350; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 107 Rn. 8; differenzierend: Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 73.

<sup>974</sup> Vgl. hierzu: Fleischer/Bauer/Wansleben, DB 2015, 360, 365; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 60; Grunewald, NZG 2016, 2009, 2010; Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725, 729; Initiative "Developing Shareholder Communication", Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, 2016 Leitsatz 8; Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 64; Vetter, AG 2014, 387, 392; vgl. zur generellen Notwendigkeit von *One-Voice Policies*: Cromme/Claasen, in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 603, S. 614 und S. 622.

<sup>975</sup> Dies anerkennend auch: Koch, AG 2017, 129, 135.

<sup>976</sup> Obwohl mit dem gleichen Zugeständnis (infolge der intensiveren Einbindung des Aufsichtsratsvorsitzenden in die Gesellschaftsangelegenheiten mache eine Verengung von Aufgaben-

Als Zugeständnis an das Kollegialitätsprinzip wird man den Aufsichtsratsvorsitzenden aber nur vom Grundsatz her als „geborenen“ Kommunikationsvertreter oder als Boten des Aufsichtsrats ansehen können, insbesondere in Hinblick auf die Kommunikation von Aufsichtsratsbeschlüssen.<sup>977</sup> Diese Rolle des Vorsitzenden ergibt sich insofern regelmäßig konkludent aus dem Zusammenhang der Beschlussfassung oder aus der Geschäftsordnung.<sup>978</sup>

Anderweitige Regelungen werden ebenfalls in der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats festgelegt.<sup>979</sup> Als Kollegialorgan kann der Aufsichtsrat grundsätzlich über das Verfahren zur Bekanntgabe seiner Beschlüsse beschließen und insofern jederzeit die Außendarstellung von Aufsichtsratsbeschlüssen anders regeln.

Denkbar und unter Umständen sinnvoll wäre es zum Beispiel, dass ein Mitglied des Aufsichtsrats sich auf Investoren Kontakte spezialisiert und dem Gesamtaufsichtsrat berichtet. Das könnte dem Aufsichtsratsvorsitzenden Arbeitslast abnehmen. Kann sich der Aufsichtsrat nicht auf eine Verfahrensart einigen, sollte im Zweifel der Aufsichtsratsvorsitzende weiterhin alleine die öffentliche Repräsentation übernehmen, da ansonsten Schäden für die Gesellschaft infolge widersprüchlicher Darstellung in der Öffentlichkeit drohen.

Darüber hinaus fragen auch viele Investoren direkt beim Aufsichtsratsvorsitzenden an, wenn sie Auskünfte zu Aufsichtsratsthemen erhalten wollen, da sie insofern in dem Aufsichtsratsvorsitzenden ein Äquivalent zum „Chairman of the Board“ sehen.<sup>980</sup> Der Aufsichtsratsvorsitzende hat diesem Verständnis und daran gekoppelten Erwartungen entscheiden entgegenzuwirken und seine Stellung und Funktion deutlich zu erklären.<sup>981</sup>

Insgesamt lassen § 80 Absatz 1 Satz 1 AktG und § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG sowie Ziffer 5.2 Absatz 1 und Absatz 2 DCGK also den Schluss zu, dass der Aufsichtsratsvorsitzende eine besondere Stellung nach Außen einnehmen soll. Die

---

wahrnehmung auf diesen unter Umständen Sinn) allerdings dann mit aA hinsichtlich der Kommunikationskompetenzen: Koch, in: Fleischer/Koch/Kropff et al. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, S. 83.

<sup>977</sup> Drinhausen/Marsch-Barner, AG 2014, 337, 349 f.; äußerst kritisch zu dieser Begrifflichkeit: Hexel, Der Aufsichtsrat 2014, 121, 121.

<sup>978</sup> Vgl. Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107, Rn. 112; Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 43 ff.; a.A. Koch, AG 2017, 129, 135, der dem Vorsitzenden diese Befugnis zur Kundgabe von Aufsichtsratsbeschlüssen abspricht.

<sup>979</sup> Vgl. wieder in Hinblick auf Regelungen zur Bekanntgabe von Aufsichtsratsbeschlüssen: Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 112 f.; Spindler, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 107 Rn. 43 ff.

<sup>980</sup> Drinhausen/Marsch-Barner, AG 2014, 337, 350, Leyendecker-Langer, NZG 2015, 44, 47;

<sup>981</sup> Dies.

Verortung der Kommunikationskompetenz bei dem Aufsichtsratsvorsitzenden ist insofern historisch und auch durch das aktuelle Aktiengesetz und den aktuellen Deutschen Corporate Governance Kodex intendiert. Auch rein praktische Argumente sprechen für eine Konzentration beim Aufsichtsratsvorsitzenden, da dieser in der Regel in der Kommunikation geübt ist und den besten Überblick über aufsichtsratsspezifische Themen hat und für eine einheitliche Außendarstellung des Aufsichtsrats und der Gesellschaft insgesamt im Sinne einer *One-Voice Policy* sorgen kann. Allerdings kann der Aufsichtsrat durch Beschluss eine andere Verfahrensart bei der öffentlichen Kommunikation beschließen. Dies ist der Organqualität des Aufsichtsrats als Kollegialorgan geschuldet.

### **b. Inhaltliche Ausgestaltung der Kommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden**

Schließlich bleibt zu klären, an welche inhaltlichen Grenzen sich der Aufsichtsratsvorsitzende bei der Kommunikation halten muss.

In Hinblick auf die inhaltlichen Möglichkeiten des Kontaktes wird dabei zunächst auf das bereits Dargestellte verwiesen werden müssen: So wird auch der Aufsichtsratsvorsitzende nur über die Themen sprechen können, über die der Aufsichtsrat insgesamt kommunizieren darf. Insbesondere meint dies also aufsichtsratsspezifische Kernthemen, hinsichtlich strategischer Themen sollte sich der Aufsichtsratsvorsitzende entsprechend regelmäßig ebenfalls zurückhalten.<sup>982</sup>

Dabei ist der Aufsichtsratsvorsitzende auch grundsätzlich an den Standpunkt und die Ansichten des Gesamtaufsichtsrats gebunden.<sup>983</sup> Aus dem bereits zum Kollegialprinzip Dargestelltem folgt auch, dass der Aufsichtsratsvorsitzende grundsätzlich nur die Meinung des Gesamtaufsichtsrats in der Öffentlichkeit repräsentieren sollte.

Als Repräsentant kann es nicht seine Aufgabe sein, im Alleingang zu entscheiden, welche Position der Aufsichtsrat vertritt. Insofern muss es die Aufgabe des Vorsitzenden sein sich laufend ein Gesamtbild über die Ansichten des Aufsichtsrats zu bilden, insbesondere hinsichtlich der Themen, die im Dialog mit institutionellen Investoren besprochen werden sollen.

Sind die Mitglieder des Aufsichtsrats in der Sache unterschiedlicher Meinung, hat er besonders zurückhaltend zu kommunizieren. Die Diskussionen im Aufsichtsrat unterliegen einem Beratungsgeheimnis, dem das Vertrauen der einzelnen Mitglieder zugrunde liegt, ohne Angst vor öffentlicher Kritik ihre Meinungen und

---

<sup>982</sup> Vgl. hierzu oben, S. 267 ff.

<sup>983</sup> Insofern gilt auch hier der Grundsatz der vorrangigen Entscheidungskompetenz des Aufsichtsrats. Vgl. hierzu: *Höft/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 107 Rn. 93.

Gedanken auszutauschen.<sup>984</sup> Der Vorsitzende kann insofern allenfalls deutlich machen, dass im Aufsichtsrat verschiedene Standpunkte vertreten werden. Ob eine solche Differenzierung das Vertrauen in den Aufsichtsrat und die Unternehmensführung im Allgemeinen steigert, kann nur im Einzelfall bewertet werden und wird wohl regelmäßig abzulehnen sein.

Hat der Aufsichtsrat sich bereits mit einer Thematik beschäftigt und einen Beschluss gefasst, kann der Aufsichtsratsvorsitzende das Ergebnis und die wesentlichen Argumente darstellen. Dies wird letztendlich auch wieder auf die Organqualität des Aufsichtsrats als Kollegialorgan und den damit einhergehenden Meinungpluralismus zurückgeführt werden können: So ist es gerade die Natürlichkeit eines solches Meinungsbildungsprozesses in mehrköpfigen Entscheidungsgremien, dass sich eine Meinung durchsetzt, die dann in der Folge auch nach Außen hin als die Gesamtmeinung dargestellt werden kann.

Es lässt sich auch wieder ein Vergleich zu den Berichten des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung nach § 171 Absatz 2 AktG ziehen: Auch diese Berichte können das Geheimhaltungsbedürfnis des Aufsichtsrats tangieren, allerdings haben die Aktionäre berechtigterweise ein Interesse an Informationen über Aufsichtsratsthemen und Maßnahmen, sodass im Einzelfall abzuwagen ist, ob und wie viel offengelegt werden kann.<sup>985</sup> Insbesondere besteht auch bei diesen Berichten kein Anspruch auf Aufnahme von abweichenden Meinungen in den Aufsichtsratsbericht.<sup>986</sup> Entsprechend hat der Aufsichtsratsvorsitzenden auch grundsätzlich nur die herrschende Meinung im Aufsichtsrat wiederzugeben, um diesen angemessen in der Öffentlichkeit darzustellen. Je umstrittener eine Thematik im Aufsichtsrat ist, desto stärker sollte sich der Aufsichtsratsvorsitzende in Zurückhaltung bei der Kommunikation mit Investoren üben.

Insbesondere hinsichtlich der Themen, die auch die Arbeitnehmer im Unternehmen und somit die betriebliche Mitbestimmung tangieren, hat der Aufsichtsratsvorsitzende, der regelmäßig ein Anteilseignervertreter ist, aber besonders die Argumente der Arbeitnehmervertreter zu berücksichtigen.<sup>987</sup> Insofern hat er bei der Kommunikation abzuwagen, ob die institutionellen Investoren oder die Öffentlichkeit ein berechtigtes Interesse an der Kenntnisnahme der Argumente der Arbeitnehmervertreter und der Darstellung durch den Aufsichtsratsvorsitzenden

---

<sup>984</sup> Vgl. *Drygala*, AG 2007, 381, 384; *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 171 Rn. 195.

<sup>985</sup> Dies. ebd.

<sup>986</sup> *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 171, Rn. 214; mit Verweis auf: *Buhleier/Krowas*, DB 2010, 1165, 1169.

<sup>987</sup> Insofern kritisch in Hinblick auf die mangelnde Berücksichtigung der Arbeitnehmervertreter durch den Aufsichtsratsvorsitzenden: *Koch*, AG 2017, 129, 135.

in der konkreten Kommunikationssituation haben und ob das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft und des Aufsichtsrats im speziellen diesem Interesse entgegen steht.<sup>988</sup>

In Ausnahmefällen wird man dem Aufsichtsratsvorsitzenden auch die Möglichkeit zubilligen können, seine eigene Meinung wiederzugeben: Im Rahmen der Erläuterung des Aufsichtsratsberichts nach § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG hat der Aufsichtsratsvorsitzende auch die Möglichkeit, seine eigene Meinung darzustellen, allerdings muss er diese eindeutig als seine persönliche Meinung kennzeichnen.<sup>989</sup>

Entsprechend wird es dem Aufsichtsratsvorsitzenden auch bei Gesprächen mit institutionellen Investoren erlaubt sein müssen, eigene Ansichten zu vertreten. Hierbei wird er allerdings wieder mit aller Deutlichkeit darauf hinweisen müssen, dass dies nicht die Meinung des Aufsichtsrats ist, sondern seine eigene. Auch sollte er seine eigene Meinung nur in besonderen Situationen darstellen, wenn dies im Interesse der Gesellschaft ist. Insbesondere sollte der Aufsichtsratsvorsitzende die Möglichkeit der Außendarstellung nicht dazu missbrauchen, Druck auf andere Aufsichtsratsmitglieder aufzubauen. Die Konzentration der Kommunikationskompetenz auf den Aufsichtsratsvorsitzenden sollte insofern nur die einheitliche Außendarstellung des Aufsichtsrats vereinfachen und dem Vorsitzenden eben nicht die Möglichkeit an die Hand geben, die Entscheidungen des Aufsichtsrats vorzubestimmen.<sup>990</sup>

#### 4. Zusammenfassung

Zusammenfassend bleibt also festzuhalten, dass der Aufsichtsrat mit institutionellen Investoren in Kontakt treten kann. Die inhaltlichen Grenzen hierfür ergeben sich aus § 111 Absatz 4 AktG. Schließlich ist die Kommunikationskompetenz auch grundsätzlich auf den Aufsichtsratsvorsitzenden zu konzentrieren.

Die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats im Allgemeinen lässt sich dabei anhand einer Annexkompetenz und des Funktionszusammenhangs zwischen der Funktion des Aufsichtsrats als Kontroll- und Beratungsorgan und der Kommunikation über seine Aufgabenerfüllung begründen. Im Rahmen seiner begleitenden und präventiven Kontrolle sollte der Aufsichtsrat als informationelle Grundlage die Erwartungen der Anteilseigner und Investoren der Gesellschaft

---

<sup>988</sup> Vgl. auch zur Abwägung nach den Grundsätzen der praktischen Konkordanz in Hinblick auf § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG: .

<sup>989</sup> Euler/Klein, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 176 Rn. 18; Hennrichs/Pöschke, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 176 Rn. 20; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 176 Rn. 4.

<sup>990</sup> Vgl. hierzu auch: Koch, AG 2017, 129, 135, der zumindest den rein praktischen Gedanken anerkennt, im Ergebnis aber die rechtliche Begründung kritisiert.

kennen. Umgekehrt sollte der Aufsichtsrat auch die Möglichkeit haben, (vor allem ausländischen) institutionellen Investoren die eigene Stellung und die Möglichkeiten der Teilhabe des Aufsichtsrats an der Unternehmensführung deutlich zu machen. Das schafft Vertrauen in die Unternehmensführung und kann sowohl den Investoren als auch dem Aufsichtsrat die Möglichkeit geben, sich Informationen über die gegenseitigen Ansichten und Interessen zu geben.

Insbesondere kann der Aufsichtsrat über aufsichtsratsspezifische Kernthemen mit institutionellen Investoren kommunizieren. Dies umfasst primär die Besetzung und Vergütung von Aufsichtsrat und Vorstand sowie die Bestellung des Abschlussprüfers.

Über Themen der Unternehmensleitung durch den Vorstand im Sinne von § 76 Absatz 1 AktG kann er zumindest insofern sprechen, als dass diese Themen öffentlich bekannt sind oder der Vorstand diese Themen den Investoren bereits mitgeteilt hat. Es macht Sinn, dass Vorstand und Aufsichtsrat insofern auf eine *One-Voice* Strategie bauen. Hinsichtlich strategischer Themen und dem Mischthema „Kontrolle der Geschäftsführung“ sollte der Aufsichtsrat insgesamt eher zurückhaltend kommunizieren. Die Grenze stellt insofern § 111 Absatz 4 AktG dar. Der Aufsichtsrat darf insbesondere nicht sein öffentliches Auftreten nutzen, um Druck gegen den Vorstand aufzubauen und diesen dadurch zu einem Verhalten zu zwingen. Die Geschäftsführungsinitiative muss beim Vorstand verbleiben. Insofern bietet es sich tatsächlich an, dass der Aufsichtsrat vor allem seine Funktion und Arbeitsweise bei der Kontrolle abstrakt darstellt.

Schlussendlich ist die Kommunikationskompetenz des Aufsichtsrats auch auf dessen Vorsitzenden zu konzentrieren. Dieser wird nach § 80 Absatz 1 AktG auf den Geschäftsunterlagen der Gesellschaft genannt und wird somit genau wie die Mitglieder des Vorstandes in die Öffentlichkeit gestellt. Auch nimmt er nach § 176 Absatz 1 Satz 2 AktG die Repräsentation der Standpunkte des Aufsichtsrats auf der Hauptversammlung wahr, indem er den Bericht des Aufsichtsrats erklärt. Er ist also bereits ein für Investoren bekannter Sprecher. Auch historische Vergleiche zum Aktiengesetz von 1937 zeigen, dass die Vorschriften des Aktiengesetzes den Aufsichtsratsvorsitzenden bewusst aus der Anonymität holen sollten und ihm eine Bedeutung nach Außen geben sollten. Ziffer 5.2 DCGK in der Fassung vom Februar 2017 zeigt außerdem zunächst in Absatz 1, dass der Aufsichtsratsvorsitzende der Repräsentant des Aufsichtsrats sein soll. Der neu eingefügte Absatz 2 macht in Form einer Anregung deutlich, dass der Vorsitzende und nicht der Gesamtaufichtsrat den Kontakt zu institutionellen Investoren halten sollte.

## D. Zusammenfassung der Kontroll- und Kontaktmöglichkeiten von institutionellen Investoren zu Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung in Deutschland

Insgesamt steht institutionellen Investoren also nach geltendem Recht in Deutschland eine große Reihe an Möglichkeiten offen, mit denen sie ihre Stewardship Verantwortung und insbesondere die Kontrolle ihrer Portfoliounternehmen wahrnehmen können.

Dies umfasst wesentliche, aktienrechtlich ausdrücklich statuierte Kollektivrechte und Individualrechte sowie auch die Möglichkeit, direkten Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat zu suchen.

Wie gezeigt wurde, umfassen Kollektivrechte vor allem die Stimmrechtswahrnehmung auf der Hauptversammlung. Die Aktionäre können dabei vor allem über die Besetzung des Aufsichtsrats, die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat und die Bestellung des Abschlussprüfers abstimmen. Auch können sie ganz die Satzung ändern.

Individualrechte umfassen vor allem das Teilnahme-, Rede- und Antragsrecht, aber auch die Möglichkeit Auskünfte auf der Hauptversammlung zu verlangen. Durch die Beschlusskontrolle haben institutionelle Aktionäre weiterhin auch die Möglichkeit, im Nachhinein durch Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen Hauptversammlungsbeschlüsse anzugreifen. Die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung sollte allerdings nicht dazu führen, dass sich institutionelle Investoren dazu genötigt sehen, vermehrt solche Verfahren anzustreben. Es würde erhebliche Nachteile für die Portfoliogesellschaften mit sich bringen, wenn zusätzlich zu den heute schon vorhanden „räuberischen Aktionären“ auch noch institutionelle Investoren die Gesellschaft mit Klagen überschütten. Institutionelle Aktionäre sollten sich somit grundsätzlich darauf beschränken, für die inhaltliche Vertretbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen zu sorgen, damit diese zumindest inhaltlich nicht mehr angreifbar sind.

Darüber steht ihnen auch ganz grundsätzlich die Möglichkeit offen, im Rahmen von *Investor Relations* Programmen oder auf eigenen Initiative den Kontakt zum Vorstand und zum Aufsichtsrat zu suchen.

Der Kontakt zum Vorstand ist aus dem Blickwinkel der aktienrechtlichen Kompetenzordnung grundsätzlich sehr weit möglich. Die Gefahr der Entstehung eines „Schattenaufsichtsrats“, bei dem die institutionellen Investoren aufgrund von regelmäßigen und systematischen Kontakten zum Vorstand *de facto* die Stellung eines Aufsichtsrats einnehmen, besteht regelmäßig schon deshalb nicht, weil der Vorstand den Investoren nicht regelmäßige Berichte mit dem Inhalt und Umfang der Aufsichtsratsberichte nach § 90 AktG gibt.

Aus rechtlicher Sicht besonders interessant sind die Kontaktmöglichkeiten institutioneller Investoren zum Aufsichtsrat beziehungsweise dessen Vorsitzendem. Nicht unumstritten sind insofern sowohl die generellen rechtlichen Möglichkeiten eines solchen Dialogs mit dem Aufsichtsrat als auch im Speziellen eine Verengung der Kommunikationskompetenzen seitens des Aufsichtsrats auf seinen Vorsitzenden. Im Ergebnis macht es Sinn, dem Aufsichtsratsvorsitzenden die Kommunikation insbesondere über aufsichtsratsspezifische Kernthemen zu gestatten. Darüber hinaus besteht durchaus auch ein funktionaler Zusammenhang zwischen der Kontroll- und Beratungsfunktion des Aufsichtsrats nach §111 Absatz 1 AktG und der Kommunikation über diese Funktion. Aus den §§ 80, 176 lässt sich auch auf die öffentliche Stellung des Aufsichtsratsvorsitzenden schließen. Ziffer 5.2 DCGK in der Fassung vom Februar 2017 unterstreicht ebenfalls die Möglichkeit des Dialogs speziell des Aufsichtsratsvorsitzenden mit institutionellen Investoren.

### **§ 3. Weitere aktienrechtliche Grenzen bei der Ausübung von Stewardship Verantwortung**

Der Ausübung von Stewardship Verantwortung und speziell dem Dialog institutioneller Investoren mit Vorstand und Aufsichtsrat sind neben den Grenzen, die diesen Möglichkeiten bereits immanent sind, weitere allgemeine Grenzen gesetzt.

Allgemein haben sowohl der Vorstand, wie auch der Aufsichtsrat, die Aktionäre nach § 53a AktG gleich zu behandeln; dies erstreckt sich auch auf die informationelle Gleichbehandlung wie § 131 Absatz 4 AktG deutlich macht. Weiterhin trifft sie eine Verschwiegenheitspflicht. Auf der anderen Seite können institutionelle Investoren im Rahmen ihrer Treuepflicht und aufgrund des in § 117 AktG statuierten Verbots zur ungebührlichen Einflussnahme in der Wahrnehmung ihrer formellen und informellen Einflussnahmemöglichkeiten beschränkt werden.

Im Folgenden soll zunächst auf die (informationelle) Gleichbehandlung (*A.*) und die Verschwiegenheitspflicht des Vorstandes und des Aufsichtsrats (*B.*) eingegangen werden. Anschließend werden die Treuepflicht der Aktionäre (*C.*) und das Verbot der ungebührlichen Einflussnahme (*D.*) besprochen und die Ergebnisse zusammengefasst (*E.*).

#### **A. (Informationelle) Gleichbehandlung von Aktionären durch Vorstand und Aufsichtsrat**

Grenze der Kontrollmöglichkeiten und somit der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren in Deutschland stellt die Gleichbehandlung der Aktionäre dar. Wie zuvor bereits angedeutet, spielt diese Schranke vor allem beim Kontakt von Aktionären zu den Organen der Unternehmensleitung außerhalb der Hauptversammlung eine Rolle.

Die allgemeine Gleichbehandlung aus § 53a AktG wird auch noch vor dem Hintergrund des erweiterten Auskunftsanspruchs in § 131 Absatz 4 AktG relevant. Gerade unter diesem Auskunftsanspruch können Fälle der erweiterten Kontrolle von Unternehmen durch institutionelle Investoren außerhalb der Hauptversammlung – wie *Roadshows* oder Analystentreffen – fallen.

Im Folgenden soll zunächst auf das Grundprinzip der allgemeinen Gleichbehandlung von Aktionären in § 53a AktG eingegangen werden (1.) und anschließend auf das erweiterte Fragerecht in § 131 Absatz 4 AktG (2.). Abschließend soll dargestellt werden, wie sich diese Grundsätze auf den Bereich „Stewardship“ auswirken und wie bestehende Stewardship Kodizes mit diesem Problem umgehen (3.).

## I. Allgemeine Gleichbehandlung von Aktionären nach § 53a AktG

§ 53a AktG stellt den Grundsatz auf, dass Aktionäre gleich zu behandeln sind. Als Gegenstück zur Treuepflicht der Aktionäre zur Gesellschaft stellt das Gleichbehandlungsgebot eine besondere Ausprägung der Treuepflicht der Gesellschaft gegenüber den Aktionären dar.<sup>991</sup>

Im Folgenden soll kurz auf die historische Entwicklung und die allgemeine Bedeutung von § 53a AktG eingegangen werden (a.). Anschließend werden die wesentlichen Voraussetzungen und Probleme der Gleichbeziehungsweise Ungleichbehandlung dargestellt werden (b.). Auf die besondere Bedeutung für Stewardship wird schließlich im Zusammenhang mit § 131 Absatz 4 AktG eingegangen.<sup>992</sup>

### 1. Die Entwicklung von § 53a AktG und die heute Bedeutung

Ob § 53a AktG überhaupt eigene rechtliche Wirkungen entfaltet ist schon deshalb fraglich, da der Gleichbehandlungsgrundsatz bereits vor dessen gesetzlichen Einführung aus der Treuepflicht gefolgt wurde, sodass man § 53a AktG insoweit auch nur rein deklaratorischen Charakter zugestehen kann.<sup>993</sup>

---

<sup>991</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 4; *Henzel/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 7; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 87ff.

<sup>992</sup> Siehe hierzu direkt: S. 300.

<sup>993</sup> *Bundesgerichtshof* vom 6.10.1960, II ZR 150/58, BGHZ 33, 175, 186 = NJW 1961, 26; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a, Rn. 1f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 1.

Anerkannt war der Gleichbehandlungsgrundsatz spätestens seit 1898.<sup>994</sup> Die formale Einführung des Gleichbehandlungsgebot in § 53a AktG geht jedenfalls auf das Durchführungsgesetz zur zweiten gesellschaftsrechtlichen EWG-Richtlinie aus dem Jahr 1978 zurück. Durch die Einführung des § 53a AktG war dann auch nur eine formale Aufnahme des Gleichbehandlungsgebots in das Aktienrecht bezweckt und die von der Rechtsprechung bereits erarbeitete Grundsätze zur Gleichbehandlung sollten hierdurch nicht verändert werden.<sup>995</sup>

Insofern wurde in der Literatur kritisiert, dass der § 53a AktG im Grunde von Anfang an überflüssig sei.<sup>996</sup> Allerdings bleibt wohl festzustellen, dass eine Aufnahme in das Aktiengesetz jedenfalls zur Transparenz beiträgt und einer rein richterrechtlichen Regelungen vorzuziehen ist.<sup>997</sup> Auch ist eine richterrechtliche Umsetzung von EU – Richtlinien nach herrschender Meinung ohnehin grundsätzlich nicht möglich,<sup>998</sup> sodass es insofern wohl einer gesetzlichen Verankerung des Gleichbehandlungsgrundsatzes bedarf hat.

Durch die Aufnahme des als Generalklausel verfassten § 53a AktG sollte ein Bezug zum Gleichheitsgrundsatz aus Artikel 3 GG hergestellt werden.<sup>999</sup> Zwar lassen sich hierdurch gewisse strukturelle Parallelen beider Normen begründen, allerdings sollte man diese auch nicht überbewerten:<sup>1000</sup> So ist Artikel 3 GG eben auf ein (unfreiwilliges) subjektiv-öffentlichtes Verhältnis zu geschnitten, in dem sich der Bürger automatisch gegenüber dem Staat befindet. § 53a AktG befasst sich aber mit einem privatem Verhältnis, das der Betroffene freiwillig eingegangen ist und aus dem er sich auch freiwillig lösen kann.<sup>1001</sup> Insofern sollte man die Argumentationsparallelen zu Artikel 3 GG nicht zu groß gewichten.<sup>1002</sup>

---

<sup>994</sup> Reichsgericht vom 07.05.1898, I 33/98, RGZ 41, 97, 99; Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 15.

<sup>995</sup> Bundestag, RegBegr. BT DRS 8/1678, 31.03.78, S. 13.

<sup>996</sup> Vgl. Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 29, mit Verweis auf: Lutter, in: Heldrich (Hrsg.), Festschrift für Murad Ferid zum 70. Geburtstag, 1978, S. 599, S. 606; Hüffer, NJW 1979, 1065, 1068;

<sup>997</sup> Bungeroth, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 2; Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a, Rn. 5f.; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 1; Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 29.

<sup>998</sup> EuGH vom 10.05.2001, C-144/99; vgl. auch: Amschewitz, Die Durchsetzungsrichtlinie und ihre Umsetzung im deutschen Recht, 2008, S. 301, m.w.N.; Herrmann, Richtlinienumsetzung durch die Rechtsprechung, 2003, S. 222ff.

<sup>999</sup> Bundestag, RegBegr. BT DRS 8/1678, 31.03.78, S. 13; vgl. auch: Henn, AG 1985, 240.

<sup>1000</sup> Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 9f.

<sup>1001</sup> Dies.

<sup>1002</sup> Ders, Rn. 11.

In der gerichtlichen Praxis wird § 53a AktG (beziehungsweise das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot) grundsätzlich sehr restriktiv gehandhabt und hat somit eine vergleichsweise geringe Bedeutung.<sup>1003</sup>

Insbesondere das Reichsgericht knüpfte bei der Bestimmung einer Ungleichbehandlung nur an formale Kriterien an und prüfte, ob formal alle Aktionäre durch eine Maßnahme angesprochen werden oder nicht.<sup>1004</sup> Der Bundesgerichtshof hat allerdings in der „Mannesmann“-Entscheidung<sup>1005</sup> schließlich grundsätzlich die Möglichkeit eröffnet, materielle Ungleichbehandlungen zu berücksichtigen, obwohl die Einführung eines Höchststimmrechts hier als nicht materielle Ungleichbehandlung aufgefasst wurde.<sup>1006</sup> Allerdings werden materielle Ungleichbehandlungen bisher kaum durch die Rechtsprechung berücksichtigt, da sich die Rechtsprechung hauptsächlich auf andere Schranken, wie beispielsweise die Lehre vom sachlichen Grund und insbesondere die Treuepflicht, verlässt.<sup>1007</sup>

Im Wesentlichen spielt also in der gerichtlichen Praxis nur die formale Ungleichbehandlung eine Rolle. Wie noch genauer dargestellt wird, handelt es sich bei Problemen, die im Rahmen von Stewardship in Hinblick auf die Gleichbehandlung auftreten, regelmäßig ebenfalls um Problem der formalen (informationsellen) Ungleichbehandlung.<sup>1008</sup> Insgesamt hat das Gleichbehandlungsgebot aber eine stark untergeordnete Rolle, da die meisten Probleme vor allem als die Treuepflichtverletzung der Gesellschaft gegenüber den Aktionären verletzende Willkürakte behandelt werden.<sup>1009</sup>

---

<sup>1003</sup> *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 33ff.

<sup>1004</sup> Ders., sowie S. 231; vgl. zur formalen Ungleichbehandlung auch: *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 63; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 28; *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 9.

<sup>1005</sup> *Bundesgerichtshof* vom 19.12.1977, II ZR 136/76, BGHZ 70, 117 = NJW 1978, 540.

<sup>1006</sup> Ders. BGHZ, 70, 117, 121; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 33; vgl. auch: *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 66 und 83; siehe insbesondere hierzu auch unten, S. 294ff.

<sup>1007</sup> *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 7; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 36; zur Lehre vom sachlichen Grund vgl. ders. ebd.; sowie: *Bundesgerichtshof* vom 13.03.1978, II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316; *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, 1963, S. 349 ff.

<sup>1008</sup> Vgl. unten, S. 300.

<sup>1009</sup> *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 7.

## **2. Voraussetzungen und Inhalt des Gleichbehandlungsgebots und die Folgen des Verstoßes**

Zwar ist § 53a AktG positiv als Gebotsnorm formuliert, allerdings stellt der Regelungsinhalt vielmehr ein Ungleichbehandlungsverbot dar, nach dem es der Gesellschaft untersagt ist Aktionäre ohne hinreichende sachliche Rechtfertigung (sprich „willkürlich“) unterschiedlich zu behandeln.<sup>1010</sup>

Dieses Verbot ist insbesondere dann verletzt, wenn eine Maßnahme persönlich, sachlich (gegebenenfalls auch zeitlich<sup>1011</sup>) in den Anwendungsbereich von § 53a AktG fällt, eine Ungleichbehandlung vorliegt, die nicht gerechtfertigt ist und auch nicht nachträglich geheilt wurde.

Die Folgen einer solchen Ungleichbehandlung können von der Anfechtbarkeit von Gesellschaftsbeschlüssen bis zur Rückabwicklung von Maßnahmen der Leitungsgremien und zur Schadensersatzpflicht der Gesellschaft reichen.

Wesentliche Voraussetzung ist zunächst, dass in persönlicher und sachlicher Hinsicht der Anwendungsbereich eröffnet ist. In persönlicher Hinsicht stehen auf der einen Seite als Gleichbehandlungsberechtigte die Aktionäre.<sup>1012</sup> Auf der anderen Seite steht die Gesellschaft.<sup>1013</sup> Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung sind als Organe der Gesellschaft auch an die Gleichbehandlung gebunden.<sup>1014</sup>

In sachlicher Hinsicht muss es sich bei der Maßnahme um eine Maßnahme aus dem mitgliedschaftlichen Bereich handeln.<sup>1015</sup> Entsprechend sind schuldrechtliche Individualbeziehungen nicht erfasst.<sup>1016</sup>

---

<sup>1010</sup> *Bundesgerichtshof* vom 09.11.1992, II ZR 230/91, BGHZ 120, 141 = NJW 1993, 400 *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 27, m.w.N.

<sup>1011</sup> Vgl. hierzu: *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 220 ff.

<sup>1012</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 6; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 17; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 31ff.; vgl. auch hinsichtlich der Anwendbarkeit bei Inhabern von sonstigen Wertpapieren: *Bundesgerichtshof* vom 28.05.2013, II ZR 67/12, BGHZ 197, 284.

<sup>1013</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 5; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 15 f.; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 29 ff.; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 171.

<sup>1014</sup> Dies. ebd.

<sup>1015</sup> *Bundesgerichtshof* vom 14.01.1997, KZR 30/95, AG 1997, 414; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 7; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 18 ff.; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 31 ff.; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 193 ff.

<sup>1016</sup> Dies. ebd.

Besonders interessant sind vor allem die weiteren sachlichen Voraussetzungen von § 53a AktG und hierbei insbesondere das Vorliegen einer Ungleichbehandlung. Wie bereits angedeutet kann hierbei zwischen formaler und materieller Ungleichbehandlung unterschieden werden.

Ein Fall der formalen Ungleichbehandlung liegt demnach vor, wenn die Aktionäre bereits aufgrund von äußerlichen Kriterien ungleich behandelt werden.<sup>1017</sup> Als Beispiele solcher äußerlicher Kriterien lassen sich die Einführung eines Höchststimmrechts nur für ausländische Aktionäre, der Erwerb eigener Aktien durch Großaktionäre, der Bezugsrechtsausschluss bei Belegschaftsaktionären, die Gewährung unterschiedlicher Frage- und Redezeiten oder die Einräumung eines Wahlrechts zwischen Bar- und Sacheinlage nur für einzelne Aktionäre nennen.<sup>1018</sup>

Wie oben auch angedeutet wurde, hat die materielle Ungleichbehandlung bisher in der gerichtlichen Praxis nur eine geringe Bedeutung.<sup>1019</sup> Ein Fall der materiellen Ungleichbehandlungen liegt vor, wenn eine Maßnahme zwar formal alle Aktionäre anspricht, allerdings die einzelnen Aktionäre unterschiedlich stark trifft.<sup>1020</sup> Die Ungleichbehandlung ist dabei also nicht im Ausgangspunkt der Maßnahme angelegt oder beabsichtigt, sondern beruht vielmehr auf der Wirkungsweise der Maßnahme.<sup>1021</sup> Als Beispiel für den Fall einer materiellen Ungleichbehandlung lässt sich beispielsweise eine Kapitalherabsetzung nennen, bei der Aktionäre, die weniger Anteile halten als die Herabsetzungsquote voraussetzt (bei einer Herabsetzung 5:1 also weniger als 5 Anteile), ihre Mitgliedschaft verlieren würden.<sup>1022</sup> Hier wären diese Aktionäre durch den zusätzlichen Verlust ihrer Mitgliedschaft stärker belastet als die 5 oder mehr Anteile der Gesellschaft haltenden

---

<sup>1017</sup> Fleischer, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 28; Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 63; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 9; Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 231f.

<sup>1018</sup> Vgl. hierzu: Fleischer, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 28, m.w.N.; Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 63.

<sup>1019</sup> So auch ausdrücklich: Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 232; Vgl. zu Anerkennung: Bundesgerichtshof vom 19.12.1977, II ZR 136/76, BGHZ 70, 117 = NJW 1978, 540; generell ablehnend noch: Reichsgericht vom 04.04.1908, Rep. I. 302/07, RGZ 68, 210; Vgl. auch wieder oben, 291f.;

<sup>1020</sup> Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 64; vgl. zu den Möglichkeiten der Bestimmung einer materiellen Ungleichbehandlung: Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 232 ff.

<sup>1021</sup> Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 64.

<sup>1022</sup> Ders., Rn. 65; ähnlich: Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 9.

Aktionäre.<sup>1023</sup> Ein weiteres Beispiel wäre die nachträglich Einführung eines generellen Höchststimmrechts, wenn der Aktienbestand einiger Aktionäre diese Höchstgrenze bereits bei Beschlussfassung übersteigt.<sup>1024</sup>

Die Wahrung des Gleichbehandlungsgebots kann allerdings noch dadurch bestehen bleiben, dass die Ungleichbehandlung gerechtfertigt ist.<sup>1025</sup> Dies setzt nach allgemeiner Meinung sachliche Gründe voraus, die die Ungleichbehandlung zu grunde liegen.<sup>1026</sup> Ob ein solcher Grund vorliegt ist im Einzelfall nicht immer leicht zu bestimmen, insbesondere auch, weil § 53a AktG zur Rechtfertigung keine Angaben macht und führt in der Praxis deshalb auch oft zu Problemen.<sup>1027</sup>

Zu bestimmen ist die sachliche Rechtfertigung anhand der Schranken der Verhältnismäßigkeit.<sup>1028</sup> Entsprechend muss die Maßnahme grundsätzlich geeignet, erforderlich und angemessen sein, um dem Gesellschaftsinteresse zu dienen.<sup>1029</sup> Bei der Bestimmung, ob die Maßnahme im Gesellschaftsinteresse liegt, kommt dem Vorstand und dem Aufsichtsrat nach der deutschen *business judgement rule* § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG; §§ 116 Satz 1, 93 Absatz 1 Satz 2) ein Ermessensspielraum zu.<sup>1030</sup> Letztendlich kommt es also zu einer Interessenabwägung, bei der zwischen dem Nutzen der Maßnahme für die Gesellschaft und der ungleichen Behandlung der Aktionäre abgewogen werden muss.<sup>1031</sup>

---

<sup>1023</sup> Dies.

<sup>1024</sup> Dies. ebd.; vgl. auch: *Bundesgerichtshof* vom 19.12.1977, II ZR 136/76, BGHZ 70, 117 = NJW 1978, 540.

<sup>1025</sup> *Bundesgerichtshof* vom 6.10.1960, II ZR 150/58, BGHZ 33, 175, 186 = NJW 1961, 26; *Bundesgerichtshof* vom 19.12.1977, II ZR 136/76, BGHZ 70, 117 = NJW 1978, 540; *Bundesgerichtshof* vom 09.11.1992, II ZR 230/91, BGHZ 120, 141 = NJW 1993, 400; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 34; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 69; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 252.

<sup>1026</sup> Dies.

<sup>1027</sup> Vgl. *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 252, m.w.N.

<sup>1028</sup> *Bundesgerichtshof* vom 13.03.1978, II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316, *Bundesgerichtshof* vom 25.02.1982, II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703, ; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 15; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 35; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 202; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 292 ff.

<sup>1029</sup> Dies.

<sup>1030</sup> Vgl. hierzu *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 270 ff.

<sup>1031</sup> *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 71 f.; m.w.N.

Sollte die Maßnahme eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung darstellen, kann ein benachteiligter Aktionär die Maßnahme schließlich noch billigen und ihr so zur Wirksamkeit verhelfen. Ein Pauschalverzicht, also der generelle Verzicht auf Gleichbehandlung, ist dabei zunächst rechtlich wirkungslos.<sup>1032</sup> Im Einzelfall kann ein Aktionär aber zustimmen, insbesondere in dem er einen Hauptversammlungsbeschluss mitträgt, der eine Ungleichbehandlung zum Ausdruck bringt.<sup>1033</sup>

Rechtsfolge des Verstoßes gegen das Gleichbehandlungsgebot ist bei Hauptversammlungsbeschlüssen zunächst grundsätzlich dessen Anfechtbarkeit nach § 243 Absatz 1 AktG.<sup>1034</sup> Bei Handlungen der Leitungsorgane gehen die Maßnahmen von Verweigerungsrechten, Ansprüchen auf aktive Gleichbehandlung bis zu Beseitigungsansprüchen.<sup>1035</sup>

## II. Informationelle Gleichbehandlung und erweitertes Auskunftsrecht

Das zuvor dargestellte allgemeine Gleichbehandlungsgebot wird durch § 131 Absatz 4 AktG noch weiter – in Hinblick auf die informationelle Gleichbehandlung von Aktionären – konkretisiert. § 131 Absatz 4 AktG stellt insofern eine besondere Ausprägung des allgemeinen Gleichbehandlungsgebots dar.<sup>1036</sup>

Die Tatsache, dass es sich bei § 131 Absatz 4 AktG aber nur um einen Auskunftsanspruch in der Hauptversammlung handelt und eben nicht um einen generellen Anspruch auf informationeller Gleichbehandlung zeigt aber, dass bereits der systematische Aufbau beider Normen Unterschiede aufweist.<sup>1037</sup> Hieraus wird gefolgert, dass die Voraussetzungen des § 53a (und insbesondere also „keine Rechtfertigung“) vorliegen müssen, damit es überhaupt zu einer Anwendung des § 53a AktG erweiternden § 131 Absatz 4 AktG kommen kann.<sup>1038</sup>

---

<sup>1032</sup> Dies. Rn. 95; mit Verweis auf: *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 19.

<sup>1033</sup> Dies. ebd. und f. Rn.

<sup>1034</sup> *Bundesgerichtshof* vom 11.07.1960, II ZR 24/58, BB 1960, 880, 881; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 39; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 110; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 355 ff.

<sup>1035</sup> *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a, Rn. 40; ausführlich wieder: *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 379 ff.; S. 399 ff., 412 ff.

<sup>1036</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 1; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 95; vgl. auch: *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 334.

<sup>1037</sup> Vgl. *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a, Rn. 58; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 510 ff.

<sup>1038</sup> Dies.

Die allgemeinen Voraussetzungen des erweiterten Auskunftsrechts führen darüber hinaus bereits zur praktischen Bedeutungslosigkeit dieser Vorschrift:<sup>1039</sup>

§ 131 Absatz 4 setzt das Erteilen einer Auskunft an einen Aktionär durch die Gesellschaft außerhalb der Hauptversammlung voraus und schließlich, dass ein Aktionär eine Auskunftsverlangen auf der Hauptversammlung stellt. Unter der Erteilung einer Auskunft ist die willentliche und bewusste Vermittlung von Informationen zu verstehen.<sup>1040</sup> Nicht erfasst werden demnach also postalische oder telekommunikationstechnische Irrläufer und unbefugte eigenmächtige Informationsbeschaffung durch einen Aktionär.<sup>1041</sup>

Die Auskunft muss einem Aktionär wegen seiner Eigenschaft als Aktionär erteilt worden sein. Einem anderen Aktionär steht nur dann ein Anspruch aus § 131 Absatz 4 AktG zu, wenn dieser Anspruch zur mitgliedschaftlichen Gleichbehandlungen der Aktionäre notwendig ist, was nur der Fall sein kann, wenn einem anderem Aktionär auch im Rahmen seines Mitgliedschaftsverhältnisses Informationen gegeben wurden, die der Anspruch stellende Aktionär nicht erhalten hat.<sup>1042</sup> Problematisch ist dabei oftmals die Konstellation, bei der einem Bankenvertreter, der gleichzeitig Aktionär ist, Informationen gegeben werden, wenn die Bank auch noch Kreditbeziehungen mit der Gesellschaft unterhält.<sup>1043</sup> In solchen Fällen der Doppelfunktion des Informationsempfängers will der Großteil der Literaturmeinungen eine widerlegbare Vermutung aufstellen, nach der die Information dem Empfänger in der Rolle des Aktionärs gegeben wurde.<sup>1044</sup> Dass genau diese Problematik auch im Rahmen von Stewardship aufgrund der Doppelfunktion mancher institutioneller Investoren relevant werden kann wird im folgenden Abschnitt noch mal genauer beleuchtet werden.<sup>1045</sup>

Die Auskunft muss durch die Gesellschaft erfolgt sein. Dies setzt nach wohl herrschender Meinung ausschließlich eine Auskunft durch den Vorstand oder

---

<sup>1039</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 335; Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 521; Kersting, in: KK AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 428; Wilde, ZGR 1998, 423, 462.

<sup>1040</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 142; mit Verweis auf: Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 96; Kersting, in: KK AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 435.

<sup>1041</sup> Dies.

<sup>1042</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 342.

<sup>1043</sup> Ders., Rn. 344; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 146.

<sup>1044</sup> Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 146; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131; Rn. 98; jeweils m.w.N.; anders wohl: Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 344, der den Schwerpunkt der Rolle bei Auskunftserteilung bestimmten lassen will.

<sup>1045</sup> Vgl. unten, S. 300 ff.

eine durch den Vorstand autorisierte Auskunft von Aufsichtsräten oder Mitarbeitern voraus.<sup>1046</sup> Wie ebenfalls im folgenden Abschnitt noch genauer diskutiert wird, wirft dies unmittelbar Probleme bei der Auskunft von Aufsichtsratsmitgliedern auf, wenn diese – wie in dieser Arbeit vertreten<sup>1047</sup> – grundsätzlich und im Rahmen der aufgezeigten inhaltlichen Grenzen ermöglicht werden sollen.

Auch muss dies außerhalb der Hauptversammlung erfolgt sein. Dies ist der Fall, wenn im Zeitpunkt der Informationserteilung keine Hauptversammlung stattfindet.<sup>1048</sup> Darüber hinaus gilt eine am Tag der Hauptversammlung gegebene Auskunft auch nicht als in der Hauptversammlung gegeben, wenn nicht für alle Teilnehmer die realistische Möglichkeit der Kenntnisnahme der Information bestand.<sup>1049</sup>

Die abschließende Voraussetzung von § 131 Absatz 4 AktG ist schließlich noch das Auskunftsverlagen durch einen Aktionär auf der Hauptversammlung. Die Tatsache, dass ein solches Verlangen erforderlich ist zeigt auch den systematischen Unterschied zu § 53a AktG, der grundsätzlich immer eine Gleichbehandlung von Aktionären fordert. § 131 Absatz 4 AktG verpflichtet den Vorstand dagegen nur, wenn ein Aktionär eine erweiterte Auskunft verlangt, sodass er die Auskunft nicht ohne Aufforderung geben muss.<sup>1050</sup> Ebenfalls muss das Auskunftsverlangen inhaltlich hinreichend konkretisiert, der Aktionär darf also regelmäßig keine allgemeine „Ausforschungsfragen“ stellen und den Vorstand ganz generell fragen, ob und welche Informationen dieser herausgegeben hat.<sup>1051</sup>

Die bereits angedeutete praktische Bedeutungslosigkeit von § 131 Absatz 4 AktG ergibt sich insbesondere auch aus dem zuletzt genannten Merkmal des Auskunftsverlangens auf der Hauptversammlung. Zum einen trägt der auskunftsersuchende Aktionär eine Konkretisierungspflicht, der er nur in vereinzelten Fällen wirklich nachkommen kann, also nur dann, wenn er bereits weiß, dass

---

<sup>1046</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 341; Kersling, in: KK AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 433; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 96; andere Ansicht noch: Großkomm AktG/Barz (3. Auflage), Anm. 27.

<sup>1047</sup> Vgl. hierzu oben, S. 248 ff.

<sup>1048</sup> Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 96.

<sup>1049</sup> Ders., m.w.N.

<sup>1050</sup> Vgl.: Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 152; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 103.;

<sup>1051</sup> Dies, ebd. und f.; vgl. auch: Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 360ff.; Hoffmann-Becking, in: Pfeiffer/Wiese/Zimmermann (Hrsg.), Festschrift für Heinz Rowedder zum 75. Geburtstag, 1994, S. 159ff.

eine bestimmte Information an einen anderen Aktionär gegeben wurde.<sup>1052</sup> Des Weiteren folgt aus diesem Erfordernis wie gezeigt auch, dass das Verlangen nur auf der Hauptversammlung geltend gemacht werden kann, sodass der Aktionär im Zweifel bis zu einem Jahr warten muss, bis er einen Anspruch nach § 131 Absatz 4 geltend machen kann. Diese zeitliche Diskrepanz macht das erweiterte Auskunftsrecht dann regelmäßig überflüssig, da die Information entweder bereits bekannt geworden oder aufgrund anderer Umstände nicht mehr relevant ist.<sup>1053</sup>

### **III. Beschränkung der Ausübung von Stewardship Verantwortung aufgrund von § 53a und § 131 Absatz 4 AktG**

Damit bleibt die Frage wie sich die Möglichkeit der Ausübung des gerade dargestellten erweiterten Auskunftsrechts aus § 131 Absatz 4 AktG und der zuvor dargestellten Generalklausel der allgemeinen Gleichbehandlung aus § 53a AktG auf die Möglichkeit der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung von institutionellen Investoren auswirkt und wie mit Problemsituationen umgegangen werden sollte. Hierbei stellen sich vor allem zwei besondere Probleme: Zum einen nehmen institutionelle Investoren teilweise eine Doppelfunktion als Aktionär und als Kreditgeber war, zum anderen wird bisher das Auskunftsrecht nach § 131 Absatz 4 regelmäßig auf Auskünfte des Vorstandes beschränkt.

Im Folgenden soll zunächst auf das Problem der Doppelfunktion institutioneller Investoren eingegangen werden (1.). Anschließend wird der allgemeine Umgang mit der Informationsweitergabe an einen ausgewählten Aktionärskreis besprochen (2.). Abschließend wird auf die Sonderproblematik der Anwendbarkeit von § 131 Absatz 4 AktG auf Auskünfte des Aufsichtsrats eingegangen (3.).

#### **1. Doppelfunktion von institutionellen Investoren**

Neben den allgemeinen Problemen bei der informationellen Gleichbehandlung wird in Hinblick auf die Besonderheiten bei institutionellen Investoren zunächst regelmäßig deren Doppelfunktion besonders relevant: neben der Funktion als Aktionär haben einige institutionellen Investoren direkt oder vor allem durch Mut-

---

<sup>1052</sup> Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 335, mit Verweis auf: *Bundesgerichtshof* vom 29.11.1982, II ZR 88/81, BGHZ 86, 1 = NJW 1983, 878; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 141; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 95 und Rn. 103.

<sup>1053</sup> Vgl. dies.

ter- oder Tochtergesellschaften weitere wirtschaftliche Beziehung zu ihren Beteiligungsgesellschaften.<sup>1054</sup> Ein Investmentfond, der durch die Asset Management Sparte einer Bank geführt wird, kann beispielsweise in ein Unternehmen investieren, von dem die Bank bereits Kreditor ist.<sup>1055</sup> Folglich können diesem institutionellen Investor jetzt unter Umständen Informationen als Aktionär oder als Kreditor gegeben werden.

Wie beschrieben greift aber in solchen Fällen regelmäßig eine widerlegbare Vermutung, dass die Information als Aktionär erhalten wurde. Aus Sicht der übrigen Aktionäre bleibt also der Schutz des § 131 Absatz 4 AktG grundsätzlich auch in solchen Situationen noch fast immer bestehen. Die Doppelfunktion von institutionellen Investoren stellt in so einem Fall also kein wesentliches Hindernis bei der Ausübung von Stewardship Verantwortung in Hinblick auf den Schutz der übrigen Aktionäre dar.

## 2. Möglichkeit der bewussten Ungleichbehandlung durch Kontakte zu institutionellen Investoren

Die praktische Bedeutsamkeit der Diskussionen um die informationelle Gleichbehandlung und die Relevanz für den Bereich „Stewardship“ wird allerdings bei den bereits angesprochenen Roadshows und Analystenkonferenzen deutlich. Konferenzen zu denen große Aktionäre, - also vor allem institutionellen Investoren - eingeladen werden und auf denen der Vorstand diesen Aktionären Informationen präsentiert, sind bereits seit einiger Zeit gängige Praxis großer Gesellschaften und durch *Investor Relations* Abteilungen zum Teil stark professionalisiert worden.<sup>1056</sup> Ähnliche Konferenzen können unter Umständen auch zwischen dem Aufsichtsrat und den institutionellen Investoren stattfinden. Die erteilten Informationen auf solchen Konferenzen können den erweiterten Auskunftsanspruch aus § 131 Absatz 4 AktG begründen.<sup>1057</sup>

---

<sup>1054</sup> vgl. zur Doppelfunktion auch wieder: *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 344; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 146; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131; Rn. 98; jeweils m.w.N.

<sup>1055</sup> Vgl. auch: *Siems*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 131, Rn. 76.

<sup>1056</sup> Vgl. wieder: *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 344; *Kubis*, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 146; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131; Rn. 98; jeweils m.w.N.

<sup>1057</sup> *Decher*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 356; vgl. zur informationellen Gleichbehandlung im Rahmen von *Investor Relations* und dem Anbieten von Wertpapieren insbesondere hinsichtlich § 15 Absatz 5 WpPG auch: *Schlitt/Schäfer*, in: *Grundmann/Haar/Merkel et al.* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, 2010, S. S. 2469, S. 1470 f.

Solche Konferenzen bergen also die andauernde Gefahr der Verletzung der informationellen Gleichbehandlung. Vor dem Hintergrund des beschriebenen geringen praktischen Nutzens des erweiterten Auskunftsanspruchs bleibt damit also die Frage offen, ob sich eine solche Ungleichbehandlung rechtfertigen lässt oder ob die Informationsweitergabe begrenzt werden muss.

Als ein Begründungsansatz für die Möglichkeit der selektiven Informationsherausgabe an institutionelle Investoren wird die These der effizienten Ungleichbehandlung genannt.<sup>1058</sup> Danach kann die privilegierte Informationsmitteilung an aktive Großaktionäre ein geeignetes Mittel darstellen, um eine hohe Konzentrierung der Aktionäre, also mehr Stabilität in der Aktionärsstruktur, herbeizuführen und so Kursschwankungen zu verhindern oder eine feindliche Übernahme abzuwehren.<sup>1059</sup> Auch kann ein Informationsprivileg dazu beitragen, dass Kontrollmöglichkeiten durch diese Großaktionäre wahrgenommen werden und diese sich langfristig an die Gesellschaft binden.<sup>1060</sup> Im Gegenzug müssten diese Großaktionäre aber Geheimhaltungsvereinbarungen mit den Unternehmen schließen, damit diese Aktionäre die Informationsvorteile nicht für kurzfristige Handelsvorteile ausnutzen können.<sup>1061</sup>

Dieser These wird entgegengehalten, dass es sich vom gegenwärtigen Gesetzeszustand schlicht nicht rechtfertigen lässt institutionellen Investoren mehr (unbekannte und unter Umständen kursrelevante) Informationen zu geben als den übrigen Aktionären.<sup>1062</sup> Nach dieser Ansicht lassen § 53a und auch § 131 Absatz 4 AktG in ihrer derzeitigen Fassung keine Privilegierung von bestimmten Aktionären zu.<sup>1063</sup> Diese Vorschriften unterscheiden nicht zwischen verschiedenen Groß- und Kleinaktionären sodass eine privilegierte Informationsweitergabe nicht mehr vom Wortlaut der §§ 53a, 131 Absatz 4 AktG erfasst sein kann. Entsprechend wäre es also nur möglich, dass der Vorstand bereits bekannte Informationen mit institutionellen Investoren bespricht.<sup>1064</sup> Hierin würde immer noch eine Ungleich-

---

<sup>1058</sup> Hofstetter, SZW 1996, 222 (allerdings zum Schweizer Recht); Janke, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, 2003, S. 240 ff.; Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 263 ff (auch auf Grundlage des Schweizer Rechts); im Ergebnis ablehnend: Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 523.

<sup>1059</sup> Koch, AG 2017, 129, 136; Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 264.

<sup>1060</sup> Dies.

<sup>1061</sup> Dies.

<sup>1062</sup> Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 524f.

<sup>1063</sup> Vgl.: Hoffmann-Becking, in: Pfeiffer/Wiese/Zimmermann (Hrsg.), Festschrift für Heinz Rowedder zum 75. Geburtstag, 1994, S. 166f; Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 524f.

<sup>1064</sup> Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 525.

behandlung bestehen, da der „einfache Kleinaktionär“ diese Möglichkeit grundsätzlich nicht hat, aber diese wäre noch vom Gleichbehandlungsgebot getragen.<sup>1065</sup>

Zwar ist es wohl richtig, dass § 131 Absatz 4 AktG nicht zwischen Groß- und Kleinaktionären unterscheidet. Allerdings ist anerkannt, dass nach dem Prinzip der relativen Gleichheit vor allem Aktionäre in „vergleichbarer Stellung“ gleichbehandelt werden müssen und insofern – wie oben beschrieben – also keine reine Willkür vorliegen darf.<sup>1066</sup> Ziffer 6.1 DCGK unterstreicht dieses aus § 53a AktG stammende Prinzip und spricht insofern auch nur von dem Erfordernis einer Gleichbehandlung unter gleichen Voraussetzungen.<sup>1067</sup> Eine Einladung von institutionellen Investoren zu Roadshows und Investorentreffen würde dann also auch „nur“ eine relative Ungleichbehandlung von verschiedenen Aktionärsgruppen darstellen und somit nicht grundsätzlich gegen §§ 53a, 131 Absatz 4 AktG verstößen.<sup>1068</sup>

Daraus folgt dann also, dass §§ 53a, 131 Absatz 4 AktG zumindest nicht grundsätzlich gegen die Weitergabe (auch von nicht öffentlich bekannten) Informationen an institutionelle Investoren stehen kann.<sup>1069</sup>

Richtigerweise sollten unbekannte Informationen aber nur in Ausnahmefällen und wenn dies im eindeutigen Interesse des Unternehmens ist weitergegeben werden.<sup>1070</sup>

Für eine solche Handhabung spricht zunächst auch der schwierige Umgang mit Insiderinformationen. Wie noch dargestellt wird ist im Ergebnis die Weitergabe von Insiderinformationen an institutionelle Investoren wohl nach der gegenwärtigen Gesetzeslage grundsätzlich nicht möglich, da Handelsverbote oder Strafen drohen.<sup>1071</sup> Privilegierte Informationen für institutionelle Investoren fallen wohl regelmäßig auch unter das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen (wenn sie die Schwelle der Kurserheblichkeit erreichen), sodass im Ergebnis wohl

---

<sup>1065</sup> Ders. ebd. und f.

<sup>1066</sup> Vgl. oben, S. 294ff.;

<sup>1067</sup> Kremer/Bachmann/Lutter/Werder, in: Kommentar zum DCGK, Ziffer, 6.1 Rn. 1604 f.

<sup>1068</sup> Bunz, NZG 2014, 1049, 1051; mit ähnlichen Erkenntnissen wohl auch: Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, 338; Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 308.

<sup>1069</sup> Hirt/Hopt/Matthens, AG 2016, 725, 738; Im Ergebnis wohl a.A.: Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, S. 536 ff., der im Ergebnis eine fortlaufende Weitergabe sogar als generellen Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz ansieht und diese Praxis somit insgesamt ablehnt.

<sup>1070</sup> Hirt/Hopt/Matthens, AG 2016, 725, 737.

<sup>1071</sup> Vgl. unten, S. 323 ff.; vgl. auch: Mennicke, in: Fuchs WpHG, 2. Auflage 2016, § 14, Rn. 285 ff.; vgl. auch unten, S. 323 ff.

aus Gründen der Vorschriften zum Insiderhandel die Weitergabe von solchen Informationen nicht erfolgen sollte.<sup>1072</sup>

Die Weitergabe von der Öffentlichkeit unbekannten Informationen (abgesehen von der insiderrechtlichen Komponente) ist in Hinblick auf das informationelle Gleichbehandlungsgebot mit rechtlichen Risiken für alle Beteiligten verbunden. Wird eine solche privilegierte Informationsweitergabe regelmäßig praktiziert und beschränkt diese sich nicht nur auf die Erklärung und Diskussion bekannter Tatsachen, könnte sich die Aktiengesellschaft mit einer großen Anzahl an Auskunftsansprüchen nach § 131 Absatz 4 durch die übrigen Aktionäre konfrontiert sehen oder sogar eine Vielzahl an Verfahren der gerichtlichen Klärung über das Bestehen des Auskunftsrechts nach § 132 AktG führen müssen. Die Folgen eines Verstoßes des Gleichbehandlungsgrundsatzes reichen dann vom finanziellem Aufwand für die Prozessführung bis hin zu der Gefahr der Unwirksamkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen und Schadensersatzzahlungen.

Eine bewusste Insiderstellung oder eine privilegierte Informationsweitergabe wie es der britische Stewardship Kodex in den Erklärungen zu Prinzip 3 (allerdings nur sehr schemenhaft und ohne großen Wert für die praktische Umsetzung) andeutet, wären hinsichtlich des informationellen Gleichbehandlungsgebots in Deutschland bereits bedenklich.<sup>1073</sup>

Im Ergebnis bleibt dann also nur die Diskussion und Erklärung von bereits bekannten Informationen als Möglichkeit für den Vorstand und den Aufsichtsrat zu empfehlen.<sup>1074</sup>

Hierin könnte allerdings eine ganz wesentliche und wichtige Funktion von Stewardship anzuerkennen sein: So könnten diese Diskussionen für ein besseres Verständnis ausländischer Investoren von der deutschen (dualistischen) Unternehmensstruktur führen. Auch können institutionellen Investoren den Unternehmen ihre Meinung und Ansicht über die Strategie, Ausrichtung und Geschäftsführung mitteilen. Der Vorstand hat dann entweder die Möglichkeit Kritik anhand bekannter Informationen zu entkräften oder seine Strategie erneut anhand der Argumente der Investoren zu überprüfen. Schafft es der Vorstand den institutio-

---

<sup>1072</sup> Roth, ZGR 2012, 343, 368.

<sup>1073</sup> Darüber hinaus bestehen in diesem Zusammenhang weitere Bedenken hinsichtlich des europäischen Insiderrechts. Vgl. hierzu unten, S. 323 ff.

<sup>1074</sup> Im Ergebnis so auch: Fleischer, ZGR 2009, 505–541, 525 f.; Roth, ZGR 2012, 343, 368; im Ergebnis wohl etwas weniger restriktiv: Bunz NZG 2014, 1049, 1051.

nellen Aktionären (und auch den sonstigen Aktionären, die nicht zu diesen Treffen geladen werden)<sup>1075</sup> zu zeigen, dass er deren Argumente dann auch wirklich zum Wohle der Gesellschaft berücksichtigt hat, können diese Treffen langfristig Vertrauen schaffen und zum Erfolg der Gesellschaft beitragen.

### 3. Ausweitung von § 131 Absatz 4 AktG auf Informationen des Aufsichtsrats

Findet ein Kontakt zwischen Aufsichtsrat und institutionellen Investoren statt stellt sich abschließend noch die Frage inwiefern bei diesem Kontakt die informationelle Gleichbehandlung beachtet werden kann.

Das Grundproblem ist hierbei, dass – wie bereits angedeutet – die Tatbestandsvoraussetzungen des § 131 Absatz 4 AktG nach Auslegung durch die herrschende Meinung eine Information durch Vorstand erfordert.<sup>1076</sup> Eine Auskunft durch die Gesellschaft wird insofern auf den Vorstand verengt. Dies gründet darauf, dass es sich nach dieser Meinung bei einer Auskunft im Sinne von § 131 Absatz 4 AktG um eine der Gesellschaft zurechenbare Geschäftsführungsmaßnahme handele.<sup>1077</sup>

Problematisch ist an dieser Begründung jedoch, dass sich diese Verengung tatsächlich nicht im Wortlaut des § 131 Absatz 4 AktG widerspiegelt.<sup>1078</sup> Der Wortlaut spricht nur von einer „Auskunft“ und eben nicht von einer Auskunft durch den Vorstand oder im Namen der Gesellschaft.

Diese Selbstverständlichkeit der Verengung auf Auskünfte des Vorstands könnte darauf beruhen, dass Investor Relations bisher ohnehin immer nur als Befugnis und Aufgabenbereich des Vorstands angesehen wurde.<sup>1079</sup> Entsprechend wären Auskünfte des Aufsichtsrats immer „unbefugte“ und somit keine Auskünfte, die ein Auskunftsrecht nach § 131 Absatz 4 AktG begründen können.<sup>1080</sup>

---

<sup>1075</sup> Vgl.: *Assmann*, AG 1997, 50–58, 57, der die Gefahr sieht, dass Misstrauen unter den Aktionären geschaffen werden kann, wenn die Informationspolitik des Unternehmens zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen unterscheidet. Durch eine transparente Informationspolitik kann dieser Gefahr aber von Anfang an durch Vorstand und Aufsichtsrat entkräftet werden.

<sup>1076</sup> *LG Frankfurt a.M.* vom 16.02.2016, AG 2016, 758 = ZIP 2016, 1535; *Decher*, in: *Großkomm AktG*, 4. Aufl. 1999–2006, § 131 Rn. 341; *Koch*, in: *Hüffer/Koch AktG*, 12. Aufl. 2016, § 131, Rn. 40; *Kubis*, in: *MüKomm AktG*, 3. Aufl. 2013, § 131, Rn. 143; *Spindler*, in: *Schmidt/Lutter AktG*, 3. Aufl., § 131, Rn. 96).

<sup>1077</sup> Dies.

<sup>1078</sup> *Koch*, AG 2017, 129, 138.

<sup>1079</sup> So folgert ders. ebd.

<sup>1080</sup> Ders., m.w.N. .

Wie bereits dargestellt wurde, stellt die Weitergabe von Informationen durch Aufsichtsratsmitglieder allerdings nicht grundsätzlich eine Pflichtverletzung nach § 116 iVm § 93 AktG beziehungsweise nach § 116 Satz 2 AktG dar.<sup>1081</sup>

Daher wird man im Ergebnis das Auskunftsrecht nicht auf Auskünfte des Vorstandes beschränken können, sondern auch auf Auskünfte des Aufsichtsrats erweitern müssen.<sup>1082</sup>

Zum einen wäre es untragbar dem Vorstand die Nachinformation mit Hinweis auf die Tatbestandsvoraussetzungen des § 131 Absatz 4 AktG aufzuerlegen, dem Aufsichtsrat allerdings mit gleichem Hinweis eben nicht. Der Wortlaut des § 131 Absatz 4 AktG gebietet diese Einschränkung ja auch gerade eben nicht.<sup>1083</sup>

Im Ergebnis wohl noch überzeugender ist die Rückführung des § 131 Absatz 4 AktG auf § 53a AktG, als dessen besondere Ausprägung des Gebots der informationellen Gleichbehandlung. Demnach sollen die Aktionäre insgesamt gleichbehandelt werden.<sup>1084</sup> Insbesondere soll dadurch verhindert werden, dass einige Aktionäre einen Wissensvorsprung und ein Informationsmonopol erhalten, welches die kollektive Willensbildung in der Hauptversammlung beeinträchtigen könnte.<sup>1085</sup> Betrachtet man die kollektive Willensbildung in der Hauptversammlung, kann es allerdings keinen Unterschied machen, ob einige Aktionäre einen Informationsvorsprung durch Informationsweitergabe durch den Vorstand oder durch den Aufsichtsrat erhalten haben. Unter Umständen mag es sich sogar genau umgekehrt darstellen: Insbesondere bei aufsichtsratsspezifischen Themen sind Informationen, die durch den Aufsichtsrat weitergegeben wurden, besonders dazu geeignet die Willensbildung durch die Hauptversammlung zu verfälschen, wenn einige Aktionäre einen nichtausgleichbaren Wissensvorsprung erhalten haben.

Es würde entsprechen dem grundlegenden Sinn und Zweck der informationellen Gleichbehandlung und der Nachinformation zuwiderlaufen, wenn man Informationen des Aufsichtsrats nicht in den Anwendungsbereich des § 131 Absatz 4 AktG einbeziehen würde und somit eine bewusste Lücke in der nachträglichen Gleichstellung von Aktionären lässt.

---

<sup>1081</sup> Vgl. oben, S. 257 ff.

<sup>1082</sup> So auch: Koch, AG 2017, 129, 138.

<sup>1083</sup> Ders.

<sup>1084</sup> Vgl. hierzu wieder Bungeroth, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 53a, Rn. 1; Spindler, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 131, Rn. 95; vgl. auch: Decher, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 131, Rn. 334.

<sup>1085</sup> Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 131, Rn. 36; Kubis, in: MüKomm AktG, 3. Aufl. 2013, § 131, 141.

Somit wird man im Ergebnis also das nachträgliche Auskunftsrecht nach § 131 Absatz 4 AktG auch auf Auskünfte des Aufsichtsrats ausweiten müssen.<sup>1086</sup> Auskünfte im Sinne von § 131 Absatz 4 AktG sind somit nicht als Auskünfte zu verstehen, die eine Geschäftsführung durch den Vorstand darstellen. Vielmehr sind Auskünfte in diesem Sinne solche, die von Vorstand oder Aufsichtsrat an einen Aktionär weitergegeben wurden und diesem dadurch einen Wissensvorsprung geben, der dazu geeignet ist die kollektive Willensbildung auf der Hauptversammlung zu beeinträchtigen.

Nichtsdestotrotz bleiben praktische Bedenken, die die Anwendbarkeit und Bedeutung des Auskunftsrechts beschränken, auch bei dieser Ausweitung bestehen.<sup>1087</sup> Die Konkretisierungspflicht des auskunftsverlangenden Aktionärs wird auch weiterhin gelten. Diese Bedenken können jedoch keinen Einfluss auf die rechtliche Möglichkeit des Auskunftsverlangen hinsichtlich Aufsichtsratsauskünften haben.<sup>1088</sup>

#### IV. Zusammenfassung

Das in § 53a AktG formulierte Gleichbehandlungsgebot stellt ein positiv formulierte Verbot zur Ungleichbehandlung dar, das spätestens seit Ende des 19. Jahrhunderts anerkannt ist und infolge des Durchführungsgesetz zur zweiten gesellschaftsrechtlichen EWG-Richtlinie aus dem Jahr 1978 in das Aktiengesetz aufgenommen wurde. Hierdurch soll garantiert werden, dass Aktionäre im mitgliedschaftlichen Bereich gleichbehandelt werden. Einen Sondertatbestand stellt insofern § 131 Absatz 4 AktG dar, der einen erweiterten Auskunftstatbestand zur informationellen Gleichbehandlung umschreibt.

Institutionellen Investoren können insbesondere im Rahmen von Treffen mit Vorstand und Aufsichtsrat Informationen gegeben werden, an deren Erhalt auch andere Aktionäre ein berechtigtes Interesse haben. Bereits aufgrund der möglichen Folgen einer solchen Ungleichbehandlung, die von Schadensersatz bis Folgenbeseitigungsansprüchen reichen, sollte eine solche Ungleichbehandlung allerdings regelmäßig nicht ermöglicht werden. Auch muss sich das erweiterte Auskunftsrecht auch auf Auskünfte des Aufsichtsrats beziehen. § 131 Absatz 4 Satz 1 AktG spricht insofern auch nur von einer Auskunftserteilung und meint insofern Auskünfte des Vorstandes und des Aufsichtsrats.

Der Nutzen des Kontaktes institutioneller Investoren zu Aufsichtsrat und Vorstand besteht bei der Diskussion bekannter Informationen also vor allem darin den zumeist ausländischen institutionellen Investoren weitere Erklärungen zur Führung der Gesellschaft zu geben und den Investoren wiederum ein Forum zu

---

<sup>1086</sup> Mit gleichem Ergebnis, aber wohl anderer Begründung: Koch, AG 2017, 129, 138.

<sup>1087</sup> Ders.

<sup>1088</sup> Ders.

geben, in dem sie ihre Interessen und Erwartungen (nicht öffentlichen) formulieren können.

## B. Verschwiegenheitspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat aus § 93 Absatz 1 Satz 3 und aus § 116 Satz 2 AktG

Weiterhin haben sowohl Vorstand wie auch der Aufsichtsrat bei Kontakten zu institutionellen Investoren die Verschwiegenheitspflicht zu beachten.

Die Grundlagen der Verschwiegenheitspflicht wurden in Hinblick auf den Aufsichtsrat bereits dargestellt.<sup>1089</sup> Diese Pflicht war bereits vor den klarstellenden Änderungen des TransPuG in § 116 Satz 2 AktG für den Aufsichtsrat anerkannt und aus der Treuepflicht gefolgt. Gleiches galt für den Vorstand vor der Einführung des § 93 Satz 3 AktG im AktG von 1937.<sup>1090</sup>

Die Verschwiegenheitspflicht kann, wie bereits dargestellt wurde, nicht direkt und wohl auch nicht als Umkehrschluss eine ausreichende Begründung für die rechtliche Möglichkeit des Investorenkontaktes durch den Aufsichtsrat darstellen, allerdings schließt die Verschwiegenheitspflicht diesen Kontakt auch eben nicht direkt aus.<sup>1091</sup> Insofern gibt die Verschwiegenheitspflicht also nur die im Folgenden beschriebenen inhaltlichen Grenze des Kontaktes zwischen institutionellen Investoren und Vorstand und Aufsichtsrat vor.

Sinn und Zweck der Verschwiegenheitspflicht ist sowohl für den Vorstand wie auch den Aufsichtsrat vorrangig der Schutz des Unternehmensinteresses.<sup>1092</sup> Die Verschwiegenheitspflicht soll auch der Funktionsfähigkeit der Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat dienen.<sup>1093</sup> Ebenfalls soll die Verschwiegenheitspflicht die Funktionsfähigkeiten der Organe selbst garantieren, indem vertrauliche Angaben von Sitzungen nicht nach Außen getragen werden.<sup>1094</sup>

---

<sup>1089</sup> Siehe hierzu oben, S. 257 ff.

<sup>1090</sup> Spindler, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 93, Rn. 113; vgl. auch: Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 93, Rn. 160; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 93 Rn. 29.

<sup>1091</sup> Vgl. wieder oben, S. 257 ff.

<sup>1092</sup> Bundesgerichtshof vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412; Bundesgerichtshof vom 5.11.2013, II ZB 28/12, BGHZ 198, 354 = NJW 2014, 541; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 93 Rn. 280; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 226 ff.; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 93 Rn. 30; Krieger/Sailer-Coeani, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 93 Rn. 22 ff.; Mertens/Cahn, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 41; Oetker, in: Grundmann/Haar/Merkel et al. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, 2010, S. 1091, S. 1091 ff.; Spindler, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 93, Rn. 116 ff.; vgl. auch: Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 93, Rn. 160.

<sup>1093</sup> Vgl. wieder dies. ebd. und f. Rn.; siehe auch: Wilde, ZGR 1998, 423, 430; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 218 und Rn. 220.

<sup>1094</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 93 Rn. 164; Hopt/Roth, in: Großkomm AktG, 5. Aufl. 2015, § 93 Rn. 280; Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 93, Rn. 30;

Die inhaltliche Reichweite wurde ebenfalls in Hinblick auf die Geheimhaltungspflicht des Aufsichtsrats dargestellt: die Geheimhaltungspflicht von Aufsichtsrat und Vorstand umfasst Geheimnisse und vertrauliche Angaben.<sup>1095</sup> Geheimnisse der Gesellschaft sind Umstände in Bezug auf die Gesellschaft, die nicht allgemein bekannt sind und nach dem Willen der Gesellschaft nicht weiterverbreitet werden sollen.<sup>1096</sup> Vertrauliche Angaben umfassen solche Mitteilungen, Stellungnahmen oder Berichte, die nicht zwangsläufig Geheimnischarakter haben, also bereits aus anderen Quellen öffentlich bekannt sind, aber an deren Nacherörterung die Gesellschaft auch ein Interesse hat.<sup>1097</sup>

Der Vorstand ist grundsätzlich der „Herr der Gesellschaftsgeheimnisse“.<sup>1098</sup> Entsprechend seiner Möglichkeit das Unternehmensinteresse<sup>1099</sup> zu konkretisieren kann er auch festlegen, dass es im Interesse des Unternehmens ist, bestimmte Informationen offenzulegen, was sich insbesondere auf die Offenlegung gegenüber Großaktionären beziehen kann.<sup>1100</sup>

Der Aufsichtsrat kann ebenfalls für seinen Zuständigkeitsbereich festlegen welche Informationen im Interesse der Gesellschaft sind und offengelegt werden

---

hinsichtlich der Bedeutung der Vertraulichkeit bei Aufsichtsratssitzungen: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 250 ff.; *Lutter/Krieger/Versch*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 6. Aufl. (2014) Rn. 266 ff.; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 55; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 116 Rn. 112; *Vetter*, AG 2016, 873, 875.

<sup>1095</sup> Vgl. oben, S. 257.

<sup>1096</sup> Ebd.

<sup>1097</sup> Wieder ebd.

<sup>1098</sup> *Bundesgerichtshof* vom 5.6.1975, II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 = NJW 1975, 1412; *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116, Rn. 62 f.; *Koch*, AG 2017, 129, 139; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 93, Rn. 119.

<sup>1099</sup> An dieser Stelle soll keine Unterscheidung zwischen Unternehmensinteresse und Gesellschaftsinteresse erfolgen. Beide Begriffe werden im Zusammenhang mit der Verschwiegenheitspflicht regelmäßig (insbesondere auch von der Rechtsprechung) als Synonym gebraucht. Diese terminologische Unschärfe bringt leider einige Unklarheiten mit sich, insofern wäre es tatsächlich wünschenswert beiden Begriffen einen trennscharfen eigenen Bedeutungsbereich zuzuweisen. Für die Diskussion der Verschwiegenheitspflicht soll diese Unterscheidung aber hier unterbleiben, da insbesondere die Rechtsprechung diese Unterscheidung auch nicht trifft und eine Diskussion insofern wenig weiterführend wäre. Vgl. hierzu auch für eine generelle Gleichsetzung von Unternehmens- und Gesellschaftsinteresse: *Weber*, in: Hölters AktG, 2. Aufl. 2014, § 76 Rn. 23; vgl. auch: *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 93 Rn. 160, der insofern deutlich macht, dass man hier besser vom Gesellschaftsinteresse sprechen sollte und insofern eine Unterscheidung von Gesellschaftsinteresse und Unternehmensinteresse im Zusammenhang der §§ 93, 116 andeutet.

<sup>1100</sup> *Fleischer*, ZGR 2009, 505–541.

können.<sup>1101</sup> Dies folgt aus seiner Kommunikationskompetenz mit institutionellen Investoren, die sich eben auch auf diesen Zuständigkeitsbereich beschränkt und aus diesem als Annex gefolgt werden muss.<sup>1102</sup> Entsprechend ist die Anerkennung der Selbstbefreiung durch den Aufsichtsrat auch keine Fortsetzung einer neu anerkannten Geschäftsführungsbefugnis durch den Aufsichtsrat, sondern nur die Fortsetzung der bestehenden (Annex-)Kompetenz zur Kommunikation mit Investoren.<sup>1103</sup> Auch greift der Aufsichtsrat dadurch nicht in die Kompetenz des Vorstandes zur Konkretisierung des Unternehmensinteresses ein:<sup>1104</sup> Zustimmend wird man davon ausgehen können, dass der Vorstand das Unternehmensinteresse zu konkretisieren hat.<sup>1105</sup> Geht es aber um die Kommunikation aufsichtsratsspezifischer Kernthemen (beispielsweise hinsichtlich vertraulicher Angaben zur Personalhoheit des Aufsichtsrats) kann es nicht der Vorstand sein, der das Unternehmensinteresse hinsichtlich der Erörterung dieser Themen definiert, da er unweigerlich einem evidenten Interessenskonflikt gegenüberstehen würde. Dieser Konflikt wird ihm in der Regel eine Bewertung des objektiven Unternehmensinteresses unmöglich machen, sodass der Aufsichtsrat insofern diese Bewertung vornehmen muss. Daher ist es Aufgabe des Aufsichtsrats die Interessen der verschiedenen Bezugsgruppen innerhalb und außerhalb der Gesellschaft abzuwägen und dann zu entscheiden, ob es im Interesse der Gesellschaft ist diese mitzuteilen und mit institutionellen Investoren zu erörtern.

Die Offenlegung von Informationen, die als geheim oder vertraulich einzustufen sind, kann sowohl für den Vorstand wie auch den Aufsichtsrat insbesondere dann Sinn machen, wenn das Vertrauen des Kapitalmarktes oder anderer bedeutender Bezugsgruppen durch andauerndes Schweigen einer kontinuierlichen Beeinträchtigung ausgesetzt ist. Insofern ist die Diskussion solcher Inhalte mit der Bezugsgruppe der institutionellen Investoren durchaus dazu geeignet Vertrauen widerherzustellen und dient entsprechend auch dem Unternehmensinteresse.<sup>1106</sup>

Die Grenze der Selbstbefreiungsmöglichkeit wiederum muss jedenfalls dort liegen, wo es sich um Informationen mit potentieller Kursrelevanz handelt, da die

---

<sup>1101</sup> *Habersack*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 116, Rn. 62; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 736 f.; *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116 Rn. 240; *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 47; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 116 Rn. 47; *Seibt/Scholz*, AG 2016, 739, 745.

<sup>1102</sup> Vgl. hierzu oben, S. 248 ff.

<sup>1103</sup> Deutlich restriktiver und wohl grundsätzlich a.A.: *Koch*, AG 2017, 129, 139.

<sup>1104</sup> So aber ders. ebd.

<sup>1105</sup> *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 76 Rn. 28 ff.; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 76 Rn. 63 ff.; m.w.N.

<sup>1106</sup> *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 47.

Offenlegung solcher Informationen jedenfalls einen Verstoß gegen Insidervorschriften und Art. 14 c) MAR handelt.<sup>1107</sup>

Richtigerweise wird man also zu dem Ergebnis kommen müssen, dass Aufsichtsrat und Vorstand für ihren ausschließlichen Verantwortungsbereich grundsätzlich selbst bewerten können, was im Interesse der Gesellschaft ein Geheimnis oder eine vertrauliche Angabe darstellt. Bei Überschneidungen muss der Vorstand diese Bewertung vornehmen, damit keine Einmischung in die Geschäftsführungsbeugnis droht.<sup>1108</sup>

Vorstand und Aufsichtsrat trifft die Verschwiegenheitspflicht insbesondere bei der Kommunikation mit institutionellen Investoren.<sup>1109</sup> Der Kontakt institutioneller Investoren zu diesen beiden Organen kann entsprechend auch nur unter Berücksichtigung der Verschwiegenheitspflicht dieser Organe stattfinden, sodass vom Grundsatz her nicht über Geheimnisse und vertrauliche Angaben gesprochen werden sollte.<sup>1110</sup>

Das bedeutet allerdings nicht, dass Vorstand und Aufsichtsrat vollständig auf die Diskussion insbesondere von vertraulichen Angaben verzichten müssen: So kann es gerade im Interesse der Gesellschaft sein, dass Vorstand und auch Aufsichtsrat (bzw. deren Vorsitzende) einzelne Informationen, die zunächst geheimhaltungspflichtig wären, gegenüber institutionellen Investoren kommunizieren.<sup>1111</sup> Insofern können Vorstand und Aufsichtsrat im Sinne der zuvor dargestellten Grundsätze für ihren Verantwortungsbereich auch entscheiden, ob eine Information im Interesse des Unternehmens geheim zu halten ist und ein Geheimnis oder eine vertrauliche Angabe darstellt.

Das bedeutet allerdings wieder, dass Vorstand und Aufsichtsrat grundsätzlich nicht über unbekannte Informationen sprechen sollten, da insofern immer eine Pflichtverletzung droht. Die Funktion des Kontaktes institutioneller Investoren zu Vorstand und Aufsichtsrat muss also auch in Hinblick auf die Verschwiegenheitspflicht darin bestehen, dass Vorstand und Aufsichtsrat ihr gesellschaftsbezogenes

---

<sup>1107</sup> Vgl. hierzu unten, S. 323 ff.

<sup>1108</sup> *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 737.

<sup>1109</sup> *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 347; *Fleischer*, ZGR 2009, 505–541, 526 f.; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 736 f.; *Koch*, AG 2017, 129, 139; *Leyendecker-Langer*, NZG 2015, 44, 47; *Wettich*, AG 2017, 60. .

<sup>1110</sup> Vgl. in hinsichtlich des Aufsichtsrats: *Hopt/Roth*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 116, Rn. 246.

<sup>1111</sup> *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 3. Aufl. 2015, § 93 Rn. 169; vgl. auch: *Spindler*, in: *MüKomm AktG*, 4. Aufl. 2014, § 93 Rn. 119;

genes Verhalten erklären können und den institutionellen Investoren die Möglichkeit gegeben wird im Rahmen dieses Kontaktes Erwartungen und Interessen deutlich zu machen.

### C. Treuepflicht der Aktionäre

Aktionäre haben, wie bereits zu Anfang dieser Arbeit dargestellt wurde, eine Treuepflicht gegenüber ihren Mitaktionären.<sup>1112</sup> Diese Treuepflicht bindet auch institutionelle Investoren bei der Ausübung ihrer Einwirkungsmöglichkeiten und stellt eine weitere aktienrechtliche Schranke, neben der Treuepflicht von Vorstand und Aufsichtsrat, dar.

Besonders relevant ist die Treuepflicht der Aktionäre bei der Stimmrechtsausübung. Darüber hinaus hat die Treuepflicht aber auch noch einen weitergehenden Anwendungsbereich bei jeglicher Ausübung von Kontroll- und Mitverwaltungsrechten, sowie bei der Einwirkung auf das Unternehmen.<sup>1113</sup> Insofern wird die Treuepflicht bei der Lösung auch von bisher unbekannten Problemen regelmäßig eine Rolle spielen.<sup>1114</sup>

Insgesamt wir durch die Treuepflicht der Aktionäre eine Pflicht zur Beachtung der Interessen der Gesellschafter und der mitgliedschaftlichen Interessen der Mitaktionäre festgestellt.<sup>1115</sup> Dabei hat sie sowohl negativ eine rechtsbegrenzende Schrankenfunktion in Form einer Rücksichtnahmepflicht, aber auch eine positive Ergänzungsfunktion in Form einer Förderungspflicht.<sup>1116</sup>

Im Folgenden soll zunächst auf die Treuepflicht in Zusammenhang mit der Wahrnehmung von Stimmrechten insbesondere durch institutionelle Aktionäre angesprochen werden (*I.*). Anschließend wird auf die Treuepflicht bei Wahrnehmung sonstiger Rechte und Einwirkungsmöglichkeiten eingegangen (*II.*).

---

<sup>1112</sup> Vgl. oben, S. 50 ff.

<sup>1113</sup> *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 50; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Vor § 53a Rn. 48; *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 152 ff.; S. 165 ff.

<sup>1114</sup> *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 45.

<sup>1115</sup> Vgl. *Bundesgerichtshof* vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 = NJW 1988, 1579; *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 25; *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a Rn. 38 ff.; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 54; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh. § 53a Rn. 52.; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 74

<sup>1116</sup> Vgl. dies. ebd. sowie ff. Rn.; vgl. auch: *Lutter*, ZHR 1998, 164, 166 f.

## I. Die Treuepflicht bei der Stimmrechtswahrnehmung

Die Treuepflicht hat vor allem bei der Ausübung der Stimmrechte eine Bedeutung. Auch hier sind positive und negative Funktionen denkbar.

Die Freiheit der Aktionäre bei der Stimmrechtsabgabe steht dabei allerdings von Anfang an im starken Widerspruch zur Präjudizierung des Stimmrechts durch eine Treuebindung des Stimmrechts, sodass die Treuepflicht wohl auch nur in besonderen Einzelfällen in Betracht kommt.<sup>1117</sup> Grundsätzlich können in solchen Fällen sowohl Mehrheits- und Minderheitsaktionäre durch die Treuepflicht gebunden werden.<sup>1118</sup>

In positiver Hinsicht, also als Förderungspflicht greift die Treuepflicht ein, wenn anhand von objektiven Kriterien deutlich ist, dass die Gesellschaft auf die Mitwirkung angewiesen ist.<sup>1119</sup> Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn ein unverzichtbares Sanierungskonzept verabschiedet werden muss, das von den Aktionären gebilligt werden muss.<sup>1120</sup> Auch kann von einem Aktionär verlangt werden eine Satzungsänderung mitzutragen, die die Anpassung an eine geänderte Gesetzeslage bezweckt und so den Fortbestand der Gesellschaft garantiert.<sup>1121</sup> Verpflichtende Satzungsänderungen können dabei auch die oben beschriebene Änderung des Unternehmensgegenstand umfassen, wenn die Praxis der Gesellschaft bereits ein Geschäftsfeld umfasst, das zwar von der Satzung bisher nicht so umfasst wurde, aber dennoch mit dem Gesellschaftsgegenstand eng verbunden ist.<sup>1122</sup> Personalentscheidungen der Hauptversammlung können auch von der Treuepflicht eingeschränkt werden, wenn die fortdauernde Organmitgliedschaft eines Organvertreters als schlichtweg unvertretbar erscheint und durch Beschluss der Abberufung herbeigeführt werden muss.<sup>1123</sup>

Wesentlich größere Bedeutung hat aber die einschränkende, negative Rücksichtnahmefunktion bei der Stimmrechtswahrnehmung:

---

<sup>1117</sup> *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a Rn. 58f.; *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 169 f., jeweils m.w.N.

<sup>1118</sup> Ders. Rn. 62; vgl. hierzu insbesondere auch: *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739, 1739 ff.

<sup>1119</sup> *Cahn/Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a Rn. 38; *Drygala*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 123; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a Rn. 58f.; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 57.

<sup>1120</sup> *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739.

<sup>1121</sup> *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a Rn. 59; vgl. auch *Drygala*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 123.

<sup>1122</sup> Dies. ebd.

<sup>1123</sup> Vgl. *Lutter*, ZHR 1998, 164, 169.

Das Wahlrecht kann ganz grundsätzlich negativ dahingehend eingeschränkt werden, dass der Aktionär keine Beschlüsse herbeiführen darf, die ihm einen einseitigen Vorteil zu Lasten der Gesellschaft bringen oder die Interessen der Mitaktionäre unangemessen beeinträchtigen.<sup>1124</sup> Auch hier kann eine große Anzahl an Beispielen genannt werden, wie die Zustimmung zur Auflösung der Gesellschaft, wenn zuvor bereits die Übernahme von Gesellschaftsvermögen vereinbart wurde,<sup>1125</sup> die Wahl eines offensichtlich befangenen Abschlussprüfers,<sup>1126</sup> die Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern, die ihm zum Schaden der Gesellschaft ergeben sind,<sup>1127</sup> Erteilung der Entlastung bei offensichtlichem oder schwerwiegenden Satzungsverstößen<sup>1128</sup> oder weitere Beispiele.<sup>1129</sup>

Insgesamt bleibt die Wahlfreiheit in aller Regel aber unberührt, da die Treuepflicht eben nicht zum Einfallstor der gerichtlichen Kontrolle der für die Aktiengesellschaft grundlegenden und typischen Willensbildung durch Mehrheitsbeschlüsse werden soll.<sup>1130</sup> Die Treuepflicht soll nur die unverhältnismäßige Durchsetzung von Partikularinteressen verhindern.<sup>1131</sup>

Die Bedeutung der Treuepflicht bei Ausübung von Stimmrechten durch institutionelle Investoren wird daher wohl nur sehr selten relevant. Insbesondere sind egoistische Ziele eines Aktionärs nicht zwangsläufig treuepflichtwidrig, auch wenn der Aktionär versucht diese mittels seiner Stimmrechtswahrnehmung zu erreichen.<sup>1132</sup> Ihm steht insofern ein vergleichsweise weites unternehmerisches Ermessen bei der Wahrnehmung seiner Rechte und bei der Erreichung bestimmter Ziele zu.<sup>1133</sup> Insbesondere ist der Versuch durch die Einflussnahme den Aktien-

---

<sup>1124</sup> *Bundesgerichtshof* vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103,184 = NJW 1988, 1579; *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 26.

<sup>1125</sup> *Bundesgerichtshof* vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103,184 = NJW 1988, 1579.

<sup>1126</sup> *Bundesgerichtshof* vom 25.11.2002, II ZR 49/01, BGHZ 153, 32 = NJW 2003, 970.

<sup>1127</sup> KG vom 03.12.2002, 1 W 363/02, ZIP 2003, 1042 = NZG 2003, 441; Hinsichtlich der Wahl an sich wird es sich insofern um einen Treuepflichtverstoß handeln, der sich nach der Wahl deliktisch durch die Verwirklichung des Tatbestandes des § 117 Absatz 1 AktG fortsetzt. Vgl. hierzu unten, S. 317 ff.

<sup>1128</sup> *Bundesgerichtshof* vom 25.11.2002, II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032.

<sup>1129</sup> Vgl. die Beispiele bei: *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 27; *Drygala*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 100 ff.; *Fleischer*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 53a Rn. 56; *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 53a Rn. 58 ff.

<sup>1130</sup> *Henze/Notz*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a Rn. 61, m.w.N.;

<sup>1131</sup> Dies.

<sup>1132</sup> Vgl. *Thaeter/Guski*, AG 2007 9, 301, 303.

<sup>1133</sup> *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 169 f.

kurs einer Gesellschaft zu steigern nicht *per se* treuepflichtwidrig, allerdings können insbesondere spekulative Entscheidungen insofern unter Umständen zur Treuepflichtwidrigkeit führen.<sup>1134</sup>

Die dargestellten Möglichkeiten von institutionellen Investoren zur Stimmrechtwahrnehmung zielen aber zumindest auch auf die Verhinderung der Durchsetzung von Interessen einer Minderheit und des Zustandekommens von Zufallsmehrheiten und ab.<sup>1135</sup> Spekulative Verhaltensweisen, wie sie insbesondere von aktivistischen Investoren genutzt werden, sollen daher gerade durch die Wahrnehmung von Stimmrechten durch institutionelle Investoren verhindert werden. Insofern verfolgen der Rechtsgedanke der Treuepflicht und die Stewardship Verantwortung ein sehr ähnliches Ziel, sodass Widersprüche zwischen der Wahrnehmung von Stimmrechten zur Treuepflicht zwar denkbar wären, aber wohl eher die Ausnahme darstellen dürften.

## II. Die Treuepflicht bei Ausübung sonstiger Rechte und Einwirkungsmöglichkeiten

Die Treuepflicht spielt weiterhin auch eine Rolle bei der Ausübung sonstiger Aktionärsrechte. Sie gilt in allen gesellschaftlichen Belangen und insofern müssen die Aktionäre auf das Unternehmensinteresse und die gesellschaftsbezogenen Interessen der Mitaktionäre angemessen Rücksicht nehmen.<sup>1136</sup> Allerdings steht den Aktionären auch wieder ein weites unternehmerisches Ermessen zu, sodass die Treuepflicht die allgemeine Rechteausübung und sonstige Einwirkungsmöglichkeiten nur in Einzelfällen einschränken kann.<sup>1137</sup>

Bei der weiteren Rechtewahrnehmung kann durch die Treuepflicht insbesondere das Rederecht oder Frageright auf der Hauptversammlung beschränkt werden, damit diese Rechte nicht ausufernd in Anspruch genommen werden und die ordnungsgemäße Durchführung der Hauptversammlung beeinträchtigt wird.<sup>1138</sup> Auch die missbräuchliche Verwendung von Beschlusskontrollmöglichkeiten, wie insbesondere die funktionswidrige Anfechtungsklage, können einen Verstoß gegen die Treuepflicht darstellen.<sup>1139</sup>

---

<sup>1134</sup> Ders.

<sup>1135</sup> Vgl. oben, S. 212 ff.

<sup>1136</sup> Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a Rn. 52 mit Verweis auf: Reichsgericht vom 1931, RGZ 132, 149, 163.

<sup>1137</sup> Vgl. wieder: Voigt, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 169 f.

<sup>1138</sup> Cahn/Spannenberg, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 53a Rn. 38; m.w.N.

<sup>1139</sup> OLG Frankfurt vom 13.01.2009, 5 U 183/07, NZG (2009), 222, 223; Bunkerth, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 27; Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, Anh § 53a Rn. 24; jeweils m.w.N., der BGH sieht einen Rückgriff auf die Treuepflicht in diesen Fällen allerdings als „nicht“ oder „kaum“ relevant an, vgl. insofern: Bundesgerichtshof vom

Die Frage, ob eine gesteigerte Treuepflicht auch bei weiteren nicht formal geregelten Einwirkungsmöglichkeiten, insbesondere in den bereits diskutierten Fällen des informellen Kontaktes institutioneller Investoren zu Vorstand und Aufsichtsrat, einen konkreten Verstoß gegen verbandschaftliche Pflichten begründen kann, mag bereits aufgrund der Existenz des (nachfolgend diskutierten) § 117 AktG überflüssig erscheinen. Allerdings ließe sich insofern zumindest diskutieren, dass Großaktionäre, die aufgrund ihres Einflusses auf Vorstand und Aufsichtsrat eine organähnliche oder faktische Organfunktion einnehmen, auch entsprechend eine gesteigerte organähnliche Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft und den Mitaktionären auferlegt werden müsste.<sup>1140</sup> Können insbesondere Großaktionäre ihren Einfluss auf die Gesellschaft und deren Organe unmittelbar umsetzen und so die Richtung der Gesellschaft steuern, könnte auch eine organähnliche treuhänderische Pflichtenbindung entstehen und so eine erweiterte Treuepflicht begründen.<sup>1141</sup>

Ob man die Treuepflicht der Aktionäre allerdings derart erweitern und an die Treuepflicht von Vorstand oder Aufsichtsrat anlegen kann, ist zumindest vor dem Hintergrund der strikten Organisationsverfassung fraglich: so haben Vorstand und Aufsichtsrat ihren Aufgaben eigenverantwortlich nachzukommen.<sup>1142</sup> Für organähnliche oder organfaktische Verhaltensweisen von Aktionären dürfte daher insofern bereits kein Anwendungsbereich bestehen, da ein solches unmittelbares Verhalten immer zugleich einen Eingriff in die Autonomie der Organe und einen Verstoß gegen die Organisationsverfassung darstellen würde.<sup>1143</sup> Daher wird auch eine erweiterte und somit organähnliche, also der Treuepflicht insbesondere des Vorstands entsprechende, Treuepflicht der Aktionäre grundsätzlich nicht konstruiert werden können.<sup>1144</sup> Insofern ist also in den Fällen, in denen ein Aktionär übermäßig viel Einfluss auf ein Organ ausüben kann, auf die allgemeine

---

22.05.1989, II ZR 206/88, BGHZ 107, 296 = NJW 1989, 2689; *Bundesgerichtshof* vom 20.03.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739

<sup>1140</sup> Vgl. insofern: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 183 f.; mit Verweis auf: *Fehrensen*, Treuepflicht der Aktionäre, 1965, S. 95; ders. ebenfalls hinsichtlich der Anlehnung dieses Konzepts an der *Dominant Shareholder Doctrine* im US-amerikanischen Recht mit Verweis auf: *Finch/Long*, 9 Hastings L.J. 1958, 306, 310.

<sup>1141</sup> Ebd.; vgl. zur Treuepflicht des Vorstandes und dem Rechtsgrund dieser auch: *Hopt/Roth*, in: *Großkomm AktG*, 5. Aufl. 2015, § 93 Rn. 224 ff.; *Hopt/Roth*, Max Planck Private Law Research Paper Series 2016, 293, 295; mit Verweis auf: *Grundmann*, Der Treuhandvertrag, insbesondere die verbende Treuhand, 1997, S. 166 ff.; S. 421 ff.; vgl. hierzu auch: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 188 m.w.N.

<sup>1142</sup> Vgl. hierzu bereits das zur Organisationsverfassung Dargestellte, oben S. 239 ff.

<sup>1143</sup> Vgl. hierzu insbesondere die Möglichkeiten institutionelle Investoren zum Kontakt zu Aufsichtsrat und Vorstand, oben S. 241 ff. und S. 248 ff.

<sup>1144</sup> Insofern haben auch Großaktionäre anders als der Vorstand die Möglichkeit private Interessen zu verfolgen, *Hopt/Roth*, in: *Großkomm AktG*, 5. Aufl. 2015, § 93 Rn. 226

Treuepflicht der Aktionäre und auf § 117 AktG zu verweisen, der eben gerade nicht an die Treuepflicht anknüpft.<sup>1145</sup>

Der Grad der Einflussnahmemöglichkeit kann allerdings im Rahmen der Kausalität Einfluss auf das Vorliegen einer Treuepflichtverletzung der allgemeinen Treuepflicht der Aktionäre haben.<sup>1146</sup> Insofern korrelieren Einflussnahmemacht und die Verantwortung den Mitaktionären gegenüber.<sup>1147</sup> Dieses Korrelat betrifft dabei allerdings, wie der Anwendungsbereich der Treuepflicht insgesamt, vor allem wieder die Begrenzung der Stimmrechtswahrnehmung.<sup>1148</sup>

#### D. Verbot ungebührliche Einflussnahme nach § 117 Absatz 1 AktG

Zuletzt stellt § 117 Absatz 1 AktG noch ein mit der Androhung von Schadensersatzzahlungen fundiertes Verbot zur ungebührlichen Einflussnahme auf, dass generell den Kontakt zwischen institutionellen Investoren und den Gesellschaftsorganen und Gesellschaftsvertretern beschränkt. Institutionelle Investoren dürfen zwar Druck auf ihre Portfolio-Gesellschaften ausüben und Stewardship soll sie auch gerade dazu ermutigen ihre Erwartungen den Verwaltungsmitgliedern gegenüber klar und deutlich zu vertreten. Diese Art der Einflussnahme darf aber im Ergebnis niemals derart gravierend werden, dass die Verwaltungsmitglieder nicht mehr frei ihre Aufgaben wahrnehmen können und zum Schaden der Gesellschaft oder der Mitaktionäre handeln.

Bei § 117 AktG handelt es sich um eine Norm des Deliktsrechts.<sup>1149</sup> Dass § 117 AktG an vorsätzliche Taten auch von Nichtaktionären anknüpft zeigt, dass es sich eben nicht um eine mit §§ 93, 116 AktG vergleichbare Schädigung in Folge

---

<sup>1145</sup> *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117, Rn. 91; vgl. hierzu auch: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 209 ff.

<sup>1146</sup> *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 26; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 77

<sup>1147</sup> *Bundesgerichtshof* vom 1.2.1988, II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 = NJW 1988, 1579: „Auch bei der Aktiengesellschaft hat ein Mehrheitsgesellschafter die Möglichkeit, durch Einflussnahme auf die Geschäftsführung die gesellschaftsbezogenen Interessen der Mitgesellschafter zu beeinträchtigen, so daß auch hier als Gegengewicht die gesellschaftsrechtliche Pflicht zu fordern ist, auf diese Interessen Rücksicht zu nehmen.“

<sup>1148</sup> Vgl. *Bungeroth*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, Vor § 53a Rn. 27

<sup>1149</sup> *Bundesgerichtshof* vom 09.11.1992, II ZR 230/91, BGHZ 120, 141 = NJW 1993, 400; *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 5, 37 ff.; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 117 Rn. 10; *Schall*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 3. Aufl. 2015, § 117 Rn. 4; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 4; *Witt*, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 117 Rn. 2; wohl a.A.: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 75.

eines Treuepflichtverstoßes handelt und § 117 AktG konkret eine Spezialnorm des § 826 BGB darstellt.<sup>1150</sup>

Bezweckt wird durch § 117 AktG der Schutz des Vermögens der Gesellschaft und deren Aktionäre.<sup>1151</sup> Als weiteres Schutzgut wird aber auch die Autonomie der Willensbildung der fremdorganschaftlich geführten Aktiengesellschaft anerkannt werden müssen.<sup>1152</sup> Entsprechend stellt sich § 117 AktG auch als eine besondere aktienrechtliche Grenze bei der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung durch institutionelle Investoren dar.<sup>1153</sup>

Voraussetzungen des Anspruches nach § 117 Absatz 1 AktG sind in objektiver Hinsicht die Einflussnahme auf die Gesellschaft, die Verleitung zum Verwaltungshandeln und schließlich ein Schaden der Gesellschaft oder der Aktionäre. Weiterhin muss diese Einflussnahme rechtswidrig und vorsätzlich erfolgt sein, so dass sich insgesamt alle wesentlichen Voraussetzungen einer echten Deliktsnorm in § 117 Absatz 1 AktG wiederfinden.

Eine Einflussnahme in diesem Sinne muss also zunächst abstrakt dazu geeignet sein, Verwaltungsmitglieder zu schädigenden Tun oder Unterlassen zu bestimmen.<sup>1154</sup> Auf die Art der Einflussnahme oder die Eigenschaft des Einflussnehmenden kommt es dabei nicht an, vielmehr wird jede juristische oder natürliche Person erfasst, die aufgrund sachlicher Gegebenheiten die Möglichkeit zur Einflussnahme hat, wie beispielsweise aufgrund von Aktienbesitz, bevorstehenden Beteiligungserwerbs, Entsendungsrechten, Machtstellungen als Kreditgeber, Lieferanten- oder Kundenbeziehungen oder weiteren Beziehungen.<sup>1155</sup> Zwar wird § 117 AktG regelmäßig vor allem in Hinblick auf Einflussmöglichkeiten von Großaktionäre relevant.<sup>1156</sup> Insbesondere, wenn diese aufgrund ihres Anteilsbesitzes in den Bereich der Sperrminoritäten vorschreiten oder Minderheitsanträge

---

<sup>1150</sup> Dies.; diesbezüglich ebenfalls zustimmend: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 207 ff.; vgl. insofern zur Rolle Dritter insbesondere: *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 91.

<sup>1151</sup> Dies.

<sup>1152</sup> *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 2.; differenzierend: *Schall*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 3. Aufl. 2015, § 117 Rn. 6; ablehnd hinsichtlich des Schutzweckes der Willensbildung von Vorstand und Aufsichtsrat: *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), 2004, S. 47 ff.; wohl ebenfalls kritisch: *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 13.

<sup>1153</sup> Vgl. *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 350; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 54.

<sup>1154</sup> *Koch*, in: *Hüffer/Koch* AktG, 12. Aufl. 2016, § 117 Rn. 3.; *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 112; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 10.

<sup>1155</sup> *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 117 Rn. 13.

<sup>1156</sup> *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 100.

geltend machen können.<sup>1157</sup> Allerdings ist § 117 Absatz 1 AktG eben nicht auf Großaktionäre beschränkt.

Bedeutend ist aber, dass die Einflussmöglichkeit dann auch konkret dazu führt, dass ein Mitglied von Vorstand oder Aufsichtsrats oder ein sonstiger Vertreter nach § 117 Absatz 1 eine schädigende (nicht zwangsläufig pflichtwidrige)<sup>1158</sup> Handlung vornimmt. Bei nur geringem Einflusspotential wird dieser Handlungserfolg wohl regelmäßig nicht hervorgerufen und das handelnde Verwaltungsmittel also auch nicht durch den Einflussnehmenden „bestimmt“. In diesem Zusammenhang wird insbesondere der Begriff des „*shareholder activism*“ wieder relevant.<sup>1159</sup> Aktivistische Aktionäre versuchen insbesondere durch verschiedene Maßnahmen mit unterschiedlicher Einflussnahmeintensität den Kurs der Gesellschaft zu ändern, um so (kurzfristige) Gewinne erzielen zu können. Auch wenn diese Gruppe aktivistischer Investoren regelmäßig keinen an eine Sperrminorität heranreichenden Anteilsbesitz vorweisen kann ist sie dennoch dazu in der Lage erheblichen Einfluss auf die Gesellschaft und deren Verwaltungsmitglieder auszuüben, wie Beispiele aus den letzten Jahren durchaus belegen.<sup>1160</sup> Sie machen sich dadurch insbesondere öffentlichen Druck und Direktkontakte zu Nutze, der ein ganz bestimmtes Verhalten bei den Verwaltungsmitgliedern hervorrufen soll.<sup>1161</sup>

Schließlich muss objektiv auch noch ein Schaden für die Gesellschaft oder deren Aktionäre eingetreten, der kausal auf die Handlung des Verwaltungsmitglieds zurückgeführt werden kann.<sup>1162</sup> Schaden ist hierbei jede Vermögensminderung und entgangener Gewinn.<sup>1163</sup>

Die Einflussnahme muss weiterhin auch rechtswidrig sein. Hierbei betrifft die Frage der Rechtswidrigkeit auch gerade die Einflussnahme durch den Täter im

---

<sup>1157</sup> Ders., Rn. 118; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 4.

<sup>1158</sup> *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 11 f., Rn. 149; *Mertens/Cahn*, in: KK AktG, 3. Aufl., § 117 Rn. 13; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 38 a.A. noch: *Kröffel*, in: Geßler/Hefermehl 1973, § 117 Rn. 23 f.; siehe hierzu auch das zur Rechtswidrigkeit Folgende.

<sup>1159</sup> *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010, S. 325; *Schall*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 117 Rn. 1; Vgl. zur Begrifflichkeit des „*shareholder activism*“ und der Rolle aktivistischer Investoren oben, S. 68 ff.

<sup>1160</sup> Vgl. wieder oben, S. 68 ff.

<sup>1161</sup> Vgl. zur Möglichkeit das Verhalten aktivistischer Aktionäre durch § 117 Absatz 1 AktG einzuschränken insbesondere: *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 117 Rn. 3; *Thaefer/Guski*, AG 2007 9, 301, 304f.

<sup>1162</sup> *Koch*, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 117 Rn. 5; *Kort*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 136 ff.; *Spindler*, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 27 ff.

<sup>1163</sup> Dies. ebd. und f. Rn.

Sinne des § 117 Absatz 1 AktG selbst und nicht die Handlung durch das Verwaltungsmitglied.<sup>1164</sup> Die Rechtswidrigkeit des Handelns des Verwaltungsmitglieds ist dabei allerdings ein gewichtiges Indiz, wenn die Rechtswidrigkeit im Einzelfall festgestellt werden muss, sie kann sich aber auch noch aus anderen Gründen ergeben.<sup>1165</sup>

Die Einflussnahme muss weiterhin vorsätzlich und in Kenntnis der Rechtswidrigkeit erfolgt sein.

Für institutioneller Investoren bedeutet dies, dass sie ihm Rahmen ihres Stewardship Engagements aufpassen müssen, dass sie nicht Einfluss in der Art und Weise ausüben, der dazu geeignet ist Verwaltungsmitglieder zu einem gesellschaftsschädigenden Handeln zu verleiten. Die Einflussnahmemöglichkeiten institutioneller Investoren wird aber durch § 117 Absatz 1 AktG nicht vollständig verboten.<sup>1166</sup>

Vielmehr müssen institutionelle Investoren darauf achten, dass sie der Verwaltung und deren Mitgliedern den Freiraum geben im Rahmen ihrer grundlegenden Aufgaben (wie vor allem der Leitung, Personalpolitik und Kontrolle nach §§ 76, 84, 111 AktG) frei handeln zu können.

Diese Grenze wird durch das Ausüben von Druck jedoch nicht automatisch überschritten.<sup>1167</sup> Erst wenn der Druck derart konkret wird, dass sich Verwaltungsmitglieder genötigt sehen eine bestimmte Handlung vorzunehmen, wird die Einflussnahme zumindest tatbestandlich bedenklich, selbst wenn sie nicht rechtswidrig ist.

Um Verstößen nach § 117 Absatz 1 AktG also von vorneherein aus dem Weg zu gehen, sollten sich institutionelle Investoren zunächst wieder darauf beschränken ihre Positionen und Erwartungen zu bestimmten Fragestellungen deutlich zu machen und diese gegebenenfalls mit den Verwaltungsmitgliedern zu diskutieren. Gravierende Formen der Einflussnahme, wie insbesondere öffentliche Kampagnen oder ausführliche Einzelgespräche („one-on-one“)<sup>1168</sup>, sollten sie entsprechend also nur in Ausnahmesituationen als Einflussnahmemittel nutzen, wenn das Wohl

---

<sup>1164</sup> Kort, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 149 ff.; Witt, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § 117 Rn. 9 f.

<sup>1165</sup> Vgl. Kort, in: Großkomm AktG, 4. Aufl. 1999-2006, § 117 Rn. 155; Spindler, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2014, § 117 Rn. 31; für eine generelle Indizwirkung der Verwirklichung des objektiven Tatbestandes auf die Rechtswidrigkeit: Schall, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 117 Rn. 22.

<sup>1166</sup> Roth, ZGR 2012, 343, 369.

<sup>1167</sup> Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 304.

<sup>1168</sup> Vgl. oben, S. 242 ff.

der eigenen Anleger oder der Portfoliogesellschaft dies unbedingt gebietet. Öffentliche Kampagnen zur kurzfristigen Wertsteigerung, wie sie von aktivistischen Investoren genutzt wurden, bilden entsprechend ein bereits aufgezeigtes Gegenbeispiel, dem institutionelle Investoren im Allgemeinen nicht nachfolgen sollten.<sup>1169</sup> Zwar wird auch kurzfristiges Gewinnstreben nicht *per se* als Argument für die Rechtswidrigkeit des Handelns aktivistischer Investoren herangezogen werden können. Jedoch birgt ein solches aggressives Verhalten regelmäßig die konkrete Gefahr der „Bestimmung“ des Verhaltens der Verwaltung und eines Schadens für die Gesellschaft und die übrigen Mitaktionäre, die sich auf diese Art der Einflussnahme nicht gleichermaßen einstellen konnten.

Institutionelle sollten also insgesamt ihren Kontakt zu den Mitgliedern von Vorstand und Aufsichtsrat auf die Darstellung von Erwartungen und eigener Meinung beschränken. Sie können dabei durchaus Druck auf die Verwaltungsmitglieder ausüben und sie davon überzeugen, dass der eigene Standpunkt im Interesse des Unternehmens ist. Dieser Druck sollte aber nicht dazu führen, dass die Verwaltungsmitglieder dem Druck nachgeben müssen und so in ihrer Aufgabenwahrnehmung beschränkt werden. Die Art und Intensität Druckausübung muss sich entsprechend immer am Einzelfall messen. Der Umfang der Investition, das gewählte Druckmittel, der Ort und die Veranstaltung, in der Druck ausgeübt wird, sowie die Beteiligungen anderer Investoren können dabei jeweils ein Indiz für das Vorliegen einer ungebührlichen Einflussnahme darstellen.

## E. Zusammenfassung

Neben den Möglichkeiten zur Wahrnehmung von Verwaltungsrechten und informellen Einflussnahmemöglichkeiten immanenten Grenzen, beschränken aus gesellschaftsrechtlicher Sicht vor allem das Gebot der (informationellen) Gleichbehandlung der Aktionäre, die Verschwiegenheitspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat, die Treuepflicht der Aktionäre und schließlich auch das Verbot der ungebührlichen Einflussnahme nach § 117 AktG die Möglichkeiten institutioneller Investoren Stewardship Verantwortung wahrzunehmen. Möchten institutionelle Investoren ihre Stewardship Verantwortung wahrnehmen oder soll im Rahmen eines Stewardship Kodex die Stewardship Verantwortung näher beschrieben werden, muss also auf diese allgemeinen Grenzen besonders Rücksicht genommen werden.

Die Gleichbehandlung der Aktionäre, dabei insbesondere die informationelle Gleichbehandlung der Aktionäre, ist dabei zunächst eine Grenze für Vorstand

---

<sup>1169</sup> Vgl. hierzu wieder: Koch, in: Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl. 2016, § 117 Rn. 3; Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 304f.

und Aufsichtsrat bei Kontakten außerhalb der Hauptversammlung, die sich entsprechend auch umgekehrt auf die Möglichkeiten zur Kontaktaufnahme durch institutionelle Investoren auswirken muss. Der Kontakt institutioneller Investoren zu Aufsichtsrat und Vorstand sollte sich dabei auf bekannte Informationen beschränken. Vorstand und Aufsichtsrat können und sollen insofern die Führung der Gesellschaft erklären und den Investoren kann insofern ein nicht öffentliches Forum gegeben werden, in dem sie Interessen und Erwartungen formulieren können.

Weiterhin umfasst die Treuepflicht des Vorstandes und die des Aufsichtsrats – zusätzlich zu diesem Verbot der Ungleichbehandlung – auch eine Pflicht zur Verschwiegenheit. Diese Pflicht war insofern ebenfalls bereits vor den Kodifizierungen in § 93 Absatz 1 Satz 3 und in § 116 Satz 2 AktG anerkannt. Hinsichtlich des Kontakts institutionellen Investoren zu beide Organe wird also im Grundsatz wieder darauf verwiesen werden müssen, dass nicht öffentlich bekannte Informationen grundsätzlich nicht diskutiert werden sollten. Auch hier wird der Nutzen des Kontaktes wieder in der Möglichkeit für Vorstand und Aufsichtsrat ihre Gesellschaftsführung zu erklären und der Möglichkeit für Investoren Interessen und Erwartungen an diese formulieren zu können bestehen.

Institutionelle Investoren haben im Rahmen der Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung vor allem ihre Treuepflicht zu beachten. Diese kann vor allem die Stimmrechtswahrnehmung einschränken. Darüber hinaus gilt sie aber auch bei allen sonstigen Maßnahmen im Gesellschaftsverhältnis. Genauso dürfen institutionelle Investoren auch nicht ungebührlichen Einfluss auf Vorstand und Aufsichtsrat nehmen, sodass diese in ihrer Aufgabenwahrnehmung unangemessen beeinträchtigt werden.

Aus diesen beiden gesellschaftsrechtlichen Grenzen folgt insbesondere, dass das Verständnis der Rolle institutioneller Investoren und entsprechend das Verständnis deren Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung vor allem auf die effektive Rechtewahrnehmung abzielen muss und eben nicht auf eine Erweiterung der Rechte. Insofern können institutionelle Investoren infolge ihrer Professionalität und ihrer Übersicht über die Kapitalmärkte und andere Gesellschaften dazu beitragen sachlich hochwertige Kenntnisse in die Hauptversammlung und den Kontakt zur Gesellschaft einzubringen und so einen Mehrwert bei der Entscheidungsfindung und Umsetzung zu schaffen. Auch kann hierdurch insbesondere das für die Gesellschaften teilweise negative Verhalten aktivistischer Aktiönaire begrenzt werden.

## **§ 4. Überblick über kapitalmarktrechtliche Grenzen**

Neben den Grenzen die das Aktienrecht der Ausübung von Stewardship Verantwortung setzt, geben kapitalmarktrechtliche Grenzen einen weiteren Rahmen

vor.<sup>1170</sup> Im Zusammenhang mit Stewardship stellen dabei aus kapitalmarktrechtlicher Sicht zunächst vor allem der Insiderhandel und das Problem des „*acting in concert*“ besonders bedeutende Problemkreise dar.

Im Folgenden wird jeweils als kurzer Überblick zunächst auf den Insiderhandel (A.) und anschließend auf das „*acting in concert*“ (B.) eingegangen werden.

## A. Insiderhandel

Insiderinformationen und der Umgang mit diesen müssen als eine wesentliche Grenze bei der Kommunikation institutioneller Investoren mit ihren Portfoliogesellschaften beachtet werden.

Insiderhandel ist dabei mit Wirkung zum 3. Juni 2016 in der Marktmisbrauchsverordnung 596/2014 (MAR)<sup>1171</sup> und war zuvor noch im nationalen Recht in §§ 12 ff. WpHG geregelt. Verboten wird dabei nach Art. 14 MAR insbesondere das Tätigen von Insidergeschäften (lit. a)), aber auch die Offenlegung von Insiderinformationen (lit. c)). Insidergeschäfte sind dabei näher in Art. 8 MAR definiert. Die Offenlegung von Insiderinformationen ist in Art. 10 MAR geregelt. Die Vorschriften der Verordnung und ihr Schutzzweck „Schutz der Integrität des Finanzmarktes“ entsprechen dabei im Wesentlichen den vorher schon in Deutschland geltenden Vorschriften der §§ 12 ff. WpHG.<sup>1172</sup>

Zunächst dürfen institutionelle Investoren entsprechend nicht mit Wertpapieren handeln, wenn sie zuvor Insiderinformationen erhalten haben. Die Anforderungen dieses Handelsverbots und die Feststellung des Vorliegens einer Insiderinformation, wird in Artikel 7 MAR näher definiert. Diese Vorschrift stimmt in der Sache mit der alten Vorschrift aus § 13 Absatz 1 Satz 1 WpHG überein, auch

---

<sup>1170</sup> Auf die kapitalmarktrechtlichen Grenzen soll in dieser Arbeit nicht im Detail eingegangen werden. Im Wesentlichen konzentriert sich diese Arbeit auf die Grenzen des Aktienrechts und die Stellung von institutionellen Investoren als Aktionäre. Im Folgenden erfolgt daher „nur“ ein auf das Grundsätzliche beschränkter Überblick über die kapitalmarktrechtlich relevanten.

<sup>1171</sup> Europäisches Parlament und Europäischer Rat, Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission Text von Bedeutung für den EWR 16.04.2014 (im Folgenden als Marktmisbrauchs-VO (Deutsche Fassung) abgekürzt).

<sup>1172</sup> Vgl. Klöhn, AG 2016, 423, 424; Zetzsch, AG 2016, 610, 610 vgl. zum deutschen Recht: Klöhn, in: Kölner Komm WpHG, 2. Aufl. 2014, Vor §§ 12-14 Rn. 33 ff.; Mennicke, in: Fuchs WpHG, 2. Auflage 2016, § 14 Rn. 1; Pananis, in: MüKomm StGB, 2. Aufl. 2015, § 38 WpHG, Rn. 4; Schwark/Zimmer, in: KapitalmarktR, 4. Aufl. 2010, Vor § 12 WpHG Rn. 17 ff.; vgl. auch zur Entwicklung der MAR aus deutscher Sicht: Merkner/Sustmann, AG 2012, 315, 315 ff.; Veil/Koch, WM 2011, 2297, 2297 ff.

wenn der Wortlaut sich unterscheidet.<sup>1173</sup> Demnach sind auch die nur einem begrenzten Personenkreis zugänglich gemachten nicht öffentlich bekannte Informationen Insiderinformationen. Daher werden Informationen, die auf Investorenkonferenzen bekanntgegeben werden, dadurch regelmäßig nicht öffentlich bekannt, sodass die Möglichkeit einer Verletzung des Insiderhandelsverbots bestehen kann.<sup>1174</sup> Investoren müssen daher in Hinblick auf das Insiderhandelsverbot nach Art. 14 lit. a) MAR genauso wie Unternehmen in Hinblick auf das Verbot zur Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 lit. c) MAR darauf achten, dass keine Insiderinformationen im Rahmen dieser Konferenzen oder des Stewardship Engagements offengelegt werden.

Darüber hinaus ist allerdings besonders interessant, ob institutionelle Investoren bewusst Insider werden können.

So könnten sie beispielsweise im Rahmen von *roadshows* oder Einzeltreffen („*one-to-one*“) bewusst in den Erhalt von Insiderinformationen einwilligen. Dadurch wären sie zwar zunächst vom Handel ausgeschlossen, zumindest bis die Information allgemein bekannt würde. Allerdings hätten sie dann ein vitales Interesse daran dem Unternehmen mit bestmöglichem Rat zur Seite zu stehen. Hierdurch könnte ein wesentlicher Beitrag zum Unternehmenserfolg entstehen. Auch wäre der Investor dazu gezwungen sich am langfristigen Erfolg zu orientieren, da er kurzfristig anfallende Erfolge mangels Handelsoption ohnehin nicht realisieren könnte ohne Gefahr zu laufen wegen Insiderhandels bestraft zu werden.

Entsprechende Vorschläge zur bewussten Insiderstellung finden sich auch im *UK Stewardship Code* wieder. In den Erklärungen zu Prinzip 3 des *UK Stewardship Code* wird eine solche Stellung beschrieben:

„Institutional investors may or may not wish to be made insiders. An institutional investor who may be willing to become an insider should indicate in its stewardship statement the willingness to do so, and the mechanism by which this could be done.“<sup>1175</sup>

---

<sup>1173</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. (2016), Rn. 285; *Graßl*, DB 2015, 2066, 2067; *Krause*, CCZ 2014, 248, 250.

<sup>1174</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. (2016), Rn. 298; *Claussen*, AG 2005, 745, 749; *Schwarz/Kruse*, in: Kapitalmarktr, 4. Aufl. 2010, § 13 WpHG Rn. 36.

<sup>1175</sup> FRC, UK Stewardship Code 2012 Prinzip 3.

Auch die *ICGN Global Governance Principles* in Ziffer 16.2 und die darauf aufbauende *Guidance on Institutional Investor Responsibilities* sahen eine solche bewusste Insiderstellung noch vor:

„Where appropriate and feasible, they [the institutional investors] may consider formally becoming insiders in order to support a process of longer term change. At the outset of engagement with companies they should make it clear whether or not they wish to become insiders.“<sup>1176</sup>

Die neu veröffentlichten *ICGN Global Stewardship Principles* sehen eine solche bewusste Insiderstellung jetzt aber nicht mehr vor.<sup>1177</sup>

Andere Kodizes wie der südafrikanische Kodex *CRISA* sprechen sich ausdrücklich gegen die Weitergabe von Insiderinformationen aus:

„The institutional investor should introduce controls that prevent it from receiving price sensitive information regarding a company or acting on such information in a manner that makes it an ‘insider’ in terms of the Securities Services Act No 36 of 2004. These controls should be applied when engaging with the company, and when seeking any information it requires, whether this is to fulfil its duties or to act within the guidelines of CRISA.“<sup>1178</sup>

Die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie schweigt sich zum Thema „Insiderinformationen“ völlig aus.<sup>1179</sup> Insofern äußert sie sich auch nicht wie nationale Gesetzgeber Stewardship und den Umgang mit Insiderinformationen in Einklang bringen sollen. Die Antwort auf die Frage der Möglichkeit einer bewussten Insiderstellung institutioneller Investoren im Rahmen ihres Stewardship Engagements muss daher auch weiter durch die Marktmisbrauchsverordnung beantwortet werden.

---

<sup>1176</sup> ICGN, Guidance on Institutional Investor Responsibilities 2013, S. 14, Guidance 4.3.

<sup>1177</sup> Vgl. hierzu oben, S. 157

<sup>1178</sup> *The Institute of Directors in South Africa, Code for Responsible Investment in South Africa*, 2011, S. 10, Prinzip 2, Erklärung Nr. 7.

<sup>1179</sup> Erwähnt wird die Marktmisbrauchsverordnung nur in Hinblick auf den Umgang mit Insiderinformationen im Rahmen von *related party transactions* in Art. 9c Abs. 9 der RL 2017/828/EU.

Einer solchen bewussten Insiderstellung würde allerdings vor allem das Verbot zur Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 lit. c) MAR entgegenstehen. Bei diesem Weitergabeverbot handelt es sich um einen Vorfeldtatbestand, der ein Verbot zur Weitergabe von Insiderinformationen aufstellt, ohne dass es tatsächlich zu einem Insiderhandel kommt.<sup>1180</sup> Durch dieses Verbot soll der Kreis der Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, möglichst klein gehalten werden.<sup>1181</sup>

Die Marktmisbrauchsverordnung sieht neben den Artikeln 11 (Marktsondierung) und Artikel 21 (Presseinformationen) keine weiteren Ausnahmen für die Offenlegung von Insiderinformationen vor.<sup>1182</sup> Die Weitergabe von Insiderinformationen durch Unternehmensorgane im Zuge von Stewardship Dialogen mit institutionellen Investoren würde daher zu einem verbotenen Verhalten nach Art. 14 lit. c) führen. Als „normale Erfüllung von Aufgaben“ wird eine solche außergewöhnliche Informationsweitergabe an einen Unternehmensexternen auch nicht angesehen werden können, sodass auch auf tatbeständlicher Ebene keine Ausnahme gefunden werden kann.

Auch aus Sicht der Investoren wird der Erhalt von Insiderinformationen regelmäßig eine Vermutung begründen, dass diese Information integraler Bestandteil des Entscheidungsprozesses der Investitionsentscheidungen ist.<sup>1183</sup>

Entsprechend lässt die Marktmisbrauchsverordnung derzeit eine bewusste Insiderstellung nicht zu.

„Safe Harbor“ Vorschriften (beispielsweise als Ausführungsregeln zur Marktmisbrauchsverordnung) könnten helfen den Umgang mit Insiderinformationen im Rahmen von Stewardship zu regeln und einen intensiven Kontakt zwischen institutionellen Investoren und deren Portfoliogesellschaften zu ermöglichen.<sup>1184</sup>

Daher werden sowohl die Portfoliogesellschaften, aber auch die institutionellen Investoren nach aktuellem Rechtsstand dafür sorgen müssen, dass im Rahmen von Stewardship Engagement keine Insiderinformationen weitergegeben werden.

---

<sup>1180</sup> Zur alten Rechtslage im deutschen Recht: *Schwarz/Kruse*, in: KapitalmarktR, 4. Aufl. 2010, § 14 WpHG Rn. 39.

<sup>1181</sup> Dies.

<sup>1182</sup> Vgl. zur Bedeutung des Artikel 11 MAR für institutionelle Anleger: *Zetsche*, AG 2016, 610, 610 ff.

<sup>1183</sup> EuGH vom 23.12.2009, C-45/08, Slg. 2009, I-12073 = EuZW 2010, 227; vgl. hierzu auch kritisch: *Klöhn*, in: Kölner Komm WpHG, 2. Aufl. 2014, § 14 Rn. 120 ff.

<sup>1184</sup> Vgl.: *Heinemann*, A “Stewardship Code” for Institutional Investors, 2010.

## B. Acting in Concert

Ein weiteres kapitalmarktrechtliches Problem betrifft das „*acting in concert*“.<sup>1185</sup>

Die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie stellt in Artikel 3g Absatz 1 Nr. 1 die Erwartung an die institutionellen Investoren bei ihrem Stewardship Engagement mit anderen Investoren zusammenzuarbeiten. Dabei schweigt die Richtlinie aber – genau wie hinsichtlich möglicher Insiderproblematiken – wie Investoren den rechtlichen Rahmenbedingungen über abgestimmte Verhaltensweisen gerecht werden können.

Insgesamt kann das Zusammenwirken von Investoren zunächst möglicherweise den finanziellen und organisatorischen Aufwand für das Stewardship Engagement institutioneller Investoren verringern und zusätzlich zu einer gebündelten und somit intensiveren Einflussnahme auf die Portfoliogesellschaften führen.<sup>1186</sup>

Im Gegenzug besteht allerdings die Gefahr aufgrund des abgestimmten Verhaltens und der wechselseitigen Zurechnung von Stimmrechten Dritter nach § 30 Absatz 2 WpÜG ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG abgeben zu müssen.<sup>1187</sup> Auch bestehen unter Umständen Meldepflichten nach § 21 WpHG, wenn die Stimmrechte mehrerer Investoren nach § 22 WpHG als Gesamtheit gezählt werden, sodass ein weitreichender Rechtsverlust von Verwaltungs- und Vermögensrechten nach § 28 WpHG droht.<sup>1188</sup> Auch nach § 20 AktG könnten Meldepflichten entstehen. Nach § 21 Absatz 2 Nr. 2 lit. f) WpHG drohen ebenfalls Geldstrafen aufgrund von ordnungswidrigem Verhalten.<sup>1189</sup>

Grundvoraussetzung für „*acting in concert*“ ist, dass abgestimmtes Verhalten unter Aktionären vorliegt. Insbesondere nach § 22 Absatz 2 WpHG und der übernahmerechtlichen Parallelvorschrift in § 30 Absatz 2 WpÜG können dabei Stimmrechte Dritter wechselseitig zugerechnet werden, wenn eine Verhaltensabstimmung aufgrund von Vereinbarungen oder in sonstiger Weise vorliegt. Beide Vorschriften sind im Wortlaut identisch und auch infolge eines einheitlichen Ge-

---

<sup>1185</sup> Wie auch beim zuvor dargestellten Insiderhandel soll sich die Behandlung der Problematik des „*acting in concert*“ ebenfalls auf eine grundlegenden Überblick und die Darstellung der Relevanz für den Bereich Stewardship beschränken.

<sup>1186</sup> Fleischer/Strathotte, AG, 221–223, 226; mit Verweis auf: MacNeil, Capital Markets Law Journal 2010, 419–438, 423.

<sup>1187</sup> Vgl. dies.

<sup>1188</sup> Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, 2008, S. 187 ff.; vgl. auch in Hinblick auf die Erweiterung des § 28 WpHG: Wettich, AG 2017, 60, 63; vgl. hinsichtlich der Bedeutung des § 21 WpHG bei institutionellen Stimmrechtsberatern auch: Schneider/Anzinger, NZG 2008, 88, 93 ff.

<sup>1189</sup> Vgl. zu den Rechtsfolgen auch: Wilsing, ZGR 2011, 291, 294 mit Verweis auf: OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 127 f.

setzgebungsverfahrens geändert worden, sodass sie wohl – auch wenn der Normzweck einzelne Unterschiede aufweist – grundsätzlich identisch ausgelegt werden.<sup>1190</sup>

„*Acting in concert*“ liegt dabei vor allem dann vor, wenn die abgestimmte Verhaltensweise eben nicht nur aus einer ausdrücklichen und verpflichtenden Vereinbarung resultiert, sondern seit Einführung des Risikobegrenzungsgesetzes 2007 bereits, wenn eine sonstige informelle Abstimmung vorliegt.<sup>1191</sup> Eine sonstige informelle Abstimmung kann die Gestalt eines „*Gentleman's Agreement*“ annehmen, obwohl dies wohl sogar regelmäßig noch eine Vereinbarung darstellen würde.<sup>1192</sup> Darüber hinaus genügt aber auch jede sonstige gegenseitige Koordinierung der Verhaltensweisen aufgrund eines bewussten geistigen Kontakts.<sup>1193</sup>

Inhaltlich stellen Abstimmung über die Stimmrechtswahrnehmung dabei regelmäßig ein abgestimmtes Verhalten iSv § 22 Absatz 2 Satz 2 WpHG und § 30 Absatz 2 Satz 2 WpÜG dar, eine Abstimmung über eine Einflussnahme auf das Unternehmen und dessen Ausrichtung und Unternehmensführung kann aber ebenfalls eine Einflussnahme darstellen.<sup>1194</sup>

Die meisten Stewardship Kodizes verlangen von den Investoren bei ihrem Stewardship Engagement zusammenzuarbeiten und sich abzustimmen. Auch die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie formuliert diese Erwartung in Artikel 3g Absatz 1 lit. a.).

Eine Ausnahme bildet insofern der japanische Kodex, in dessen Erklärungen sich auch der deutliche Hinweis auf die Gefahr des „*acting in concert*“ wiederfindet.<sup>1195</sup>

Gemeinschaftliches Stewardship Engagement ist aber offensichtlich dazu geeignet zumindest eine in „sonstiger Weise“ abgestimmte Verhaltensweise zu be-

---

<sup>1190</sup> Bayer, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 22 WpHG, Rn. 44; Süssmann, in: Angerer/Geibel/Süßmann, 3. Aufl. 2017, § 30 WpÜG Rn. 1; Wackerbarth, in: MüKo AktG, 3. Aufl. 2008–2013, § 30 WpÜG Rn. 27; kritisch hinsichtlich der Deckungsgleichheit beider Normen: Fleischer, ZGR 2008, 185, 196 ff.

<sup>1191</sup> Bundestag, RegBegr BT DRS 763/07, 2007, S. 6; Korff, AG 2008, 692, 692; Süssmann, in: Angerer/Geibel/Süßmann, 3. Aufl. 2017, § 30 WpÜG, Rn. 33.

<sup>1192</sup> Petersen, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 30 WpHG Rn. 52; Wackerbarth, in: MüKo AktG, 3. Aufl. 2008–2013, § 30 WpÜG Rn. 36; jeweils m.w.N.

<sup>1193</sup> Bundesgerichtshof vom 18.09.2006, II ZR 137/05, BGHZ 169, 98 = WM 2006, 2080; Petersen, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 30 WpHG Rn. 52.

<sup>1194</sup> Vgl. hierzu auch: Bayer, in: MüKomm AktG, 4. Aufl. 2016, § 22 WpHG Rn. 48; Korff, AG 2008, 692, 692; Petersen, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 30 WpHG Rn. 55; Süssmann, in: Angerer/Geibel/Süßmann, 3. Aufl. 2017, § 30 WpÜG Rn. 35.

<sup>1195</sup> Vgl., S. 108

gründen, selbst wenn sich das Stewardship Engagement nicht auf die Zusammenarbeit und Abstimmung über die Stimmrechtswahrnehmung erstreckt. Wollen institutionelle Investoren beispielsweise dem Aufsichtsrat oder dem Vorstand deutlich machen, dass sie eine bestimmte Art der Unternehmensführung oder bestimmte unternehmerische Entscheidungen kritisch sehen, könnte die Abstimmung über die Kommunikation dieser Kritik bereits Abstimmung über Änderung der unternehmerischen Ausrichtung iSv § 22 Absatz 2 Satz 2 WpHG und § 30 Absatz 2 Satz 2 WpÜG.

Insbesondere war das Risikobegrenzungsgesetz, das § 22 Absatz 2 WpHG und § 30 Absatz 2 WpÜG inhaltlich erweitert hat, gerade dazu gedacht „gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren“ zu erschweren.<sup>1196</sup> So soll durch diese Vorschriften auch gesichert werden, dass in der Markt-Öffentlichkeit ein zutreffendes Bild über die rechtlichen und tatsächlichen Stimm-, Einfluss- und Machtverhältnisse bei dem Emittenten entsteht.<sup>1197</sup>

Dieser Zweck mag auf den ersten Blick in einem offensichtlichen Widerspruch zu Stewardship stehen, da die Ausübung von Stewardship Verantwortung ja gerade auf die Einflussnahme durch Finanzinvestoren abzielt.

Allerdings wird das Risikobegrenzungsgesetz zunächst vor dem Hintergrund „aktivistischer Investoren“ gesehen werden müssen.<sup>1198</sup> Wie bereits dargestellt soll die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung aber eben diesem Verhalten einiger aktivistischer Investoren und anderer Aktionäre, die versuchen Partikularinteressen zum eigenen Nutzen zu realisieren, entgegenwirken.<sup>1199</sup> So ist die kollektive Zusammenarbeit institutioneller Aktionäre durchaus dazu geeignet die Handlungsmöglichkeiten aktivistischer Investoren weiter einzuschränken. Nehmen institutionelle Investoren gemeinsam ihre Stewardship Verantwortung wahr, können sie sich gegenseitig hinsichtlich einer effektiven Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung überwachen. Dadurch wird aktivistischen Aktionären ein geringerer Spielraum geboten sich die Passivität der übrigen Aktionäre zu Nutzen zu machen.

Schließlich wird man den Aufruf zur Zusammenarbeit bei der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung auch nicht als Aufruf zum „*acting in concert*“ interpretieren können.

---

<sup>1196</sup> *Bundestag, RegBegr BT DRS 763/07, 2007, S. 1 und S. 6; Korff, AG 2008, 692, 692.*

<sup>1197</sup> Dies.

<sup>1198</sup> *Thaeter/Guski, AG 2007 9, 301, 306 f.; vgl. hierzu auch wieder oben, S. 68ff; insbesondere die Intervention des TCI bei der schon 2006 geplanten Fusion von Deutscher Börse und LSE, die kürzlich erneut scheiterte, zeigte den durchaus kritisch gesesehenen Einfluss aktivistischer Investoren.*

<sup>1199</sup> *Vgl. auch S. 236 ff.*

Dies folgt bereits daraus, dass „*acting in concert*“ in vielen Rechtsordnungen, wie gerade gezeigt auch in der deutschen, durchaus kritisch gesehen wird. Neben diesem systematischen Widerspruch überzeugt aber vor allem, dass der Zweck der kollektiven Zusammenarbeit auch ohne ein abgestimmtes Verhalten iSv § 22 WpHG oder § 30 WpÜG erreicht werden kann. Stimmen sich Investoren über die Art der Kommunikation mit ihren Portfoliogesellschaften ab, indem sie ein Investorenforum gründen und den Unternehmen so einen einheitlichen Adressaten für *Investor Relations* Programme bieten, wird sowohl der Verwaltungsaufwand für die Investoren wie auch die Unternehmen verringert. Ein Investorenforum könnte eine organisatorische Koordinationsplattform jedoch eben keine Plattform zur inhaltlichen Abstimmung darstellen. Diese Art von Investorenforum könnte in praktischer Hinsicht ebenfalls direkt von den Portfoliounternehmen betreut und organisatorisch an die *Investor Relations* Programme angegliedert werden, sodass die Unternehmen selbst darüber wachen könnten, dass die organisatorische Aufgabe eines solchen Forums nicht zur inhaltlichen Abstimmung und zu „*acting in concert*“ führt.

Zusammenarbeit von Investoren im Sinne von Artikel 3g Absatz 1 lit. a) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie und im Sinne der verschiedenen Stewardship Kodizes kann also nur die organisatorische Zusammenarbeit meinen. Investoren sollen sich über die Art der Kommunikation mit Portfoliounternehmen abstimmen um den gegenseitigen Verwaltungsaufwand möglichst gering zu halten.

### C. Zusammenfassung

Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht hat vor allem der Umgang mit Insiderinformationen und das Problem abgestimmter Verhaltensweisen („*acting in concert*“) einen wesentlichen Einfluss auf die Möglichkeiten der Ausübung von Stewardship Verantwortung.

Hinsichtlich des Umgangs mit Insiderinformationen ergibt sich aus Artikel 14 lit. a.) zunächst, dass institutionelle Investoren nach Erhalt von Insiderinformationen vom Handel des Wertpapiers bis zum Bekanntwerden der Information ausgeschlossen sind. Diese Handelsbeschränkung kann zu Nachteilen für die Investoren und deren Anleger führen, insbesondere, wenn auch ein langfristiges Investment keinen Erfolg mehr verspricht. Darüber hinaus sind die Portfoliounternehmen gemäß Artikel 14 lit. c.) MAR in ihren Offenlegungsmöglichkeiten beschränkt, sodass auch eine bewusste Insiderstellung im Rahmen der Ausübung von Stewardship Verantwortung nicht möglich ist.

Unternehmen und Investoren sollten sich somit auf die Diskussion von nicht-insiderrelevanten Themen konzentrieren. Ist die Insiderrelevanz fraglich, weil beispielsweise die Kursrelevanz einer Information nicht festgestellt werden kann, sollten beide Investoren und Unternehmen schon im eigenen Interesse und zur Vermeidung von Bestrafung im Zweifel nicht auf die Informationen eingehen. Hierauf haben zunächst die Portfoliounternehmen zu achten, die in diesem Zusammenhang ohnehin nach Artikel 17 MAR eine *ad hoc* Publizitätspflicht haben, sodass diese ohnehin fortlaufend eine Bewertung von Informationen in Hinblick auf Kursrelevanz und Geheimhaltungsinteresse trifft. Institutionelle Investoren haben aber ebenfalls im eigenen und im Interesse ihrer Anleger darauf zu achten, durch Nachfragen und (informelle) Informationsauskünfte nicht in den Bereich insiderrelevanter Informationen vorzustoßen und ihren Portfoliounternehmen deutlich zu machen, dass sie nicht in den Erhalt von Informationen gelangen möchten, die sie vom Handel ausschließen würden.

Durch Artikel 3g Absatz 1 lit. a) der überarbeiteten Aktienrechtsrichtlinie werden institutionelle Investoren auch nicht dazu aufgefordert sich über die Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung inhaltlich abzustimmen. „*Acting in concert*“ würde jedenfalls dann vorliegen, wenn sich Investoren über ihre Stimmrechtswahrnehmung abstimmen würden, aber auch der gemeinsame Entschluss gemeinsam auf die Änderung der unternehmerischen Ausrichtung hinzuwirken wird eine abgestimmte Verhaltensweise darstellen. Liegt eine solche abgestimmte Verhaltensweise vor drohen Rechtsverluste und Bußgelder.

Die Aufforderung zur Zusammenarbeit kann daher jedenfalls nur als Aufforderung zur Schaffung eines gemeinsamen Organisationsrahmens angesehen werden. Investoren sollen gemeinsam mit ihren Portfoliounternehmen in Kontakt treten und nicht (regelmäßig) einzeln und für sich genommen Gespräche mit den Unternehmen suchen. Dies würde die Unternehmen regelmäßige mit einer unüberschaubaren Menge an Kontaktanfragen überschwemmen, derer diese nur mit enormen Aufwand Herr werden könnten. Insofern sollen institutionelle Investoren ein gemeinsames Dialogforum nutzen. Dies kann praktisch gesehen durch die *Investor Relations* Abteilung der Portfoliounternehmen verwaltet werden.

## Kapitel V. Zusammenfassung

Diese Arbeit untersucht das Verständnis der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren und die Möglichkeiten zur Wahrnehmung dieser Verantwortung in Deutschland. Dabei wurde auf historische und ökonomische Grundlagen eingegangen, verschiedene in den vergangenen Jahren veröffentlichte Stewardshop Kodizes und die überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie dargestellt und schließlich die rechtlichen Möglichkeiten der Umsetzung dieser Verantwortung in Deutschland besprochen.

In Teil II dieser Arbeit wurde die Rolle von Aktionären und institutionellen Investoren untersucht. Hierbei wurde insbesondere aus historischer Sicht festgestellt, dass schon in der Folgezeit der französischen Revolution und des *code de commerce* die Passivität von Aktionären und der Aktienschwindel als ein Problem und als Begründung für das Konzessionssystem angesehen wurden.<sup>1200</sup> Im Sinne des Liberalismus und insbesondere auf Drängen der Hansestätte wurde in Deutschland zum Ende des 19. Jahrhunderts das Konzessionssystem zugunsten eines Normativsystems aufgegeben, sodass die Rechtewahrnehmung der Aktionäre an die Stelle der staatlichen Kontrolle treten sollte.<sup>1201</sup> Zwar wurde die Stellung der Aktionäre in der Hauptversammlung insbesondere in den 1930er Jahren mit erneutem Verweis auf die Passivität der Aktionäre, Aktienschwindel und schließlich der NS-Ideologie eingeschränkt.<sup>1202</sup> Allerdings lässt sich insofern zumindest insgesamt festhalten, dass auch die heutige (seit dem Aktiengesetz von 1965 geltende) Rolle der Aktionäre und der damit verbundenen Rechte sich historisch weiterhin auf den Wandel vom Konzessionssystem zum Normativsystem berufen muss. Insofern lässt sich bereits historisch eine Erwartung an die Aktionäre begründen, ihre Kontrollrechte zur Überwachung der Gesellschaft wahrzunehmen, da sie insofern die zuvor staatliche Funktion übernommen haben.

Ebenfalls wurde in Teil II auf die Bedeutung institutioneller Investoren für die Kapitalmärkte und insbesondere für die Aktionärsstrukturen von Aktiengesellschaften eingegangen. Die Bedeutung institutioneller Investoren zeigt sich dabei bereits an dem von diesen verwalteten Vermögen, wobei insbesondere Pensi-

---

<sup>1200</sup> Vgl. S. 34 ff., 0

<sup>1201</sup> Vgl. S. 38 ff., 0

<sup>1202</sup> Vgl. S. 44 ff., 0

onsfonds, Versicherungsunternehmen und Investmentfonds enorme Vermögenswerte halten.<sup>1203</sup> Zunehmend spielen dabei auch ‚alternative‘ institutionelle Investoren, wie *ETFs* und *Private-Equity-Fonds* eine Rolle.<sup>1204</sup> Die Rolle institutioneller Investoren für die Aktienmärkte zeigt sich dabei insbesondere bei Betrachtung der Aktionärsstrukturen: Anhand des britischen und deutschen Aktienmarktes wurde dabei gezeigt, dass institutionelle Investoren mindestens 60 Prozent der Anteile börsennotierter Gesellschaften hielten.<sup>1205</sup> Insofern stellen institutionelle Investoren regelmäßig, neben bedeutenden strategischen Beteiligungen, die wichtigste Aktionärsgruppe dar.

Die Rolle institutioneller Investoren ist in den vergangenen Jahren insbesondere aufgrund des Verhaltens aktivistischer Investoren hervorgehoben worden. Dabei erscheint das Verhalten von aktivistischen Investoren oftmals negativ konnotiert, da diese durch ihre Verhaltensweisen regelmäßig Partikularinteressen durchsetzen und kurzfristige Gewinnmöglichkeiten realisieren wollten.<sup>1206</sup>

Vor dem Hintergrund der historisch den Aktionären zugeschriebenen Rolle, der überragenden Bedeutung institutioneller Investoren sowie schließlich auch dem Verhalten von aktivistischen Aktionären lässt sich eine Verantwortung institutioneller Investoren erkennen, mäßigend auf die Geschicklichkeit ihrer Beteiligungsgesellschaft einzuwirken. Durch ihre Professionalität, den Gesamtüberblick über die Kapitalmärkte und andere Gesellschaften können institutionelle Investoren der Verwirklichung von Partikularinteressen und somit kurzfristig ausgerichteten Interessen entgegenwirken und den Erfolg der Beteiligungsgesellschaften und entsprechend den Erfolg der Aktionäre auf einen langfristigen Vorteil ausrichten.

Wie in Teil III dieser Arbeit besprochen wurde, wurde die Stewardship Verantwortung mit ähnlichen Hintergründen auch in verschiedenen Stewardship Kodizes umschrieben, die in mehreren nationalen Rechtsordnungen und von einigen supranationalen Institutionen entwickelt wurden. Hierbei sind insbesondere der

---

<sup>1203</sup> Vgl. S. 58 ff., 0

<sup>1204</sup> Vgl. ebd.

<sup>1205</sup> Vgl. S. 64 ff., 0

<sup>1206</sup> Vgl. S. 68 ff., 0

UK *Stewardship Code*,<sup>1207</sup> die zeitlich relativ kurz nach diesem veröffentlichten Kodizes aus Japan<sup>1208</sup> und Südafrika<sup>1209</sup> sowie der niederländische Corporate Governance Kodex und der Eumedion Kodex<sup>1210</sup>, supranationale Kodizes wie die bereits 2006 erarbeiteten UN PRI<sup>1211</sup> und die neu veröffentlichten ICGN *Global Stewardship Principles*<sup>1212</sup> zu nennen.

Auf Grundlage dieser Kodizes lässt sich verallgemeinert die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung regelmäßig als ein Maßnahmenkatalog beschreiben, der zum Nutzen der Anleger, aber auch zum Nutzen der Beteiligungsgesellschaften und der Allgemeinheit, von institutionellen Investoren einzuhalten ist.<sup>1213</sup> Dieses Verständnis lässt sich bereits terminologisch auf den Ursprung des Wortes „Stewardship“ als ein verantwortungsvoller Umgang mit anvertrauten Gütern zurückführen: Historisch haben „Stewards“ vor allem die Ländereien und Anwesen (also ‚Güter‘) ihrer Herren verwaltet, heute wird man dieses Verständnis auf institutionelle Investoren übertragen können, die insofern ebenfalls die (finanziellen) Güter ihrer Anleger für diese verwalten.<sup>1214</sup>

In Teil IV wurde die überarbeitete EU Aktionärsrechterichtlinie behandelt. Diese baut dabei auf die gerade genannten Kodizes auf; insbesondere finden sich in der Richtlinie selbst und in den Unterlagen vor der Veröffentlichung der Richtlinie viele Verweise auf den britischen Kodex sowie auf die UN Prinzipien.<sup>1215</sup> Insbesondere in Artikel 3g der überarbeiteten Richtlinie werden viele allgemeine Aspekte zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung beschrieben und den Mitgliedsstaaten insofern ein Umsetzungserfordernis auferlegt.<sup>1216</sup>

In Teil V wurde dann schließlich die Umsetzbarkeit der Vorgaben dieses Artikel 3g behandelt. Dabei wurde insbesondere darauf eingegangen, dass institutionellen Investoren im deutschen Aktiengesetz bereits umfassende Möglichkeiten

---

<sup>1207</sup> Vgl. S. 72 ff., 0

<sup>1208</sup> Vgl. S. 108 ff., 0

<sup>1209</sup> Vgl. S. 144 ff., 0

<sup>1210</sup> Vgl. S. 119 ff., 0

<sup>1211</sup> Vgl. S. 127 ff., 0

<sup>1212</sup> Vgl. S. 157 ff., 0

<sup>1213</sup> Vgl. S. 167 ff., 0

<sup>1214</sup> Vgl. ebd.

<sup>1215</sup> Vgl. S. 170 ff., 0

<sup>1216</sup> Vgl. S. 190 ff., 0

der Rechtewahrnehmung zustehen, wie insbesondere die kollektive Stimmrechtswahrnehmung<sup>1217</sup> und weitere Individualrechte.<sup>1218</sup> Weiterhin wurde ausführlich darauf eingegangen, inwiefern institutionelle Investoren darüber hinaus den direkten Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat auch außerhalb der Hauptversammlung suchen können: Hierbei wurde festgestellt, dass sowohl zum Vorstand<sup>1219</sup> als auch zum Aufsichtsrat<sup>1220</sup> ein genereller Kontakt durch das aktienrechtliche Kompetenzgefüge ermöglicht wird. Insbesondere hinsichtlich des Kontaktes zum Aufsichtsrat stellt sich insofern vielmehr die Frage nach dem „Wie“ des Kontaktes und weniger nach dem „Ob“.<sup>1221</sup> Insofern lässt sich die generelle Möglichkeit des Kontaktes zum Aufsichtsrat als Annex aus den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats ableiten; die inhaltliche Reichweite ergibt sich demnach vor allem aus § 111 Absatz 4 AktG, der die Kommunikationsinhalte insofern auf aufsichtsratspezifische Kernthemen beschränkt.<sup>1222</sup> Weitere Grenzen hinsichtlich der inhaltlichen Reichweite des Kontaktes ergeben sich in aktienrechtlicher Hinsicht aus dem Gebot der (informationellen) Gleichbehandlung der Aktionäre, der Verschwiegenheitspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat, der Treuepflicht der Aktionäre und dem Verbot der ungebührlichen Einflussnahme.<sup>1223</sup> Wie in dem kurzen Überblick über kapitalmarktrechtliche Grenzen dargestellt wurde, spielen insbesondere Fragen des Insiderhandels und des *acting in concert* eine wesentliche Rolle insbesondere hinsichtlich der Möglichkeiten des informellen Kontaktes zu Vorstand und Aufsichtsrat durch institutionelle Investoren.<sup>1224</sup>

---

<sup>1217</sup> Vgl. S. 212 ff., 0

<sup>1218</sup> Vgl. S. 226 ff., 0

<sup>1219</sup> Vgl. S. 241 ff., 0

<sup>1220</sup> Vgl. S. 248 ff., 0

<sup>1221</sup> Vgl. S. 267 ff., 0

<sup>1222</sup> Vgl. ebd.

<sup>1223</sup> Vgl. S. 290 ff., 0

<sup>1224</sup> Vgl. S. 322 ff., 0

# Vorschlag für einen Deutschen Stewardship Kodex

Insbesondere die Ergebnisse der Untersuchungen aus Teil V, aber auch das Gesamtverständnis von Stewardship und der Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren sollen zum Schluss dieser Arbeit im Zusammenhang eines Vorschlags für einen „Deutschen Stewardship Kodex“ noch einmal etwas detaillierter zusammengefasst werden.

Zunächst wird in allgemeinen Vorbemerkungen auf die wesentlichen Grundlagen eingegangen, die von einem deutschen Stewardship Kodex berücksichtigt werden sollten (§ 1). Anschließend wird ein Vorschlag für einen Deutschen Stewardship Kodex dargestellt (§ 2). Dieser Vorschlag wird anschließend anhand der in dieser Arbeit getroffenen Feststellungen erläutert (§ 3).

## § 1. Vorbemerkungen

Dass Stewardship und die Stewardship Verantwortung institutioneller Investoren auch in Deutschland in einem Kodex geregelt werden müssen, ergibt sich aus Artikel 3g der überarbeiteten Aktienrechteverordnung. Nach Artikel 2 Absatz 1 iVm Artikel 3 der Änderungsrichtlinie 2017/828/EU ist diese Vorschrift bis spätestens zwei Jahre und zwanzig Tage nach Veröffentlichung im Europäischen Amtsblatt<sup>1225</sup> von den Mitgliedsstaaten umzusetzen.

Nach Artikel 3g der überarbeiteten Aktienrechteverordnung müssen die Mitgliedsstaaten entsprechend sicherstellen, dass sich institutionelle Investoren zu den Inhalten aus Absatz 1 lit. a) und lit. b) erklären. Diese Regelung setzt daher – genau wie das bereits bekannte System zu § 161 AktG und dem Deutschen Corporate Governance Kodex – auf eine gesetzliche Pflicht zur Abgabe einer Entschlussserklärung, die für institutionelle Investoren beispielsweise im VAG und im KAGB geregelt werden könnte, und einem Bezugskodex, also einem deutschen Stewardship Kodex, zu dessen Entwurf im Folgenden ein Vorschlag gegeben werden soll.

Inhaltlich wird sich ein deutscher Stewardship Kodex entsprechend maßgeblich an den Vorgaben des Artikels 3g der überarbeiteten Aktienrechteverordnung orientieren müssen. Weiterhin kann und sollte ein Deutscher Stewardship Kodex sich auch ein Vorbild am britischen Kodex nehmen, da auch die überarbeitete Aktienrechteverordnung dies tut und dieser Kodex auch in anderen nationalen Rechtsordnungen als Vorbild angesehen wird. Weitere Vorbilder, wie insbesondere die Kodizes aus Japan und den Niederlanden, aber auch supranationale Kodizes, wie die *UN PRI* und die *ICGN Global Stewardship Principles*, sollten ebenfalls

---

<sup>1225</sup> Veröffentlicht wurde die Richtlinie am 20.05.2017 im Europäischen Amtsblatt, sodass die Umsetzungsfrist am 09.06.2019 auslaufen wird.

berücksichtigt werden, sodass ein deutscher Stewardship Kodex auf einem internationalen Gesamtverständnis der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung entwickelt werden sollte.

Unter Berücksichtigung dieses Verständnisses lässt sich insofern für institutionelle Investoren in einem deutschen Stewardship Kodex eine international bekannte und für diese bereits gewohnte und teilweise im Ausland praktizierte Herangehensweise an die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung etablieren. Institutionellen Investoren kann es insofern leichter fallen, einen deutschen Kodex anzuwenden, sodass die Akzeptanz eines solchen Kodex von Anfang an erhöht werden kann.

Ein deutscher Stewardship Kodex sollte sich auch an den Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex orientiert. Um Wertungswidersprüche zu vermeiden, sollten der Deutsche Corporate Governance Kodex und ein Deutscher Stewardship Kodex mit Bezug auf den jeweils anderen Kodex nebeneinander bestehen können. Ein Stewardship Kodex muss insofern die Mitverantwortung institutioneller Investoren bei der Corporate Governance umschreiben. Der Deutsche Corporate Governance Kodex sollte sich auf die Rolle des Vorstands und des Aufsichtsrats bei der Corporate Governance konzentrieren. In seiner aktuellen Form regelt Ziffer 2 DCGK, insbesondere Ziffer 2.1 DCKG, derzeit bereits die Rolle der Aktionäre allgemein, sodass hieran anknüpfend die Regelungen eines Stewardship Kodex die Rolle von institutionellen Investoren näher beschreiben kann.

Das Nebeneinander des Deutschen Corporate Governance Kodex und eines Deutschen Stewardship Kodex sollte sich weiterhin auch in den formellen Fragen hinsichtlich der Veröffentlichung und der Entwicklung des Kodex widerspiegeln: So macht es Sinn, ähnlich wie Großbritannien, die Entwicklung des Stewardship Kodex an die gleiche Institution anzugegliedern, die sich auch mit der Entwicklung des Corporate Governance Kodex beschäftigt. Insofern sollte also der Auftrag der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex erweitert werden und auch die Schaffung eines Stewardship Kodex umfassen oder eine Regierungskommission Deutscher Stewardship Kodex eingesetzt werden, die eng mit der bestehenden Kommission verbunden wird.

Empfehlenswert erscheint auch, dass der Kodex durch das Bundesministerium für Justiz und für Verbraucherschutz im amtlichen Teil des Bundesanzeigers veröffentlicht wird. Dadurch würde die gleiche Verfahrensweise wie hinsichtlich des Corporate Governance Kodex angenommen. Außerdem könnte das Bundesministerium für Justiz und für Verbraucherschutz überprüfen, ob offensichtliche Widersprüche zwischen dem DCGK und dem Deutschen Stewardship Kodex sowie gesetzlichen Vorschriften bestehen.

## § 2. Vorschlag für einen Deutschen Stewardship Kodex

### *Präambel*

Der Deutsche Stewardship Kodex („Stewardship Kodex“) stellt die Verantwortlichkeit institutionelle Anleger und Vermögensverwalter (institutionelle Investoren) dar und enthält international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Teilhabe institutioneller Investoren an der Corporate Governance deutscher börsennotierter Gesellschaften.

Der Stewardship Kodex verdeutlicht die Verantwortung von institutionellen Investoren, für eine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen. Nachhaltige Wertschöpfung betrifft dabei zunächst vor allem den langfristigen Nutzen der verantwortungsvollen Investitionen zugunsten der Begünstigten der institutionellen Investoren (Anlegerinteressen). Weiterhin soll die nachhaltige Wertschöpfung aber auch das wirtschaftliche Wachstum und den Bestand der Unternehmen, deren Aktien institutionelle Investoren am geregelten Markt erwerben, sichern und somit für eine nachhaltige Wertschöpfung sorgen (Unternehmensinteresse). Auch beachten institutionelle Investoren die Interessen der Allgemeinheit, insbesondere hinsichtlich sonstiger ökologischer und sozialer Aspekte (ESG Aspekten).

Von institutionellen Investoren wird daher erwartet, dass sie ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben und so zu dem langfristigen Nutzen ihrer eigenen Anleger, aber auch ihrer Beteiligungsgesellschaften und der Allgemeinheit beitragen (Stewardship Verantwortung).

Bei der Wahrnehmung dieser Rechte berücksichtigen institutionelle Investoren die Grundsätze der dualistischen Organisationsverfassung deutscher Aktiengesellschaften. Insbesondere beachten institutionelle Investoren die Kompetenzen von Vorstand und Aufsichtsrat, der Hauptversammlung sowie die Interessen und Rechte der übrigen Aktionäre.

Anhand einer zu veröffentlichen Erklärung, durch die ein institutioneller Investor beschreibt, wie er plant seiner Stewardship Verantwortung nachzukommen, und eines jährlichen Berichts, in dem der institutionelle Investor beschreibt, wie er den in der Erklärung beschriebenen Maßnahmen nachgekommen ist, wird den institutionellen Investoren ermöglicht, flexibel auf die individuellen Anforderungen zu reagieren. Damit diese Publizitätsanforderungen ihren Zweck erfüllen, sind sowohl die Stewardship Erklärung, als auch der jährliche Stewardship Bericht

in verbindlicher, eindeutiger und leicht zugänglicher Art und Weise zu formulieren; auch sind diese Unterlagen leicht zugänglich auf der Internetseite des Investors zu veröffentlichen.

Dieser Kodex richtet sich vor allem an institutionelle Investoren, die Aktien am geregelten Markt erwerben. Darüber hinaus sollen auch sonstige Aktionäre, insbesondere Inhaber besonderer strategischer Beteiligungen, aber auch sonstige Dienstleistungsunternehmen, wie insbesondere Stimmrechtsberater, sich dazu aufgefordert fühlen, die Grundsätze dieses Kodex zu berücksichtigen, sofern sie auf sie zutreffen.

## *1. Akzeptanz des Kodex und Stewardship Erklärung*

- 1.1. Institutionelle Investoren erklären in einer öffentlichen Erklärung ihre Akzeptanz des Stewardship Kodex (Stewardship Erklärung).
- 1.2. In der Stewardship Erklärung nennen institutionelle Investoren Maßnahmen, die diese planen zu ergreifen, um den Aufgaben nach diesem Kodex gerecht zu werden. Auch erklären institutionelle Investoren, wie diese Maßnahmen den langfristigen Interessen ihrer Anleger, den langfristigen Unternehmensinteressen ihrer Beteiligungsgesellschaften und weiteren Interessen, wie insbesondere ESG – Aspekten, gerecht werden.
- 1.3. Die Stewardship Erklärung enthält einen Hinweis auf einen Verhaltenskodex, der den Umgang mit Interessenskonflikten regelt.
- 1.4. Die Stewardship Erklärung enthält einen Hinweis auf Kriterien, anhand derer der institutionelle Investor Entscheidungen über die Wahrnehmung seiner Stimmrechte trifft.
- 1.5. Die Stewardship Erklärung macht der institutionelle Investor der Öffentlichkeit auf seiner Internetseite zugänglich.

## *2. Wahrnehmung von Stimmrechten*

- 2.1. Institutionelle Investoren üben ihre Stimmrechte in der Hauptversammlung ihrer Portfoliogesellschaften aus.
- 2.2. Institutionelle Investoren können von den Vorschlägen zur Beschlussfassung abweichen. Sie informieren den Vorstand vor der Hauptversammlung über die abweichende Stimmrechtsabgabe, soweit dies möglich und angemessen ist.
- 2.3. Institutionelle Investoren können sich bei der Stimmrechtsausübung vertreten oder beraten lassen.
- 2.4. Lassen sich institutionelle Investoren vertreten oder beraten, überprüfen diese in angemessenem Umfang die Empfehlungen zur Stimmrechtsabgabe oder Stimmrechtsabgabe insbesondere hinsichtlich der Übereinstimmung

mit den langfristigen Interessen ihrer Anleger, den langfristigen Unternehmensinteressen ihrer Beteiligungsgesellschaften und weiteren Interessen, wie insbesondere ESG – Aspekten.

- 2.5. Lassen sich institutionelle Investoren bei der Stimmrechtswahrnehmung vertreten oder beraten, stellen sie sicher, dass der Berater oder Vertreter keinen Interessenskonflikten bei seiner Tätigkeit unterliegt.

### *3. Überwachung und Wahrnehmung von Individualrechten*

- 3.1. Institutionelle Investoren überwachen ihre Beteiligungsgesellschaften.
- 3.2. Institutionelle Investoren nehmen, im Rahmen ihrer gesetzlichen und satzungsgemäß vorgesehenen Möglichkeiten, ihre Rechte vor oder während der Hauptversammlung wahr.
- 3.3. Plant ein institutioneller Investor von seinem Auskunftsrecht auf der Hauptversammlung Gebrauch zu machen, informiert er den Vorsitzenden des Vorstandes vor der Hauptversammlung hierüber, soweit dies möglich und angemessen ist.
- 3.4. Möchte ein institutioneller Investor von seinen Beschlusskontrollrechten Gebrauch machen, informiert er den Vorsitzenden des Vorstandes hierüber, soweit dies möglich und angemessen ist.

### *4. Investorentreffen und Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat*

- 4.1. Institutionelle Investoren nehmen an Investorentreffen mit den Gesellschaftsorganen teil, wenn diese von der Beteiligungsgesellschaft angeboten werden.
- 4.2. Mit dem Vorstand besprechen institutionelle Investoren Themen, die in den Verantwortungsbereich des Vorstandes fallen.
- 4.3. Mit dem Aufsichtsrat besprechen institutionelle Investoren Themen, die in den Verantwortungsbereich des Aufsichtsrats fallen.
- 4.4. Bei der Wahrnehmung von Kontaktmöglichkeiten beachten institutionelle Investoren, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Aktionäre gleich zu behandeln haben und vertrauliche Angaben und Unternehmensgeheimnisse nicht weitergeben dürfen. Auch nehmen sie keinen ungebührlichen Einfluss auf die Unternehmensführung.

### *5. Zusammenarbeit mit anderen Investoren*

- 5.1. Institutionelle Investoren arbeiten mit anderen institutionellen Investoren bei der Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung und der Überwachung der einzelnen Beteiligungsgesellschaften zusammen.
- 5.2. Hierbei begrenzen institutionelle Investoren ihre Zusammenarbeit auf die Organisation der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung und auf Themen, die allgemeiner Gegenstand von Investorentreffen sind. Sie beachten insbesondere Regulierungen zu abgestimmten Verhaltensweisen.

## *6. Interessenskonflikte und Umgang mit sensiblen Informationen*

- 6.1. Institutionelle Investoren identifizieren mögliche Interessenkonflikte bei der Ausübung ihrer Stewardship Aufgaben und legen diese gegenüber der Gesellschaft und der Allgemeinheit offen.
- 6.2. Institutionelle Investoren sollen im Rahmen der Investorentreffen mit den Organen von Beteiligungsgesellschaften und im Rahmen des Kontaktes zu anderen institutionellen Investoren keine Kenntnis von Informationen, die als Insiderinformationen klassifiziert werden können, erlangen.

## *7. Offenlegungspflichten und Stewardship Berichte*

- 7.1. Hat sich ein institutioneller Investor dazu entschlossen, keine Stewardship Erklärung zu erarbeiten, hat er jährlich zu veröffentlichen und zu begründen, warum eine solche Erklärung nicht erarbeitet wurde.
- 7.2. Institutionelle Investoren geben jährlich einen Bericht ab, der darstellt wie sie ihrer Stewardship Verantwortung, die sie in ihrer anfänglichen Stewardship Erklärung festgelegt haben, entsprochen haben (Stewardship Bericht).
- 7.3. In diesem Stewardship Bericht legen die institutionellen Investoren dar, bei welchen Beteiligungsgesellschaften sie ihre Stimmrechte wahrgenommen haben und wie sie abgestimmt haben und ob diese Abstimmung den selbst entwickelten Kriterien zur Wahrnehmung von Stimmrechten entspricht.
- 7.4. Institutionelle Investoren können auf die Veröffentlichung der Wahrnehmung einzelner Stimmrechte verzichten, wenn die Beteiligung an der jeweiligen Gesellschaft oder der jeweilige Tagesordnungspunkt unbedeutend war. Sie entwickeln und veröffentlichen Kriterien zur Feststellung der Bedeutsamkeit der Beteiligung oder von Tagesordnungspunkten und berichten jährlich über die Einhaltung dieser Kriterien.
- 7.5. In diesem Stewardship Bericht legen institutionelle Investoren dar, ob sie auf die Dienste von Stimmrechtsberatern zurückgegriffen haben und wie und ob und wie sie deren Empfehlungen und die Dienste des Beraters oder Vertreters überprüft und berücksichtigt haben.
- 7.6. Institutionelle Investoren legen in diesem Stewardship Bericht auch offen, ob sie von ihren Frage- und Auskunftsrechten auf den Hauptversammlungen Gebrauch gemacht haben.
- 7.7. Institutionelle Investoren legen in diesem Stewardship Bericht auch offen, zu welchen Investorentreffen mit Beteiligungsgesellschaften sie eingeladen wurden und ob sie an diesen teilgenommen haben oder nicht.
- 7.8. Institutionelle Investoren legen in diesem Stewardship Bericht auch offen, ob bei der Wahrnehmung von Rechten und Pflichten Interessenskonflikte aufgetreten sind. Hierbei legen sie ebenfalls dar, ob sie dem von ihnen bei Abgabe der Stewardship Erklärung veröffentlichtem Verhaltenskodex zum Umgang mit Interessenskonflikten entsprochen haben.

- 7.9. Institutionelle Investoren legen in diesem Stewardship Bericht auch offen, ob sie im Rahmen der Ausübung ihrer Stewardship Verantwortung in den Besitz von Insiderinformationen gelangt sind.
- 7.10. Von der Offenlegung ausgenommen sind solche Informationen über Umstände, die bei einer Veröffentlichung einen erheblichen wirtschaftlichen Schaden für die Beteiligungsgesellschaften oder die eigenen Anleger herbeiführen würden. Die Veröffentlichung der Kenntnis über die Umstände und die ergriffenen Maßnahmen ist mit dem nächsten Stewardship Bericht nach Bekanntwerden der Information nachzuholen.

### § 3. Erläuterung des Kodexvorschlags

Der Kodexvorschlag baut auf den Erkenntnissen aus Teil V dieser Arbeit zur rechtlichen Umsetzbarkeit von Stewardship Verantwortung auf. Berücksichtigt werden dabei auch bereits existierende Kodizes sowie die Vorgaben des Artikels 3g der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie.

Der allgemeine Aufbau in Präambel, Ziffern und nachgeordnete Ziffern knüpft an die Struktur des Deutschen Corporate Governance Kodex an. Die Einteilung in sieben Ziffern entspricht der Struktur der Kodizes aus Großbritannien, Japan und den *ICGN Global Stewardship Principles*, sowie den *AMEC* Prinzipien aus Brasilien, den *Singapur Stewardship Principles* und dem dänischen Stewardship Kodex.<sup>1226</sup> Insofern verknüpft der Vorschlag bereits bekannte Muster zur Corporate Governance in Deutschland und die international bereits seit mehreren Jahren praktizierten und bekannten Handhabung des Themas Stewardship. Insgesamt orientiert sich der Vorschlag an dem internationalen Gesamtverständnis zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung, das sich anhand der bereits veröffentlichten Stewardship Kodizes herausbildet.<sup>1227</sup>

Die *Präambel* macht zunächst deutlich, dass institutionelle Investoren eine Stewardship Verantwortung haben, die auch als moralische Pflicht zur Wahrnehmung der Einflussnahmemöglichkeiten unter Berücksichtigung der langfristigen Anlegerinteressen ausgedrückt werden könnte.<sup>1228</sup> Die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung umschreibt entsprechend einen Maßnahmenkatalog verschiedener Eigentumsrechte, den institutionelle Investoren zum langfristigen Vorteil ihrer Anleger, aber auch hinsichtlich der Interessen ihrer Portfoliogesellschaften und der Allgemeinheit wahrnehmen sollen. Wie auch die Aktionärsrechterichtlinie in Artikel 3g Absatz 1 lit. a) ausdrücklich deutlich macht, sollen institutionelle Investoren auch soziale und ökologische Aspekte bei der Wahrnehmung von Stewardship beachten.<sup>1229</sup> Die Richtlinie und entsprechend auch die *Präambel* des Vorschlags machen deutlich, dass ESG Aspekte, die insbesondere in

---

<sup>1226</sup> In einigen anderen Kodizes finden sich teilweise sechs Prinzipien, so zum Beispiel in den *Taiwan Stewardship Principles for Institutional Investors*, im italienischen Kodex „*Principi Italiani Di Stewardship*“ der nichtstaatlichen *asset manager* Vereinigung *Assogestioni*, der auf dem ebenfalls nicht staatlichen *EFAMA* Kodex aufbaut. Der südafrikanische *CRISA* Kodex setzt hingegen auf 5 Prinzipien, der niederländische nichtstaatliche *Eumedion* Kodex auf 10 Prinzipien; insgesamt scheint aber die Zahl von 7 Prinzipien am häufigsten gewählt worden zu sein. Vgl. hierzu die Darstellung der einzelnen Kodizes, S. 72 ff., 0

<sup>1227</sup> Vgl. zur Darstellung der Gemeinsamkeiten aller in dieser Arbeit dargestellten Stewardship Kodizes, S. 165 ff., 0

<sup>1228</sup> Vgl. S. 167 ff., 0

<sup>1229</sup> Vgl. S. 190 ff., 0

den *UN PRI* genannt werden, eine Rolle bei der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung spielen müssen.<sup>1230</sup> Entsprechend besteht auch eine Anlehnung an den südafrikanischen *CRISA* Kodex, der die Berücksichtigung von *ESG* Aspekten deutlicher als die meisten anderen Stewardship Kodizes hervorhebt, allerdings klingt die Wahrnehmung von *ESG* Aspekten auch im *UK Stewardship Code* in Prinzip 4 und im *Japan Stewardship Code* in Prinzip 3 an.<sup>1231</sup>

Ebenfalls hebt die *Präambel* den Anwendungsbereich des Kodex hervor: Dieser gilt grundsätzlich für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter, die Aktien am geregelten Markt erwerben, sodass insgesamt die von Artikel 3g in Verbindung mit Artikel 1 Absatz 6 lit. a) und lit. b) und Artikel 2 lit. e) und lit. f) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie erfassten institutionellen Investoren auch vom Kodex ausdrücklich erfasst werden sollen.<sup>1232</sup> Zur Anwendung oder Berücksichtigung des Kodex ermutigt werden sollen auch andere Aktionäre oder Dienstleistungsanbieter, wie insbesondere institutionelle Stimmrechtsberater, die auch nach Artikel 3g der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie nicht unmittelbar in den Anwendungsbereich fallen. Eine ähnliche Öffnung auch für andere Aktionäre und Institutionen, die mit Stewardship Verantwortung in Bezug stehen können, findet sich in ähnlicher Weise in anderen Kodizes wieder.<sup>1233</sup>

*Ziffer 1* des Vorschlags sollte in Verbindung mit *Ziffer 7* gesehen werden: Hierbei handelt es sich um die oben mehrfach als „Rahmenprinzipien“<sup>1234</sup> deklarierten Ziffern, die den Mechanismus einer anfänglichen Stewardship Erklärung mit auf diese bezogenen jährlichen Stewardship Berichten darstellt. Die meisten der dargestellten Stewardship Kodizes arbeiten nach diesem Mechanismus. Insofern haben institutionelle Investoren zwar die Möglichkeit den Standard, über den sie selbst jährlich berichten wollen, selbst zu formulieren. Wie aber insbesondere Artikel 3g Absatz 1 lit. a) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie deutlich macht, hat dieser selbstformulierte Standard allerdings inhaltliche Mindestanforderungen zu erfüllen. Diese Mindestanforderungen werden insbesondere in *Ziffer 2* bis *Ziffer 6* inhaltlich näher umrissen, indem verschiedene Maßnahmen zur angemessenen Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung in positiver und negativer Hinsicht dargestellt werden.

---

<sup>1230</sup> Vgl. S. 135 ff., 0

<sup>1231</sup> Vgl. S. 73 ff., 0; S. 110, 0 und S. 144 ff., 0

<sup>1232</sup> Vgl. S. 207 ff., 0

<sup>1233</sup> Vgl. ebd.; vgl. insbesondere auch direkt: *UK Stewardship Code*, Application of the Code Rn. 2; *Japan Stewardship Code*, Aims of the Code Rn. 8; *CRISA* (Südafrika), S. 3 a.E.

<sup>1234</sup> Vgl. hinsichtlich dieser „Rahmenprinzipien“ auch die Darstellungen oben: Prinzip 1 und 7 im *UK Stewardship Code*, S. 73 ff.; Prinzip 1 und 6 im *Japan Stewardship Code*, S. 110 ff.; Prinzip 1 und 6 in den *UN PRI*, S. 130 ff.; Prinzip 1 und 6 im *EFAMA* Kodex, S. 162 ff.; Prinzip 1 und 7 im *AMEC* Kodex, S. 163 ff.

Ausdrücklich wird in *Ziffer 1.3* noch der geplante Umgang mit möglichen Interessenskonflikten genannt: Es weist bereits die überarbeitete Aktionärsrechtsrichtlinie auf die Bedeutsamkeit dieses Problems hin, sodass sich institutionelle Investoren von Anfang an besonders dazu erklären müssen, wie sie mit Interessenskonflikten umgehen wollen. Diese Bedeutsamkeit des vorausschauenden Umgangs mit auftretenden Interessenskonflikten ist auch Inhalt von §§ 26, 27 KAGB und lässt sich wohl auch an § 23 VAG anknüpfen.

Ebenso sollte die Stewardship Erklärung nach *Ziffer 1.4* bereits die wesentlichen Kriterien zur Stimmrechtswahrnehmung enthalten. Dadurch machen institutionelle Investoren nach außen hin deutlich, wie sie zukünftig Stimmrechte wahrnehmen wollen.

Entsprechend der Anforderungen von Artikel 3g Absatz 2 der überarbeiteten Aktionärsrechtsrichtlinie sollten Investoren nach *Ziffer 1.5* die Stewardship Erklärung auch auf ihrer Internetseite veröffentlichen.

In *Ziffer 2* wird zunächst auf die Stimmrechtswahrnehmung eingegangen, sodass hier eine erste und ganz wesentliche Maßnahme zur Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung behandelt wird. Diese Ziffer macht ähnlich zu Ziffer 2.1.1 DCGK deutlich, dass die Stimmrechte auch nur in der Hauptversammlung wahrgenommen werden können.<sup>1235</sup> Die Formulierung zeigt aber genau wie die Formulierung der Ziffer 2.1.1 DCGK, dass diese Rechte auch tatsächlich wahrgenommen werden sollten, sodass beiden Formulierungen ein gewisser Erwartungscharakter zugeschrieben werden kann.<sup>1236</sup> Im Zusammenhang mit *Ziffer 2.1* sollte entsprechend *Ziffer 7.3* und *Ziffer 7.4* gesehen werden. Diese enthalten die jährlichen Berichtspflichten hinsichtlich der Wahrnehmung von Stimmrechten. Nach *Ziffer 7.4* kann dabei insbesondere auf die Offenlegung der Wahrnehmung einzelner Stimmrechte verzichtet werden, wenn die Beteiligung an der Gesellschaft oder der jeweilige Tagesordnungspunkt unbedeutend war. Diese Regelung entspricht Artikel 3g Absatz 1 lit. b) Satz 3 der überarbeiteten Aktionsrechtsrichtlinie.<sup>1237</sup> Institutionelle Investoren müssen dabei selbst Kriterien zur Feststellung der Unbedeutsamkeit entwickeln und veröffentlichen und sich entsprechend auch wieder an diesen selbstentwickelten Kriterien messen lassen.<sup>1238</sup> Zwischenzeitlich sah ein Entwurf des Europäischen Rates, den dieser in den Trilog mit Europäischem Parlament und Europäischer Kommission einbrachte, noch vor, dass die Stimmabgabe bei Anteilen von weniger als einem Prozent der Anteile an der jeweiligen

---

<sup>1235</sup> Vgl. hierzu auch: S. 212 ff., 0

<sup>1236</sup> Vgl. ebd.

<sup>1237</sup> Vgl. S. 190 ff., vgl. auch: S. 212 ff., 0

<sup>1238</sup> Vgl. ebd.; aus Erwägungsgrund 18 der überarbeiteten Aktionsrechtsrichtlinie ergibt sich, dass die Feststellung anhand selbst entwickelter Kriterien erfolgen sollte.

Portfoliogesellschaft nicht veröffentlicht werden müssten.<sup>1239</sup> Diese Regelung wurde aber zugunsten der flexibleren Lösung, die eben auf die individuelle Unbedeutsamkeit aufbaut, aufgegeben. Anhand dieser Änderung wird auch deutlich, dass sich die Unbedeutsamkeit der Stimmrechtsabgabe eben nicht aus Sicht der Portfoliogesellschaften beurteilen muss, sondern aus Sicht des stimmberechtigten Investors. Das hat zur Folge, dass im Einzelfall ein relativer Aktienanteil von 0,5 Prozent zwar aus Sicht der Portfoliogesellschaft vergleichsweise unbedeutend erscheinen kann, aus Sicht des Investors aber, insbesondere wenn es sich um eine Portfoliogesellschaft mit hoher Marktkapitalisierung handelt, um ein bedeutendes Investment, das wiederum einen relativ hohen Anteil am eigenen Wertpapierportfolio einnehmen kann. Insofern werden die Unbedeutsamkeit und entsprechend auch die Kriterien zur Bewertung der Unbedeutsamkeit nach *Ziffer 7.4* immer hinsichtlich der Unbedeutsamkeit für den Investor betrachten zu sein.<sup>1240</sup>

In *Ziffer 2.2 Satz 1* wird auf die Möglichkeit hingewiesen, dass die nach § 124 Absatz 3 AktG von Vorstand und Aufsichtsrat veröffentlichten Vorschläge zur Beschlussfassung nicht bindend sind. Nach *Satz 2* werden institutionelle Investoren dazu angehalten, ein abweichendes Stimmverhalten vorher gegenüber dem Vorstand anzuzeigen. Eine solche vorherige Anzeige wird auch im *UK Stewardship Code* in den Erklärungen zu Prinzip 6, im niederländischen *Eumedion Code* in Prinzip 7 und auch in den *ICGN Global Stewardship Principles* in Ziffer 5.2. gefordert. Zeigen institutionelle Investoren ihr geplantes abweichendes Abstimmverhalten an, können sie dem Vorstand und dem Aufsichtsrat die Möglichkeit geben die Argumente für ihren Vorschlag dem Investor erneut zu erklären oder ihre Vorschläge nachzubessern.<sup>1241</sup> Dadurch kann auch einer Verzögerung sachlich notwendiger Beschlussfassungen bis zur darauffolgenden Hauptversammlung entgegengewirkt werden, insbesondere, wenn die für eine Zustimmung des institutionellen Investors notwendigen Änderungen aus Sicht von Vorstand und Aufsichtsrat nur geringfügige redaktionelle Änderungen bedürften.

Durch *Ziffer 2.3*, *Ziffer 2.4* und *Ziffer 2.5* wird schließlich auf die Rolle von Stimmrechtsberatern eingegangen. Diese Gruppe wird nach Artikel 3j der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie zwar auch ausdrücklich individuell zu regulieren sein. Insofern wurde in den vergangenen Jahren der Einfluss institutioneller Stimmrechtsberater häufig kritisiert und daher auch im Rahmen der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie angesprochen.<sup>1242</sup> Auch die meisten Stewardship Kodizes beinhalten Regelungen, nach denen institutionelle Investoren Angaben

---

<sup>1239</sup> Vgl. S. 190 ff. 0

<sup>1240</sup> Vgl. hierzu wieder, S. 190 ff., 0

<sup>1241</sup> Vgl. S. 215 ff., 0

<sup>1242</sup> Vgl. S. 222 ff., 0

über den Umgang mit Stimmrechtsberatern machen sollen.<sup>1243</sup> Institutionellen Investoren sollen aber ihrerseits im Rahmen der Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung darauf achten, dass Stimmrechtsberater frei von Interessenskonflikten ihrer Tätigkeit nachgehen. Wie *Ziffer 2.3* deutlich macht, sollen sie dabei vor allem auch darauf achten, dass die Empfehlungen nicht ungeprüft übernommen werden und insofern noch eine selbstbestimmte Stimmabgabe durch den institutionellen Investor vorliegt, sodass kritisierte negative Folgen, resultierend beispielsweise aus „*auto-voting*“, minimiert werden können.<sup>1244</sup>

Flankiert werden diese Vorschriften wieder durch die *Ziffer 7*, hier *Ziffer 7.5*. Entsprechend sollen institutionelle Investoren auch in ihren jährlichen Stewardship Berichten Angaben machen, wie sie in der vergangenen Berichtsperiode mit Stimmrechtsberatern umgegangen sind.

In *Ziffer 3* werden individuelle Aktionärsrechte angesprochen, die auch von institutionellen Investoren wahrgenommen werden können und sollen. Generell regelt *Ziffer 3.1* dabei allgemein gehalten die Verantwortung institutioneller Investoren, ihre Portfoliogesellschaften umfassend zu überwachen. Wie die *Ziffern 3.2, 3.3* und *3.4* deutlich machen, umfasst dies vor allem die im Aktiengesetz vorgesehenen formalen Individualrechte. Dabei entspricht *Ziffer 3.2* wiederum vom Wortlaut *Ziffer 2.1.1 DCGK*, sodass hierdurch wieder eine ausdrückliche Verbindung zwischen diesen beiden Kodizes hergestellt werden soll.

Neben den ausdrücklich genannten Individualrechten wird unter der Überwachungsverantwortung nach *Ziffer 3.1* aber auch noch etwas weitergehend eine generelle Überwachung hinsichtlich der allgemeinen Entwicklung der Gesellschaft zu zählen sein. Wie auch im *UK Stewardship Code* die Erklärungen zu Prinzip 3 deutlich machen, sollen institutionelle Investoren insbesondere die wirtschaftliche Entwicklung, bestehende unternehmerische Risiken und die Besetzung von Vorstand und Aufsichtsrat im Blick behalten. Dies Aufgabe knüpft entsprechend weniger an der Ausübung von aktienrechtlich vorgesehenen Individualrechten an, sondern beschreibt vielmehr die allgemeine Selbstinformation und Bewertung über die Gesellschaft und deren Angelegenheiten. Im *Japan Stewardship Code* findet sich diese Aufgabe sogar noch deutlicher und viel grundlegender in Prinzip 7 wieder. Eine solche Informationsaufgabe kann zum einen zur Früherkennung von möglichen finanziellen Risiken beitragen, darüber hinaus aber auch

---

<sup>1243</sup> Vgl. bspw.: Prinzip 6, Erklärung Absatz 4 im *UK Stewardship Code*; Prinzip 5, Erklärung 4 *Japan Stewardship Code*; Prinzip 5, 5.5 *ICGN Global Stewardship Principles*; vgl. entsprechend auch wieder oben die Darstellungen zu den Inhalten dieser Kodizes, S. 72 ff., 0

<sup>1244</sup> Vgl. ebd.

die Grundlage eines Kontaktes zum Vorstand und Aufsichtsrat und einer gewissenhaften Rechtewahrnehmung führen.<sup>1245</sup>

Dass nach *Ziffer 3.3* und *Ziffer 3.4* der Vorsitzende des Vorstandes benachrichtigt werden soll, wenn vom Auskunftsrecht oder den Beschlusskontrollmöglichkeiten Gebrauch gemacht werden soll, hat dabei vor allem praktische Gründe: So wurde insbesondere das Verhalten räuberischer Aktionäre in den vergangenen Jahren kritisiert, die insbesondere teilweise sogar als „Berufskläger“ bezeichnet übermäßig von ihren Rechten Gebrauch gemacht haben und die Beschlüsse der Hauptversammlung vor Gericht angegriffen haben, um Registersperre und einen Vergleich zu erzwingen.<sup>1246</sup> Zu einer unverhältnismäßigen Rechtewahrnehmung sollen institutionelle Investoren nicht motiviert werden. Vielmehr sollten sie versuchen, bestehende Fragen im direkten Kontakt zum Vorstand, gegebenenfalls auch zum Aufsichtsrat, zu klären.<sup>1247</sup> Bei umfassenden Auskunftsverlangen wird schon deshalb der Vorstand vorher zu informieren sein, damit er sich auf diese Auskunft vorbereiten und eine für alle Aktionäre zufriedenstellende Antwort vorbereiten kann.<sup>1248</sup> Die Professionalität institutioneller Investoren und entsprechend der professionelle Umgang mit dem Vorstand kann dabei dann die Grundlage für eine für alle Aktionäre informative Hauptversammlung darstellen. Genau wie hinsichtlich der abweichenden Stimmrechtswahrnehmung<sup>1249</sup> können daher bestehende Fragen und Bedenken institutioneller Investoren bereits vor der Hauptversammlung geklärt werden und die Hauptversammlung auch in zeitlicher hinsichtlich auf das Wesentliche beschränkt werden. Grundsätzlich eingeschränkt soll das Frage- und Auskunftsrecht nicht werden, allerdings nicht werden.

Auch *Ziffer 3* steht wieder eine Berichtsaufgabe in *Ziffer 7*, hier in *Ziffer 7.6*, gegenüber. Entsprechend sollen institutionelle Investoren berichten, ob sie von ihren formalen Aktionärsrechten auf der Hauptversammlung oder den Beschlusskontrollrechten Gebrauch gemacht haben.

Anschließend an die formellen Aktionärsrechte behandelt *Ziffer 4* die informellen, nicht im Aktiengesetz geregelten Kontaktmöglichkeiten institutioneller Investoren zum Vorstand und zum Aufsichtsrat. Die Diskussion, ob und wie ein solcher Kontakt ermöglicht werden kann, wurde vor allem im Zusammenhang

---

<sup>1245</sup> Vgl. zu dem Zweck der Früherkennung insbesondere die Erklärungen zu Prinzip 3 *UK Stewardship Code*, oben S. 73, 0; und zu dem Zweck der relativen informativen Augenhöhe zwischen Aktionär und Unternehmen die Erklärung zu Prinzip 7 des *Japan Stewardship Code*, oben S. 110, 0

<sup>1246</sup> Vgl. S. 236 ff., 0

<sup>1247</sup> Vgl. hierzu sogleich, die Erläuterungen zu *Ziffer 4*

<sup>1248</sup> Vgl. S. 230 ff., 0

<sup>1249</sup> Vgl. die vorherigen Erläuterungen zu *Ziffer 2.2*.

mit Ziffer 2.1 DCGK und mit Ziffer 5.2. DCGK und den Änderungen des DCGK von 2017 geführt.<sup>1250</sup> Wie auch in diesem Zusammenhang von vielen Stimmen aus der Wissenschaft und Praxis angemerkt wurde,<sup>1251</sup> ist diese Thematik systematisch nicht ganz passend im DCGK aufgehoben, daher macht es Sinn, gerade diese Möglichkeiten in einem Deutschen Stewardship Kodex näher zu erklären. Entsprechend legt *Ziffer 4.1* zunächst ganz grundsätzlich dar, dass institutionelle Investoren an Investorentreffen teilnehmen sollen, was auch in etwa der sehr allgemeinen Formulierung in Artikel 3g Absatz 1 lit. a) der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie entspricht. Dabei sind vor allem kollektive Treffen zusammen mit anderen Investoren gemeint, möglich sind unter Umständen aber auch Einzelgespräche („*one-to-one*“).<sup>1252</sup>

Wichtig ist bei dem Kontakt zum Vorstand und vor allem zum Aufsichtsrat allerdings, dass die aktienrechtliche Kompetenzordnung und die dualistische Organisationsverfassung insgesamt ausreichend berücksichtigt wird.<sup>1253</sup> Anders als von einigen Stimmen in der Literatur allerdings kritisiert, steht die Organisationsverfassung dabei aber der generellen Kontaktmöglichkeit entgegen.

Der Kontakt zum Vorstand wird sich aus kompetenzrechtlicher Sicht ohnehin nur dann als problematisch erweisen, wenn der Kontakt institutioneller Investoren derart regelmäßig und detailliert erfolgt, sodass er sich auch inhaltlich den Berichtspflichten des Vorstands an den Aufsichtsrat im Sinne von § 90 AktG annähert und die institutionellen Investoren somit *de facto* einen „Schattenaufsichtsrat“ bilden.<sup>1254</sup>

Weitaus intensiver diskutiert wurden in der jüngeren Vergangenheit insofern die Möglichkeiten des Kontaktes zum Aufsichtsrat: Hier wird aber ebenfalls festgestellt werden können, dass ein Kontakt institutioneller Investoren zum Aufsichtsrat möglich ist. So hat der Aufsichtsrat die Pflicht die Geschäftsführung zu überwachen, § 111 Absatz 1 AktG. Um dieser Pflicht nachzukommen stehen dem Aufsichtsrat nach § 111 Absatz 2 AktG Prüfungsrechte zu, nach § 90 AktG erhält er Berichte vom Vorstand. Damit er sich aber über die Interessen der Aktionäre und insbesondere über deren Erwartungen an die Geschäftsführung, die gerade die Grundlage der Überwachungsfunktion des Vorstands darstellen müssen, informieren kann, wird er auch den direkten Kontakt zu den Aktionären, hierbei vor allem institutionellen Aktionären, suchen können müssen.<sup>1255</sup> Insofern be-

---

<sup>1250</sup> Vgl. S. 260 ff., 0

<sup>1251</sup> Vgl. ebd.

<sup>1252</sup> Vgl. S. 241 ff., 0

<sup>1253</sup> Vgl. grundlegend S. 239 ff., 0

<sup>1254</sup> Vgl. S. 245 ff., 0

<sup>1255</sup> Vgl. S. 252, 0

steht also ein enger funktionaler Zusammenhang zwischen der erwartungsgerechten Kontrolle der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat und der Kommunikation über diese Erwartungen mit institutionellen Investoren. Ein solcher funktionaler Zusammenhang impliziert bereits, dass im Sinne des aus dem Verfassungsrecht entliehenen Grundsatzes der Organadäquanz auch die Kommunikation über Aufsichtsratsthemen beim Aufsichtsrat angesiedelt werden muss.<sup>1256</sup> Mit anderen Worten ist die Kompetenz zur Kommunikation des Aufsichtsrats mit institutionellen Investoren somit als notwendige Annex zu den Rechten und Pflichten des Aufsichtsrats bei der Überwachung zu betrachten.<sup>1257</sup> Auch die §§ 76, 111 Absatz 4 AktG stehen diesem Ergebnis nicht entgegen, da sie nicht ausdrücklich und auch nicht implizit die Kompetenz zur Kommunikation einem Organ zuweisen, sondern vielmehr eben den Kompetenzbereich von Vorstand und Aufsichtsrat auf den jeweils eigenen Bereich begrenzen.<sup>1258</sup> Das zeigt sich auch anhand der §§ 171, 176 AktG und § 161 AktG, die dem Aufsichtsrat sogar ausdrücklich eine eigene Kommunikationskompetenzen zuweisen.<sup>1259</sup> Auch wurde in der Kommunikation durch den Aufsichtsrat durch die Gerichte in jüngerer und älterer Vergangenheit insofern keine generelle Pflichtverletzung insbesondere der Verschwiegenheitspflicht gesehen, sodass im Umkehrschluss auch gefolgert werden könnte, dass eine Kommunikation grundsätzlich möglich sein muss.<sup>1260</sup>

Auch in den Niederlanden, die ebenfalls (teilweise) eine dualistische Organisationsverfassung als kompetenzrechtliche Grundlage des Kapitalgesellschaftsrechts haben und somit vor einem ähnlichen Problem standen, wird der Kontakt zum Kontrollorgan ausdrücklich im Rahmen von Stewardship ermöglicht.<sup>1261</sup> Insbesondere der *Eumedion* Kodex nennt einen solchen Kontakt ausdrücklich in Prinzip 3, auch der überarbeitete niederländische Corporate Governance Kodex deutet eine solche Kontaktmöglichkeit an.<sup>1262</sup>

Problematisiert werden sollten insofern vor allem die inhaltliche Ausgestaltung des Kontaktes zum Aufsichtsrat und weniger die Frage nach der generellen Möglichkeit: Hierbei ist besondere jeweils der zweite Halbsatz von *Ziffer 4.2* und *4.3* zu beachten. Was bereits hinsichtlich der „Schattenaufsichtsratsproblematik“ beim Kontakt zum Vorstand angesprochen wurde, gilt nach *Ziffer 4.3* vor allem in Hinblick auf das Geschäftsführungsverbot des Aufsichtsrats nach § 111 Absatz 4

---

<sup>1256</sup> Vgl. Ebd.

<sup>1257</sup> Vgl. ebd.

<sup>1258</sup> Vgl. ebd.

<sup>1259</sup> Vgl. S. 250 ff., 0

<sup>1260</sup> Vgl. S. 257 ff., 0

<sup>1261</sup> Vgl. S. 264 ff., 0

<sup>1262</sup> Vgl. ebd.

Satz 1 AktG. Entsprechend sollte sich der Kontakt auf solche aufsichtsratsspezifischen Kernthemen beschränken, die ausschließlich in den Kompetenzbereich des Aufsichtsrats fallen.<sup>1263</sup> Nur hinsichtlich dieser Themen besteht ein funktionaler Zusammenhang zu der Funktion des Aufsichtsrats, sodass die Diskussion dieser Themen organadäquat allein beim Aufsichtsrat zu verorten sind. § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG ist daher bei solchen Themen, die sowohl Inhalt von Vorstands- wie auch Aufsichtsratsdiskussionen sein können, besonders Rechnung zu tragen, als dass bei solchen Themen im Zweifel der Vorstand die Diskussionen mit Investoren führen sollte.<sup>1264</sup> Entsprechend erscheint es aus Sicht aller Parteien sinnvoll, dass Vorstand, Aufsichtsrat und Investoren sich auf eine Kommunikationsordnung einigen, die die Kommunikationsthemen festlegt. Kompetenzrechtlich sind als aufsichtsratsspezifische Kernthemen jedenfalls die Personalpolitik, entsprechend also die Nominierung von Aufsichtsratsmitgliedern und Vorstandsmitgliedern, sowie deren Vergütung und den Vorschlag des Abschlussprüfers aufzufassen. Hinsichtlich dieser Themen hat der Aufsichtsrat alleinige Kompetenzen. Etwas schwieriger erscheint insofern das Thema der Kontrolle der Geschäftsführung, da dieses Thema inzident auch eben den Kontrollgegenstand, also die Geschäftsführung durch den Vorstand, erfasst. Diesbezüglich sollte sich die Darstellung auf eine Darstellung der Kontrollsysteme und der Rolle des Aufsichtsrats in der konkreten Gesellschaft und im dualistischen System im Allgemeinen beschränken. Die Behandlung konkreter Prüfungsinhalte oder Ergebnisse der Kontrolle sollten daher regelmäßig Teil der Kommunikationsinhalte des Vorstandes sein, soweit dieser diesbezüglich kommunizieren will.<sup>1265</sup>

Schließlich müssen institutionelle Investoren auch noch die weiteren aktienrechtlichen Grenzen beachten, die sich bei einem Kontakt zu Vorstand und Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung ergeben können: Wie *Ziffer 4.4* feststellt, haben institutionelle Investoren insofern vor allem das Gebot (informeller) Gleichbehandlung der Aktionäre durch Vorstand und Aufsichtsrat,<sup>1266</sup> die Verschwiegenheitspflicht dieser Organe,<sup>1267</sup> ihre eigene Treuepflicht insbesondere gegenüber ihren Mitaktionären<sup>1268</sup> und schließlich das Verbot der ungebührlichen Einflussnahme nach § 117 AktG zu beachten.<sup>1269</sup>

Wie auch bei den *Ziffern 2* und *3* wird die Wahrnehmung von Dialogmöglichkeit nach *Ziffer 4* wieder in *Ziffer 7*, dieses Mal in *Ziffer 7.7*, aufgenommen und um

---

<sup>1263</sup> Vgl. S. 267 ff., 0

<sup>1264</sup> Vgl. ebd.

<sup>1265</sup> Vgl. ebd.

<sup>1266</sup> Vgl. S. 290 ff., 0

<sup>1267</sup> Vgl. S. 308 ff., 0

<sup>1268</sup> Vgl. S. 312 ff., 0

<sup>1269</sup> Vgl. S. 317 ff., 0

eine retrospektive Berichtspflicht über die in der vergangenen Berichtsperiode wahrgenommenen oder nicht wahrgenommenen Dialogmöglichkeiten ergänzt.

*Ziffer 5* schließt sich an *Ziffer 4* an und macht deutlich, dass die Möglichkeiten der Kontrolle durch institutionelle Investoren in Form von kollektiven Kontakten erfolgen sollte. Das kollektive Engagement institutioneller Investoren wird dabei ebenfalls wieder in Artikel 3g Absatz 1 lit. a) der überarbeiteten Aktionärsrechte-richtlinie vorausgesetzt, allerdings werden hieraus resultierende rechtliche Probleme, wie insbesondere die nach dem WpHG und dem WpÜG verbotenen abgestimmten Verhaltensweisen, vollständig ignoriert.<sup>1270</sup> Insofern wird in Hinblick auf das „*acting in concert*“ festgehalten werden müssen, dass die Aufforderung zum Zusammenwirken vor allem auf organisatorisches Zusammenwirken ausgerichtet sein sollte. Ein gemeinsames Investorenforum sollte den Portfoliogesellschaften als einem einheitlichen Ansprechpartner die Kontaktaufnahme zu den institutionellen Investoren erleichtern.<sup>1271</sup>

Ähnlich sehen die Feststellungen auch hinsichtlich der kapitalmarktrechtlichen Problematik des Umgangs mit Insiderinformationen aus: auch zum Umgang mit Insiderinformationen schweigt sich die Richtlinie aus. Insofern stellt *Ziffer 6.2* klar, dass Insiderinformationen allerdings nicht weitergegeben werden sollten. Aus Sicht des offenlegenden Unternehmens, aber auch aus Sicht des institutionellen Investors, der nicht in seinen Handelsoptionen eingeschränkt werden will, drohen insofern Verstöße gegen Artikel 14 MAR.<sup>1272</sup> Sinnvoll erscheint, dass der Kontakt zwischen Unternehmen und Investoren dazu genutzt wird, gegenseitige Interessen und Erwartungen auszutauschen.<sup>1273</sup> Die Möglichkeit, formeller Insider zu werden,<sup>1274</sup> kann insofern nicht gewährt werden, da insbesondere auch die Marktmisbrauchsverordnung insofern keine Ausnahme gewährt.<sup>1275</sup>

Nach *Ziffer 6.1* sollen institutionelle Investor entsprechend des mit der Stewardship Erklärung nach *Ziffer 1.3* zu veröffentlichenen Verhaltenskodex auch das Auftreten von Interessenskonflikten überwachen, sodass sie eine verantwortungsvolle Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung sicherstellen können.

Entsprechend erfolgt eine Offenlegung von Interessenskonflikten und der Einhaltung des Verhaltenskodex auch wieder in jährlichen Berichten nach *Ziffer*

---

<sup>1270</sup> Vgl. S. 327 ff., 0

<sup>1271</sup> Vgl. ebd.

<sup>1272</sup> Vgl. S. 323 ff., 0

<sup>1273</sup> Vgl. ebd.; vgl. auch die Regelung Prinzip 4 des japanischen Kodex, der diesen Gedanken noch deutlicher ausformuliert, siehe hierzu S. 108 ff.

<sup>1274</sup> So schlägt es der UK *Stewardship Code* in den Erklärungen zu Prinzip 3 vor, vgl. S. 72 ff.

<sup>1275</sup> Vgl. S. 323 ff.; die ICGN *Global Stewardship Principles* sehen jetzt auch keine formale Insiderstellung mehr vor, S. 157; andere Kodizes behandeln dieses Thema mit vergleichsweise kryptischen Formulierungen, die insofern wenig Klarheit bringen, vgl. bspw: Ziffer 4 Erklärung 3 (und Fn. 10) *Japan Stewardship Code*

7.8. Eine Offenlegung über den Erhalt von Insiderinformationen soll nach *Ziffer 7.9* erfolgen, falls ein Investor doch in den Besitz von diesen gekommen ist, sodass institutionelle Investoren auf die Vergangenheit bezogen darlegen können, dass sie den Erhalt von Insiderinformationen nicht geheim halten wollten und relevante Insiderregelungen beachtet haben.

Neben den bereits zuvor angesprochenen Inhalten des Stewardship Berichts enthält *Ziffer 7* schließlich in *Ziffer 7.10* eine Ausnahme von den Offenlegungspflichten nach *Ziffer 7.1* bis *Ziffer 7.9*. Danach kann auf die Offenlegung von Informationen verzichtet werden, wenn durch die Veröffentlichung ein erheblicher Schaden für die Unternehmen und beziehungsweise oder die eigenen Anleger eintreten würde. Da der Kodex vor allem einen langfristigen Nutzen für die Anleger, aber auch für die Beteiligungsunternehmen herbeiführen soll, wäre es widersprüchlich, Maßnahmen zu fordern, die diesem Zweck zuwiderlaufen. Abwägen müssen institutionelle Investoren die Interessen der eigenen Anleger sowie die Interessen der Unternehmen gegen das Publizitätsinteresse der Allgemeinheit.

Die sieben Ziffern des hier vorgeschlagenen Kodex behandeln auf Grundlage der Ergebnisse dieser Arbeit grundlegende Maßnahmen, die institutionelle Investoren zur angemessenen Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung ergreifen sollen.

Zusammenfassend wird dabei vor allem die Regelungssystematik des Kodexvorschlags besonders hervorzuheben sein, die auf eine anfängliche, auf die zukunftsbezogene Stewardship Erklärung und auf einen jährlichen, auf die vergangene Berichtsperiode bezogenen Stewardship Bericht aufbaut. Durch die Stewardship Erklärung können institutionelle Investoren anhand der Inhalte des Kodex selbst ausformulieren, wie sie ihre Verantwortung wahrnehmen wollen. Insbesondere die *Prinzipien 2 bis 6* geben dabei allerdings inhaltliche Mindestvorgaben vor, an die sich institutionelle Investoren zur effektiven Wahrnehmung ihrer Stewardship Verantwortung halten sollen. In ihren Stewardship Berichten müssen institutionelle Investoren dann schließlich auch ihren Anlegern und der Öffentlichkeit gegenüber deutlich machen, inwiefern sie diesen selbstgesetzten Standards nachgekommen sind.

Nehmen institutionelle Investoren ihre Verantwortung in diesem Sinne wahr, können sie auch ihrer Einflussmacht und den langfristigen Interessen ihrer Anleger verantwortungsvoll gerecht werden.<sup>1276</sup> Wird das Anlageverhalten auf das Fundament eines auf die Zukunft ausgerichteten Stewardship Engagements gesetzt, lassen sich langfristige finanzielle Vorteile für die Anleger realisieren; auch können die Unternehmen und die Allgemeinheit insgesamt hiervon profitieren.

---

<sup>1276</sup> Vgl. bereits eingangs S. 25 f.,

Partikularinteressen, beispielsweise auf Kurzfristigkeit ausgerichtete Interessen aktivistischer Aktionäre, können eingegrenzt werden. Insgesamt kann hierdurch auch die Corporate Governance Kultur in Deutschland nachhaltig gestärkt werden, indem der dritte Spieler der aktienrechtlichen Kompetenzordnung aktiviert wird und die Corporate Governance Debatte zwischen den Aktionären, Vorstand und Aufsichtsrat stattfindet. Obwohl durch die Wahrnehmung von Stewardship Verantwortung sicherlich auch der Verwaltungsaufwand für institutionelle Aktionäre, Vorstand und Aufsichtsrat zunimmt, wird man aus dieser Wahrnehmung ebenso sicher auch viele Vorteile ziehen: zum einen werden die bereits mehrfach angesprochenen auf eine langfristigen Nutzen ausgerichteten Interessen der Anleger der institutionellen Investoren, beispielsweise die Interessen von Pensionsfondsbegünstigten oder Lebensversicherungsbegünstigten, besser in Einklang mit dem Investitionsprofil der institutionellen Investoren gebracht.

Auch können aus der um Stewardship Aspekte erweiterten Corporate Governance Diskussion Vorteile für deutsche Aktiengesellschaften entstehen. Aufgrund ihrer Professionalität, ihrem Überblick über die Kapitalmärkte und über Corporate Governance Themen sind institutionelle Investoren besonders geeignet, einen konstruktiven und somit sinnvollen und gewinnbringenden Beitrag zur Corporate Governance leisten zu können.





# Literaturverzeichnis

*AdAR*, Stellungnahme zu den vorgeschlagenen Kodexänderungen vom 02.11.2016, 2016, abrufbar unter: <http://www.dekg.de/de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017)

*Allianz Global Investors*, UK Stewardship Code, abrufbar unter: <http://www.esgmatters.co.uk/en/GovernanceAndEngagement/UKStewardshipCode/Pages/default.aspx> (zuletzt geprüft: 05.01.2017)

*Amschewitz, Dennis*, Die Durchsetzungsrichtlinie und ihre Umsetzung im deutschen Recht, Mohr Siebeck, Tübingen 2008.

*Angerer, Lutz/Geibel, Stephan/Süßmann, Rainer*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegeresetz (WpÜG), Kommentar, 3. Aufl., C.H. Beck, München 2017 (zitiert: *Bearbeiter* in Angerer/Geibel/Süßmann, 3. Aufl., § Rn.).

*Assmann, Heinz-Dieter*, Rechtsanwendungssprobleme des Insiderrechts, AG 1997, 50–58

*Assmann, Heinz-Dieter*, Trojaner (vulgo – Räuberische Aktionäre) ohne Ende?, Ein Plädoyer für ein neuartiges Antivirenprogramm im Kampf gegen missbräuchliche Anfechtungsklagen, AG 2007, 208

*Bachmann, Gregor*, Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, Bd. 22 2017, S. 135

*Backhaus, Ralph*, Die Gefahrtragung bei gemeinsamen Unternehmungen und ihre Modifikation durch Parteiaabsprachen im klassischen römischen Recht, Zeitschrift der Savigny-Stiftung für Rechtsgeschichte 121 2004, 233–261

*Bagnall, Roger S. / Brodersen, Kai / Champion, Craige B. / Erskine, Andrew / Huebner, Sabine R.* (Hrsg.), The Encyclopedia of Ancient History, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, NJ, USA 2013.

*Bassler, Moritz*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, Nomos, Baden-Baden 2015.

*Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred/Beurskens*, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 21. Auflage, Band 20, C.H. Beck, München 2017 (zitiert: *Bearbeiter* in Baumbach/Hueck GmbHG, 21. Auflage, § Rn.).

*Baumeister, Frank*, Umsetzung der Pensionsfonds-Richtlinie der EU durch die 7. Novelle des Versicherungsaufsichtsgesetzes, DB 2005, 2076

*Baums, Theodor*, Einleitung, in: *Baums, Theodor* (Hrsg.), Entwurf eines allgemeinen Handelsgesetzbuches für Deutschland (1848, 49), Text und Materialien, Bd. 54 1982

*Baums, Theodor* (Hrsg.), Entwurf eines allgemeinen Handelsgesetzbuches für Deutschland (1848, 49), Text und Materialien, Bd. 54, Verl. Recht u. Wirtschaft, Heidelberg 1982.

*Baums, Theodor / Drinhausen, Florian / Keinath, Astrid*, Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren - Eine empirische Studie, ZIP 2011, 2329

*Baums, Theodor / Gajek, Daniel / Keinath, Astrid*, Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie, ZIP 2007, 1629

- Baums, Theodor / Vogel, Hans-Gert / Tacheva, Maja*, Rechtstatsachen zur Beschußkontrolle im Aktienrecht, ZIP 2000, 1649
- Baumstieger, Moritz*, Kreative Kläger, 2013, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/2013/36/anteilseigner-raeuberische-aktionare> (zuletzt geprüft: 17.11.2016)
- Bayer, Walter / Engelke, Sylvia*, Die Revision des Aktienrechts durch das Aktiengesetz von 1937, in: *Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 619
- Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, Mohr Siebeck, Tübingen 2007.
- Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, II, Mohr Siebeck, Tübingen 2007.
- Bayer, Walter / Hoffmann, Thomas*, "Berufskläger" in der aktuellen rechtspolitischen Diskussion, ZIP 2013, 1193
- Bayer, Walter / Hoffmann, Thomas*, Aktionärsverpflegung, Verpflegungsaktionäre und Aktienrecht, AG 2016, R151
- Bayer, Walter / Selenitin, Philipp*, Related Party Transactions: Der neuste EU-Vorschlag im Kontext deutschen Aktien- und Konzernrechts, NZG 2015, 7
- Becker, Klaus / Werder, Axel v.*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex im internationalen Vergleich, Eine komparative Analyse ausgewählter Anforderungen an den Aufsichtsrat, AG 2016, 761
- Becker, Ulrich*, Staatliche Alterssicherung, in: *Becker, Ulrich / Roth, Markus* (Hrsg.), Recht der Älteren 2013, S. 321
- Becker, Ulrich / Roth, Markus* (Hrsg.), Recht der Älteren, De Gruyter, Berlin 2013.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, Beschlüsse für Kodexänderungen 2017 veröffentlicht, Frankfurt am Main 14.02.2017, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/kodexänderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html> (zuletzt geprüft: 16.02.2017)
- BlackRock*, Investment Stewardship, abrufbar unter: <https://www.blackrock.com/corporate/en-gb/about-us/investment-stewardship> (zuletzt geprüft: 04.03.2017)
- BlackRock*, Response from BlackRock on the Financial Reporting Council's Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, 2010, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-on-a-Stewardship-Code-for-Institution/Responses-to-January-2010-consultation-on-a-Stewar/BlackRock.aspx> (zuletzt geprüft: 09.03.2016)
- Bommer, Kay / Steinbach, Martin*, Aufsichtsräte für den Kapitalmarkt, Wie Aufsichtsräte das Wissen von Investor Relations nutzen sollten, BOARD 2013, 219
- Börsig, Clemens / Löbbe, Marc*, Die gewandelte Rolle des Aufsichtsrats – 7 Thesen zur Corporate Governance Entwicklung in Deutschland, in: *Krieger, Gerd / Lutter, Marcus / Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking 2013, S. S. 125

- Bortenländer, Christine*, Aufsichtsratsdialog mit Investoren in oder gar vor der Hauptversammlung? Der Druck wächst!, BOARD 2014, 71
- Bösselmann, Kurt*, Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, Ein Beitrag zur Frage der Finanzierung gemeinwirtschaftlicher Unternehmungen und zu den Reformen des Aktienrechts, Walter de Gruyter & Co, Berlin 1939.
- Brandt, Richard Booker*, The Concepts of Obligation and Duty, Mind 1964, 374, abrufbar unter: <http://www.jstor.org/stable/2251943> (zuletzt geprüft: 18.05.2017)
- Brass, Stefan*, Hedgefonds als aktive Investoren, Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge 2010.
- Bremer, Jan*, Neuere Entwicklungen in Brüssel - Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie ante portas, NZG 2014, 415
- Bruhn, Manfred / Esch, Franz-Rudolf / Langner, Tobias* (Hrsg.), Handbuch Strategische Kommunikation, Springer Fachmedien Wiesbaden, Wiesbaden 2016.
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., C.F. Müller, Heidelberg 2016.
- Buhleier, Claus / Krowas, Nina*, Persönliche Pflicht zur Prüfung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat, DB 2010, 1165
- Bundestag*, RegBegr. BT DRS 8/1678, Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts 31.03.78.
- Bundestag*, RegBegr BT DRS 763/07, Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken 01.11.2007.
- Bundestag*, RegBegr. BT DRS 16/11642 Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) 21.01.2009.
- Bundestag*, BT DRS 16/13433, Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung 17.06.2009.
- Bundestag*, BT DRS 17/14214, Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes 26.06.2013.
- Bungert, Hartwin / Raet, Tobias de*, Die Aktionärsrechterichtlinie im EU-Parlament: Die Auswirkungen der geplanten Regelungen zu Related Party Transactions auf das deutsche Konzernrecht, Der Konzern 2015, 289
- Bunz, Thomas*, Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism, NZG 2014, 1049
- Busse, Felix* (Hrsg.), 150 Jahre Deutscher Juristentag, Festschrift Deutscher Juristentag 1860 - 2010, Beck, München 2010.
- Butzke, Volker*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 5., aktualis. u. überarb. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2011.
- BVI*, Wohlverhaltensregeln, 2003/2017, abrufbar unter: <https://www.bvi.de/regulierung/selbst-regulierung/wohlverhaltensregeln/> (zuletzt geprüft: 25.04.2017)
- Cadbury, Adrian*, Record of Meeting with Mr Mike Sandland, Chairman of the ISC, on 15 July 1991, 1991, abrufbar unter: [http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01221.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01221.pdf) (zuletzt geprüft: 23.03.2017)

- Cadbury, Adrian*, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, abrufbar unter: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (zuletzt geprüft: 24.02.2016)
- Calliess, Christian/Ruffert, Matthias*, EUV/AEUV, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta : Kommentar, 5. Auflage, C.H. Beck, München 2016 (zitiert: Bearbeiter in Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, 5. Auflage, § Rn.).
- Chung, Huimin / Talaunicar, Till*, Forms and Effects of Shareholder Activism, CG 2010, 253 (zuletzt geprüft: 14.06.2017)
- Claussen, Carsten*, Der Emittentenleitfaden, AG 2005, 745
- Coing, Helmut*, Rechtsvergleichung als Grundlage von Gesetzgebung im 19. Jahrhundert, Ius Commune VII 1978, S. 160, abrufbar unter: [http://www.rg.mpg.de/938540/ic07\\_06\\_coing.pdf](http://www.rg.mpg.de/938540/ic07_06_coing.pdf) (zuletzt geprüft: 14.06.2017)
- Commission Corporate Governance*, Dutch Corporate Governance Code, abrufbar unter: <http://www.commissiecorporategovernance.nl/dutch-corporate-governance-code> (zuletzt geprüft: 09.01.2017)
- Commission Corporate Governance*, Corporate Governance Code - Proposal for Revision, 2016, abrufbar unter: <http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2835> (zuletzt geprüft: 09.01.2016)
- Committee on Corporate Governance*, The Combined Code, 1998, abrufbar unter: [http://www.ecgi.org/codes/documents/combined\\_code.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code.pdf) (zuletzt geprüft: 23.03.2017)
- Convention Nationale*, Collection générale des décrets rendus par la Convention Nationale IX, chez Baudoïn, Paris 1793.
- Cordes, Albrecht / Jahntz, Katharina*, Aktiengesellschaften vor 1807?, in: *Bayer, Walter / Hapersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007
- Crezelius, Georg / Hirte, Heribert / Vieweg, Klaus* (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhricht zum 65. Geburtstag, Gesellschaftsrecht, Rechnungslegung, Sportrecht, Otto Schmidt, Köln 2005.
- Cromme, Gerhard / Claasen, Jürgen*, Unternehmenskommunikation als Element der Corporate Governance, in: *Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel v.* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Aufl. 2009, S. 603
- Crone, Hans Caspar von der / Forstmoser, Peter / Zäch, Roger* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Schulthess, Zürich u.a. 2004.
- DAI / McKinsey*, Investoren dialog im Umbruch, Zum Umgang börsennotierter Unternehmen mit aktiven Aktionären, 2009, abrufbar unter: [https://www.dirk.org/dirk\\_webseite/static/uploads/a151.pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/a151.pdf) (zuletzt geprüft: 22.11.2016)
- Dauses, Manfred A.* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Beck, München 2016.
- Davies, Paul L. / Worthington, Sarah*, Gower's principles of modern company law, Tenth edition 2016.

*Davies, Paul Lyndon*, Introduction to company law, 2. ed., Oxford Univ. Press, Oxford u. a. 2010.

*Decher, Christian*, Die gerichtliche Überprüfung der Entlastung durch die Hauptversammlung, in: *Grundmann, Stefan / Haar, Brigitte / Merkt, Hanno u. a. (Hrsg.)*, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung 2010, S. 499

*Department of Labor*, Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments, (IB 2015-01), 2015, abrufbar unter: <https://s3.amazonaws.com/public-inspection.federalregister.gov/2015-27146.pdf> (zuletzt geprüft: 27.04.2016)

*Deutsch, Andreas*, Die Aktiengesellschaft im Code de Commerce von 1807 und ihre Vorbildfunktion für die Entwicklung in Deutschland, in: *Bayer, Walter / Habersack, Matthias (Hrsg.)*, Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 46

*Deutsche Bundesbank*, Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise, 2014, abrufbar unter: [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2014/2014\\_09\\_eigentuemerstruktur\\_aktienmarkt.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2014/2014_09_eigentuemerstruktur_aktienmarkt.pdf?__blob=publicationFile) (zuletzt geprüft: 18.05.2017)

*Deutsche Bundesbank*, Glossar - I - Institutioneller Investor, 2014, abrufbar unter: [https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/\\_functions/glossar.html?lv2=32036&lv3=62180](https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/_functions/glossar.html?lv2=32036&lv3=62180) (zuletzt geprüft: 12.06.2017)

*Deutscher Bundestag*, Ausarbeitung: Überwachung der Umsetzung von EU-Richtlinien, AZ: PE 6 - 3000 - 78/15 01.07.2015.

*Dieckmann, Julia*, Nachhaltigkeit macht die Kapitalmarktstory attraktiv - ESG-Aspekte fließen immer stärker in Investitionsentscheidungen ein, AG 2014, R148-R150

*Dippel, Karl Hans*, Die Reform des Aktienrechts - Zugleich ein Beitrag zur Geschichte des Aktienwesens, DRiZ 1965, 315–320

*DIRK / Ipreo*, Investoren der Deutschland AG 3.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2016, abrufbar unter: <https://www.dirk.org/ir-wissen/themen-und-publikationen/idx/1173> (zuletzt geprüft: 18.05.2017)

*Döring, Claus*, Unterm Strich: Die (un)heimliche Macht der Stimmrechtsberater, Börsen-Zeitung 10.03.2007, S. 8, abrufbar unter: <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=310&subm=suche> (zuletzt geprüft: 06.03.2017)

*Dörrwächter, Jan*, Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit, AG 2017, 409

*Dreher, Meinrad*, Die gesellschaftspolitische Kompetenz der Aktiengesellschaft, ZHR 1991, 349

*Drinhausen, Florian / Marsch-Barner, Reinhard*, Die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden in der börsennotierten Aktiengesellschaft, AG 2014, 337

*Drygala, Tim*, Aufsichtsratsbericht und Vertraulichkeit im System der Corporate Governance, AG 2007, 381

*Drygala, Tim*, Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions, AG 2013, 198

- Engelke, Sylvia / Malschew, Reni*, Weltwirtschaftskrise, Aktienskandale und Reaktionen des Gesetzgebers durch Notverordnung im Jahre 1931, in: *Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 570
- Eumedion*, About Eumedion, abrufbar unter: <http://www.eumedion.nl/en/abouteumedion> (zuletzt geprüft: 11.01.2017)
- Eumedion*, Unterzeichner des Kodex, abrufbar unter: <http://www.eumedion.nl/en/participants> (zuletzt geprüft: 11.01.2017)
- Eumedion*, Eumedion's response to the proposed amendments of the German Corporate Governance Code, 2016, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017)
- Europäische Kommission*, Mitteilung der EU Kommission EUROPA 2020 Eine Strategie für intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum
- Europäische Kommission*, Konsultation - Grünbuch "Corporate Governance in Financial Institutions", 2010, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/governance\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/governance_en.htm) (zuletzt geprüft: 22.06.2016)
- Europäische Kommission*, Feedback Statement zum Grünbuch "Europäischer Corporate Governance Rahmen", SUMMARY OF RESPONSES TO THE COMMISSION GREEN PAPER ON THE EU CORPORATE GOVERNANCE FRAMEWORK, 2011, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf) (zuletzt geprüft: 21.09.2016)
- Europäische Kommission*, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, Ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen, COM(2012) 740 final, 2012, abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/de/TXT/?uri=CELEX:52012DC0740> (zuletzt geprüft: 21.09.2016)
- Europäische Kommission*, Empfehlung der Kommission zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung („Comply or Explain“) 09.04.2014.
- Europäische Kommission*, Grünbücher, 2015, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/green-papers/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/green-papers/index_de.htm) (zuletzt geprüft: 21.06.2016)
- Europäische Kommission*, Fusionskontrolle: Kommission untersagt geplante Zusammen schluss von Deutsche Börse und der London Stock Exchange, Brüssel 29.03.2017, abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-17-789\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_de.htm) (zuletzt geprüft: 23.05.2017)
- Europäischer Rat*, Shareholders' rights in EU companies: Presidency strikes deal with Parliament 16.12.2016, abrufbar unter: <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/12/16-shareholders-rights-eu-companies/> (zuletzt geprüft: 19.12.2016)
- Falkenhausen, Gotthard Frhr. v.*, Gedanken zur Aktienrechtsreform, Bankenarchiv 1933, 107
- Fehrensen, Hans*, Treuepflicht der Aktionäre, Göttingen 1965.
- Finch, David / Long, Robert*, The Fiduciary Relation of the Dominant Shareholder to the Minority Shareholder, 9 Hastings L.J. 1958, 306
- Fleischer, Holger*, Zur Leitungsaufgabe des Vorstands im Aktienrecht, ZIP 2003, 1

- Fleischer, Holger*, Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankenaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, 185
- Fleischer, Holger*, Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, 505–541
- Fleischer, Holger*, Aktionärsdemokratie vs Verwaltungsmacht, Empowering Shareholders oder Director Primacy?, in: *Fleischer, Holger / Kalss, Susanne / Vogt, Hans-Ueli* (Hrsg.), Konvergenzen und Divergenzen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2011, S. 81
- Fleischer, Holger*, Zukunftsfragen der Corporate Governance in Europa, ZGR 2011, 155
- Fleischer, Holger*, Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Praxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2012, 2
- Fleischer, Holger*, Related Party Transactions bei börsennotierten Gesellschaften: Deutsches Aktien(konzern)recht … |, BB 2014 2014, 2691–2700
- Fleischer, Holger / Bauer, Leopold / Wansleben, Till*, Investorenkontakte des Aufsichtsrats: Zulässigkeit und Grenzen, DB 2015, 360
- Fleischer, Holger / Goette, Wulf*, Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung—GmbHG, 2. Aufl., C.H. Beck, München 2015 (zitiert: Bearbeiter in MüKomm GmbHG, 2, § Rn.).
- Fleischer, Holger / Kalss, Susanne / Vogt, Hans-Ueli* (Hrsg.), Konvergenzen und Divergenzen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen 2011.
- Fleischer, Holger / Koch, Jens / Kropff, Bruno / Lutter, Marcus* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Bd. 19, De Gruyter, Berlin 2016.
- Fleischer, Holger / Strothotte, Christian*, Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, AG 2011, 221–223
- Franzen, Martin/Gallner, Inken/Oetker, Hartmut*, Kommentar zum europäischen Arbeitsrecht 2016 (zitiert: Bearbeiter in Franzen/Gallner/Oetker, , § Rn.)
- FRC*, Revision to the UK Stewardship Code, Consultation Document, abrufbar unter: [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-Document-Revisions-to-the-UK-Stewards-File.pdf](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-Dокумент-Revisions-to-the-UK-Stewards-File.pdf) (zuletzt geprüft: 09.03.2016)
- FRC*, UK Stewardship Code statements, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx> (zuletzt geprüft: 5.01.2017)
- FRC*, The Combined Code on Corporate Governance, 2003, abrufbar unter: [http://www.ecgi.org/codes/documents/combined\\_code\\_final.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf) (zuletzt geprüft: 23.03.2017)
- FRC*, Consultation on a Stewardship Code for Institution, 2010, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-on-a-Stewardship-Code-for-Institution-File.pdf> (zuletzt geprüft: 24.02.2016)

*FRC*, Implementation of the UK Stewardship Code, 2010, abrufbar unter:  
<http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/Implementation-of-the-UK-Stewardship-Code.pdf> (zuletzt geprüft: 02.03.2016)

*FRC*, Development in Corporate Governance 2011, The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes, 2011, abrufbar unter:  
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-2011-The-imp.pdf> (zuletzt geprüft: 14.03.2016)

*FRC*, Developements in Corporate Governance 2012, The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes, 2012, abrufbar unter:  
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-in-2012.pdf> (zuletzt geprüft: 09.03.2016)

*FRC*, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, 2014, abrufbar unter:  
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardsh.pdf> (zuletzt geprüft: 14.03.2016)

*FRC*, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015, 2015, abrufbar unter:  
[https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-\(1\).pdf](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-(1).pdf) (zuletzt geprüft: 05.01.2017)

*FRC*, FRC promotes improved reporting by signatories to the Stewardship Code, 2015, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2015/December/FRC-promotes-improved-reporting-by-signatories-to.aspx> (zuletzt geprüft: 11.10.2016)

*FRC*, Tiering of signatories to the Stewardship Code, FRC holds fund managers to account under Stewardship Code, 2016, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2016/November/Tiering-of-signatories-to-the-Stewardship-Code.aspx> (zuletzt geprüft: 05.01.2017)

*FRC*, Proposed Revision to the UK Corporate Governance Code (Dec 2017), 2017, abrufbar unter: <https://www.frc.org.uk/getattachment/bff48ee6-4fce-4593-9768-77914dbf0b86/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-Code-Appendix-A-Dec-2017.pdf>

*Freitag, Robert*, Neue Publizitätspflichten für Anleger, Kritische Anmerkungen zum Vorschlag der Kommission für eine Neufassung der Aktienärsrichtlinie, AG 2014, 647–655

*Frère, Eric / Jäger, Clemens / Nadilo, Carolin*, Investor Relations in börsennotierten Unternehmen, Empirische Untersuchung im Rahmen des Kapitalmarktes, Shaker, Aachen 2012.

*Freshfields Bruckhaus Deringer*, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative, 2005, abrufbar unter: [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (zuletzt geprüft: 14.04.2016)

*FSA*, Minutes of the 2nd Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code, 2013, abrufbar unter: [http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardsip/material/20130918\\_3.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardsip/material/20130918_3.pdf) (zuletzt geprüft: 02.03.2017)

*FSA*, Mitteilung zur Einführung des Japan Stewardship Code, 2014, abrufbar unter:  
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140422-2/02.pdf>  
(zuletzt geprüft: 04.04.2016)

*FSA*, Principles for the Responsible Institutional Investor - Japan's Stewardship Code, To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue, 2014, abrufbar unter: <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140407/01.pdf> (zuletzt geprüft: 22.03.2015)

*FSA*, Signatories to the Japan Stewardship Code, Juni 2014, 2014, abrufbar unter:  
<http://www.fsa.go.jp/en/news/2014/20140610-1.html> (zuletzt geprüft: 05.04.2016)

*FSA*, Signatories to the Japan Stewardship Code, März 2015, 2015, abrufbar unter:  
<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20150312.html>  
(zuletzt geprüft: 05.04.2016)

*FSA*, Effective Stewardship Activities of Institutional Investors – To Enhance Constructive Dialogue toward Sustainable Corporate Growth - Opinion Statement No. 3, 2016, abrufbar unter: [http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/reference/20170131\\_1.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/reference/20170131_1.pdf) (zuletzt geprüft: 26.05.2017)

*FSA*, Signatories to the Japan Stewardship Code, März 2016, 2016, abrufbar unter:  
<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20160315.html>  
(zuletzt geprüft: 05.04.2016)

*FSA*, The Council of Experts on the Stewardship Code, 2017, abrufbar unter:  
<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170125-1.pdf>  
(zuletzt geprüft: 24.05.2017)

*Fuchs, Andreas*, Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Auflage, C.H. Beck, München 2016 (zitiert: *Bearbeiter* in Fuchs WpHG, 2. Auflage, § Rn.).

*Gach, Bernt/Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kropff, Bruno*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Aufl., Beck, München 2014 (zitiert: *Bearbeiter* in MüKomm AktG, 4. Aufl., § Rn.).

*Gaul, Felix*, Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG im Lichte der Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie, AG 2017, 178

*Gentz, Manfred*, Kodexänderungsvorschläge 2017, Transparenz für fundierte Meinungsbildung, WPg 2016, 1329

*Gepken-Jager, Ella*, VOC 1602-2002, 400 years of company law, Kluwer Law International, The Hague 2005.

*Gesellschaftsrechtliche Vereinigung* (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, Bd. 22, Otto Schmidt, Köln 2017.

*Gesetzesammlung für die königlichen preußischen Staaten*, Gesetz über die Aktiengesellschaften, 1843

*Gefßler, Ernst*, Bedeutung und Auslegung des § 23 Abs. 5 AktG, in: *Glossner, Ottoarnndt / Reimers, Walter* (Hrsg.), Festschrift für Martin Luther, zum 70. Geburtstag am 13. Juli 1976 1976, S. 69

*Gefßler, Ernst/Hefermehl, Wolfgang/Eckhardt, Ulrich/Kropff, Bruno*, Aktiengesetz, Kommentar, Vahlen, München 1973 (zitiert: *Bearbeiter* in Gefßler/Hefermehl, § Rn.)

- Giamporcaro, S. / Pretorius, L.*, Sustainable and responsible investment (SRI) in South Africa: A limited adoption of environmental criteria, *Investment Analyst Journal* 2012 2012, 1–19
- Glossner, Ottoarndt / Reimers, Walter* (Hrsg.), *Festschrift für Martin Luther*, zum 70. Geburtstag am 13. Juli 1976, Beck, München 1976.
- Gneist, Rudolf*, Erste Sitzung der ersten und zweiten Abteilung, in: *Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), *Verhandlungen des 8. Deutschen Juristen Tages* 1869, S. 43
- Goerdeler, Reinhard / Hommelhoff, Peter / Lutter, Marcus / Odersky, Walter / Wiedemann, Herbert* (Hrsg.), *Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag*, Bd. 10, De Gruyter, Berlin 1991.
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias*, Münchener Kommentar zum Aktienrecht, 3. Aufl., C.H. Beck, München 2013 (zitiert: *Bearbeiter* in MüKomm AktG, 3, § Rn.).
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Aufl., Verlag C. H. Beck/Verlag Franz Vahlen, München 2016 (zitiert: *Bearbeiter* in MüKomm AktG, 4, § Rn.).
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Aufl., Verlag C. H. Beck/Verlag Franz Vahlen, München 2016 (zitiert: *Bearbeiter* in MüKomm AktG, 4, § Rn.).
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Beck / Vahlen, München 2008–2013 (zitiert: *Bearbeiter* in MüKo AktG, 3. Aufl., § Rn.).
- Götz, Tilman*, Managementkontrolle durch institutionelle Investoren in Deutschland und in den USA, Eul, Lohmar 2000.
- Government Pension Investment Fond*, Investment Results for the third Quarter 2015, 2015, abrufbar unter: [http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/2015\\_q3.pdf](http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/2015_q3.pdf) (zuletzt geprüft: 05.04.2016)
- Graßl, Bernd*, Die neue Marktmissbrauchsverordnung der EU, DB 2015, 2066
- Graßl, Bernd / Nikoleyczik, Tobias*, Shareholder Activism und Investor Activism, Typische Handlungswisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, 49
- Greenbury, Richard*, Report of the Study Group, abrufbar unter: <http://www.ecki.org/codes/documents/greenbury.pdf> (zuletzt geprüft: 24.02.2016)
- Groot, Cornelis de*, Corporate governance as a limited legal concept, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn 2009.
- Grundei, Jens / Werder, Axel v.*, Organisationale Verankerung der Kommunikation in Unternehmen, in: *Bruhn, Manfred / Esch, Franz-Rudolf / Langner, Tobias* (Hrsg.), Handbuch Strategische Kommunikation 2016, S. 449
- Grundmann, Stefan*, Der Treuhandvertrag, insbesondere die werbende Treuhand, Beck, München 1997.

- Grundmann, Stefan / Haar, Brigitte / Merkt, Hanno / Mülbert, Peter O. / Wellenhofer, Marina / Baum, Harald / Hein, Jan von / Hippel, Thomas von / Pistor, Katharina / Roth, Markus / Schweitzer, Heike* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung, De Gruyter, Berlin 2010.
- Grunewald, Barbara*, Der Einfluss des Aufsichtsrats auf die Geschäftsführung - was ist erwünscht, was ist erlaubt?, NZG 2016, 2009
- Günther, Thomas / Otterbein, Simone*, Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender Aktiengesellschaften, ZfB 1996, 389–417
- Habersack, Mathias*, Die Mitgliedschaft - subjektives und "sonstiges" Recht, Mohr, Tübingen 1996.
- Habersack, Mathias*, Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages, München 2012 2012, S. E
- Habersack, Mathias / Hommelhoff, Peter / Hüffer, Uwe / Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer, zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, De Gruyter, Berlin 2003.
- Hampel, Ronnie*, Committee on Corporate Governance - Final Report, abrufbar unter: <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf> (zuletzt geprüft: 24.02.2016)
- Hax, Karl*, Personalpolitik und Mitbestimmung, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, s.l. 1969.
- Hein, Jan von*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, Mohr Siebeck 2008.
- Heinemann, Ben W.*, A "Stewardship Code" for Institutional Investors, 2010, abrufbar unter: <https://hbr.org/2010/01/a-stewardship-code-for-institu> (zuletzt geprüft: 12.01.2017)
- Heldrich, Andreas* (Hrsg.), Festschrift für Murad Ferid zum 70. Geburtstag, Konflikt und Ordnung, Beck, München 1978.
- Henn, Günther*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in Theorie und Praxis, AG 1985, 240
- Henssler, Martin/Strohn, Lutz*, Gesellschaftsrecht, BGB, HGB, PartGG, GmbHG, AktG, GenG, UmwG, InsO, AnfG, IntGesR, 3. Auflage 2016 (zitiert: Autor, in: Henssler/StrohnGesellschaftsrecht3. Auflage, S.)
- Henssler, Martin / Wiedemann, Herbert*, Die Aktiengesellschaft im System des deutschen Gesellschaftsrechts, in: *Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, II 2007
- Henze, Hartwig*, Die Treuepflicht im Aktienrecht, BB 1996, S. 489
- Herrmann, Christoph*, Richtlinienumsetzung durch die Rechtsprechung, Duncker und Humblot, Berlin 2003.
- Heuser, Moritz*, Aktivistische Aktionäre im Kontext des Aktien- und Kapitalmarktrechts, Der Konzern 2012, 308
- Hexel, Dietmar*, Kapitalmarktkommunikation: Sonderrechte sind contra legem, Der Aufsichtsrat 2014, 121

- Hirt, Hans-Christoph / Hopt, Klaus J. / Mattheus, Daniela*, Dialog zwischen Aufsichtsrat und Investoren, Rechtsvergleichende und rechtsdogmatische Überlegungen zur Investorenkommunikation in Deutschland, AG 61 2016, 725
- Hirt, Hans-Christoph / Hopt, Klaus J. / Mattheus, Daniela*, Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, Rechtsvergleichende und rechtsdogmatische Überlegungen zur Investorenkommunikation in Deutschland, AG 2016, 725
- Hirte, Heribert/Möllers, Thomas*, Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., Heymann, Köln u.a. 2014 (zitiert: *Bearbeiter* in Kölner Komm WpHG, 2. Aufl., § Rn.).
- Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O./Roth, Markus*, Großkommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl., De Gruyter, Berlin 2015 (zitiert: *Bearbeiter* in Großkomm AktG, 5, § Rn.).
- HM Treasury* (Hrsg.), Updating the Myners Principles: a response to consultation, abrufbar unter: [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/PU632\\_-Myners\\_Response\\_FINAL\\_PDF.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/PU632_-Myners_Response_FINAL_PDF.pdf) (zuletzt geprüft: 22.02.2016)
- Hoffmann-Becking, Michael*, Das erweiterte Auskunfstrecht des Aktionärs nach § 131 Abs. 4 AktG, in: *Pfeiffer, Gerd / Wiese, Günther / Zimmermann, Klaus* (Hrsg.), Festschrift für Heinz Rowedder zum 75. Geburtstag 1994
- Hoffmann-Becking, Michael*, Die fachliche Arbeit der Deutschen Juristentage und ihr Wirkung auf dem Gebiet des Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrechts, in: *Busse, Felix* (Hrsg.), 150 Jahre Deutscher Juristentag, Festschrift Deutscher Juristentag 1860 - 2010 2010, S. 185
- Hofstetter, Karl*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften, SZW 1996, 222
- Hofstetter, Karl*, Schlüsselrolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance, in: *Crone, Hans Caspar von der / Forstmoser, Peter / Zäch, Roger* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag 2004, S. 507
- Hölters, Wolfgang*, Aktiengesetz, Kommentar, 2. Aufl., Beck; Beck-Online, München, München 2014 (zitiert: *Bearbeiter* in Hölters AktG, 2. Aufl., § Rn.).
- Hommelhoff, Peter*, Eigenkontrolle statt Staatskontrolle, rechtsdogmatischer Überblick zur Aktienrechtsreform 1884, in: *Hommelhoff, Peter / Schubert, Werner* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen 1985, S. 53
- Hommelhoff, Peter*, Aktuelle Impulse aus dem europäischen Unternehmensrecht: Eine Herausforderung für Deutschland, NZG 2015, 1329
- Hommelhoff, Peter / Hopt, Klaus J. / Werder, Axel v.* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft Steuern Recht GmbH, Köln 2009.
- Hommelhoff, Peter / Schubert, Werner* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, De Gruyter, Berlin 1985.
- Höppner, Martin*, Praxis des Aktienrechts, Rechte, Pflichten und Verantwortlichkeiten der Beteiligten, 1. Auflage, Hanseatische Verlagsanstalt, Hamburg 1935.

- Hopt, Klaus J.*, Ein drittes Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen?, EuZW 2011, 609–610 (zuletzt geprüft: 22.09.2016)
- Hopt, Klaus J. / Roth, Markus*, Die Treuepflicht des Vorstands der Aktiengesellschaft, Max Planck Private Law Research Paper Series 2016, 293, abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2867402](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2867402) (zuletzt geprüft: 01.06.2017)
- Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert*, Großkommentar zum Aktienrecht, 4. Aufl., De Gruyter, Berlin/New York 1999-2006 (zitiert: *Bearbeiter* in Großkomm AktG, 4, § Rn.).
- Hüffer, Uwe*, Harmonisierung des aktienrechtlichen Kapitalschutzes, NJW 1979, 1065
- Hüffer, Uwe/Koch, Jens*, Aktiengesetz, 12. Aufl., Band 53, C.H. Beck, München 2016 (zitiert: *Bearbeiter* in Hüffer/Koch AktG, 12. Aufl., § Rn.).
- Hupka, Jan*, Der Aktionsplan der EU-Kommission "Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance", GWR 2013, 59–61
- ICGN*, Policy Priorities 2016/17
- Ihrig, Hans-Christoph / Schäfer, Carsten*, Rechte und Pflichten des Vorstands, Schmidt, Köln 2014.
- Illner, Torben*, Die fehlerhafte Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern in der Aktiengesellschaft, unveröffentlicht 2017.
- Initiative "Developing Shareholder Communication"*, Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, 2016, abrufbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705/\\$FILE/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705/$FILE/ey-Leitsaetze-fuer-den-dialog-zwischen-investor-und-aufsichtsrat-20160705.pdf) (zuletzt geprüft: 13.12.2016)
- Isaksson, Mats / Çelik, Serdar*, Institutional Investors as Owners, Who Are They and What Do They Do?, 2013, abrufbar unter: [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/institutional-investors-as-owners\\_5k3v1dvmfk42-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/institutional-investors-as-owners_5k3v1dvmfk42-en)
- ISC*, The responsibilities of institutional shareholders and agents - Statement of principles, 2002, abrufbar unter: [http://www.ecgi.org/codes/documents/isc\\_statement\\_of\\_principles.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/isc_statement_of_principles.pdf)
- ISC*, The responsibilities of institutional shareholders and agents - Statement of principles, 2007 (zuletzt geprüft: 23.02.2016)
- ISC*, Code on the Responsibilities of Institutional Investors, 2008, abrufbar unter: <http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/industry-guidance/isc-01.pdf> (zuletzt geprüft: 23.03.2017)
- Janke, Matthias*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, Neubewertung der richterrechtlichen Generalklausel im Rahmen einer rechtsvergleichenden und ökonomischen Analyse, Lang, Frankfurt am Main 2003.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H.*, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 1976, 305
- Joecks, Wolfgang/Schmitz, Roland*, Münchener Kommentar zum StGB, 2. Aufl., Bd. 7, C.H. Beck, München 2015 (zitiert: *Bearbeiter* in MüKomm StGB, 2, § Rn.).
- Junge, Michael*, Der Verkauf von Teilnahme- und Stimmrechten über das Internet und die zahlenmäßige Begrenzung der Übertragbarkeit von Teilnahme- und Stimmrechten, in:

*Crezelius, Georg / Hirte, Heribert / Vieweg, Klaus* (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhricht zum 65. Geburtstag, Gesellschaftsrecht, Rechnungslegung, Sportrecht 2005, S. 277

*Kalss, Susanne*, Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?, EuZW 2014, 441

*Kalss, Susanne / Klampfl, Christoph*, Gesellschaftsrecht, in: *Dauses, Manfred A.* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts 2016, S. E. III.

*Kant, Immanuel*, Grundlagen zur Metaphysik der Sitten, L. Heinemann, Berlin 1870.

*Keinath, Astrid*, Nochmals: "Berufskläger" in der aktuellen rechtspolitischen Diskussion, ZIP 2013, 1205

*Kersting, Christian*, Das Auktionrecht des Aktionärs bei elektronischer Teilnahme an der Hauptversammlung, NZG 2010 2010, 130–135

*Kießling, Erik*, Das preußische Aktiengesetz von § 1843, in: *Bayer, Walter / Habersack, Matthias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 193

*Klausing, Friedrich*, Aktiengesetz, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) nebst Einführungsgesetz und "Amtlicher Begründung", C. Heymann, Berlin 1937.

*Klausing, Friedrich*, Aktiengesetz von 1937 mit amtl. Begründungen, Carl Hehmanns, Berlin 1937.

*Klausing, Friedrich*, Amtl. Begründung zum Viertel Teil des Aktiengesetz, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) nebst Einführungsgesetz und "Amtlicher Begründung", C. Heymann, Berlin 1937.

*Kleinmanns, Hermann*, Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?, IRZ 2016, 341

*Klöhn, Lars*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmisbrauchsrecht, AG 2016, 423

*Koch, Jens*, Der Vorstand im Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft, in: *Fleischer, Holger / Koch, Jens / Kropff, Bruno u. a.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Bd. 19 2016, S. 65

*Koch, Jens*, Investoren Gespräche des Aufsichtsrats, AG 2017, 129

*Kocher, Dirk / Heydel, Julia*, Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 543

*Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, Kodexanpassungen 2017 - Medienpräsentation 14.02.2017, abrufbar unter: [http://www.dcgk.de/de/kommision/die-kommision-im-dialog/detaileansicht/kod\\_exaenderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html](http://www.dcgk.de/de/kommision/die-kommision-im-dialog/detaileansicht/kod_exaenderungen-2017-beschlossen-vorsitzwechsel-zum-1-maerz.html)  
(zuletzt geprüft: 15.02.2017)

*Köhler, Kristin*, Investor Relations in Deutschland, Institutionalisierung - Professionalisierung - Kapitalmarktentwicklung - Perspektiven, Springer, Wiesbaden 2015.

*Korff, Matthias*, Das Risikobegrenzungsgesetz und seine Auswirkungen auf das WpHG, AG 2008, 692

- Kort, Michael*, Die Regelung von Risikomanagement und Compliance im neuen KAGB, Vorbild für alle Kapitalgesellschaften?, AG 2013, 582
- Krause, Hartmut*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, 248
- Kremer, Thomas/Bachmann, Gregor/Lutter, Marcus/Werder, Axel v.*, Deutscher Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar, 6. Auflage, C.H. Beck; Beck-Online, München, München 2016 (zitiert: *Bearbeiter* in Kommentar zum DCGK, 6. Auflage, § Rn.).
- Krieger, Gerd / Lutter, Marcus / Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking, C.H. Beck, München 2013.
- Kropff, Bruno*, Aktiengesetz mit Reg. Begr., Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1089) und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1185) mit Begründung des Regierungsentwurfs, Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestags, Verweisungen und Sachverzeichnis, Institut der Wirtschaftsprüfer, Düsseldorf 1965.
- Kropff, Bruno*, Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965, in: *Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 670
- Kuhla, Tilmann*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, 1. Aufl., Tectum Wissenschaftsverlag, s.l. 2014.
- LaFollette, Hugh* (Hrsg.), The International Encyclopedia of Ethics, Wiley, Malden, MA 2013.
- Lanfermann, Georg / Maul, Silvia*, Maßnahmenpaket der Europäischen Kommission zum Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, BB 2014 2014, 1283–1294
- Lee, Stan*, Amazing Fantasy: Spider Man, Marvel Comics, New York 1962.
- Leyendecker-Langer, Benjamin*, Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden, NZG 2015, 44
- Lutter, Marcus*, Zur Europäisierung des deutschen Aktienrechts, in: *Heldrich, Andreas* (Hrsg.), Festschrift für Murad Ferid zum 70. Geburtstag, Konflikt und Ordnung 1978, S. 599
- Lutter, Marcus*, Theorie der Mitgliedschaft, AcP 1980, 84
- Lutter, Marcus*, Treuepflicht und ihre Anwendungsprobleme, ZHR 1998, 164
- Lutter, Marcus*, Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, 3., völlig überarb. Aufl., Heymann, Köln u.a. 2006.
- Lutter, Marcus*, Der Kodex und das Recht, in: *Grundmann, Stefan / Haar, Brigitte / Merkt, Hanno u. a.* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung 2010, S. 1025
- Lutter, Marcus*, Stellungnahme zur Änderung des DCGK 2017, 2016, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017)
- Lutter, Marcus / Bayer, Walter / Schmidt, Jessica*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 5., völlig neu bearb. u. erw. Aufl., De Gruyter, Berlin 2012.

- Lutter, Marcus / Krieger, Gerd / Verse, Dirk*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 6., neu-  
bearb. und erw. Aufl., Schmidt, Köln 2014.
- Lutz, Johann von*, Protokolle der Kommission zur Berathung eines Allgemeinen Deutschen  
Handelsgesetzbuches ; 1. Theil, Würzburg 1858.
- MacNeil, I.*, Activism and collaboration among shareholders in UK listed companies, Capital  
Markets Law Journal 2010, 419–438
- Malmendier, Ulrike*, Societas publicanorum, Staatliche Wirtschaftsaktivitäten in den Händen  
privater Unternehmer, Böhlau, Köln 2002.
- Malmendier, Ulrike*, Societas, in: *Bagnall, Roger S. / Brodersen, Kai / Champion, Craige B. u.  
a. (Hrsg.)*, The Encyclopedia of Ancient History 2013
- Martens, Klaus-Peter*, Aktienrechtliche Probleme eines Ausstiegs aus der Kernenergie, in: *Go-  
erdeler, Reinhard / Hommelhoff, Peter / Lutter, Marcus u. a. (Hrsg.)*, Festschrift für  
Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag, Bd. 10 1991, S. 271
- Melis, Danielle A.M.*, The Institutional Investor Stewardship Myth, A Theoretical, Legal and  
Empirical Analysis of Prescribed Institutional Investor Stewardship in a Dutch  
Context, 2014, abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2445997](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2445997) (zuletzt geprüft: 06.06.2016)
- Merkner, Andreas / Sustmann, Marco*, Reform des Marktmisbrauchsrechts: Die Vorschläge  
der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderechts, AG 2012, 315
- Milej, Tomasz*, Zur Verfassungsmäßigkeit der Umsetzung des Gemeinschaftsrechts durch dy-  
namische Verweisungen und Rechtsverordnungen, EuR 2009, 577 (zuletzt geprüft:  
24.04.2017)
- Miller, Albert von*, Zur Aktienrechtsreform, ZHR 1934, 256
- Mitsui, Chie*, Japan's Stewardship Code: issues facing asset management companies, 2014, ab-  
rufbar unter: <https://www.nri.com/~media/PDF/global/opinion/lakyara/2014/lkr2014206.pdf> (zuletzt geprüft: 04.04.2016)
- Moritz, Joachim/Klebeck, Ulf/Jesch, Thomas A.*, Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch, 1.  
Aufl., / herausgegeben von Joachim Moritz ; Ulf Klebeck sowie Thomas A. Jesch ;  
Teilband 2, Fachmedien Recht und Wirtschaft dfv Mediengruppe, Frankfurt am  
Main 2016 (zitiert: Bearbeiter in Moritz/Klebeck/Jesch, KAGB, 1. Aufl., § Rn.).
- Müller, Welf*, § 1 Erscheinungsformen und Rechtsformwahl, in: *Müller, Welf / Rödder, Thomas*  
(Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Börsen-  
gang, 2. Aufl. 2009
- Müller, Welf / Rödder, Thomas* (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, Gesellschaftsrecht, Steu-  
errecht, Börsengang, 2. Aufl., Beck, München 2009.
- Myners, Paul*, Institutional Investors in the United Kingdom, A Review, 2001, abrufbar unter:  
<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/2F9/02/31.pdf> (zuletzt geprüft: 10.08.2015)
- Nixon, Richard*, Toasts of the President and Nikolai V. Podgorny, Chairman of the Presidium  
of the Supreme Soviet of the U.S.S.R., at a Dinner in Moscow, Moskau 22.05.1972.
- Noack, Ulrich*, Identifikation der Aktionäre, neue Rolle der Intermediäre – zur Umsetzung der  
Aktionärsrechte-Richtlinie II, NZG 2017, 561

*OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, abrufbar unter: <https://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (zuletzt geprüft: 30.03.2017)

*OECD*, OECD Business and Finance Outlook, 2015, abrufbar unter: <http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment> (zuletzt geprüft: 31.08.2015)

*OECD*, Institutional Investors Statistics 2016, OECD Publishing 2017.

*OECD*, OECD Corporate Governance Factbook, 2017, abrufbar unter: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.pdf> (zuletzt geprüft: 28.05.2017)

*Oetker, Hartmut*, Verschwiegenheitspflicht der Aufsichtsratsmitglieder und Kommunikation im Aufsichtsrat, in: *Grundmann, Stefan / Haar, Brigitte / Merkt, Hanno u. a.* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung 2010, S. 1091

*Office for National Statistics*, Ownership of UK Quoted Shares: 2014, 2015, abrufbar unter: <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentspensionsandtrusts/bulletins/ownershipofukquotedshares/2015-09-02> (zuletzt geprüft: 08.06.2017)

*Osaki, Sadakazu*, Key to success of Japanese Stewardship Code, 2014, abrufbar unter: <https://www.nri.com/~media/PDF/global/opinion/lakyara/2014/lkr2014199.pdf> (zuletzt geprüft: 04.04.2016)

*Pahlow, Louis*, Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861, in: *Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 237

*Patzner, Andreas/Döser, Achim/Kempf, Ludger J.*, Investmentrecht, Kapitalanlagegesetzbuch - Investmentsteuergesetz ; Handkommentar, 3. Auflage 2017 (zitiert: Bearbeiter in Patzner/Döser/Kempf, KAGB, 3. Auflage, § Rn.).

*Paul Frentrop*, A History of Corporate Governance, 1602-2002., De minor Press, Amsterdam 2002, 2003.

*Petot, Pierre*, Études d'histoire du droit privé : offertes à Pierre Petot., Librairie générale de droit et de jurisprudence, [Paris] 1959.

*Peus, Egon A.*, Der Aufsichtsratsvorsitzende, Seine Rechtsstellung nach dem Aktiengesetz und dem Mitbestimmungsgesetz, Heymann, Köln u.a. 1983.

*Peus, Egon A.*, Besitz an Aufsichtsratsprotokollen und deren Beschlagnahme, ZGR 1987, 545

*Pfeiffer, Gerd / Wiese, Günther / Zimmermann, Klaus* (Hrsg.), Festschrift für Heinz Rowedder zum 75. Geburtstag, Beck, München 1994.

*Potter, Julien*, The Role of the Institutional Shareholders' Committee, in: *Sheikh, S. / Sheikh, T.F.G.* (Hrsg.), Corporate Governance 1995, S. 283

*Ministerium für Industrie, Unternehmen und Finanzen*, Pressemitteilung vom 25.01.2016: Aktivt ejerskab skal understøtte en sund udvikling i danske virksomheder 25.01.2016, abrufbar unter: <http://em.dk/nyheder/2016/16-01-25-aktivt-ejerskab> (zuletzt geprüft: 27.02.2017)

*PRI*, History of the PRI, abrufbar unter: <http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/history/> (zuletzt geprüft: 13.04.2016)

- PRI*, Principles for Responsible Investment, abrufbar unter: [http://www.unpri.org/viever/?file=wp-content/uploads/PRI\\_Brochure\\_2015.pdf](http://www.unpri.org/viever/?file=wp-content/uploads/PRI_Brochure_2015.pdf) (zuletzt geprüft: 14.04.2016)
- PRI*, Report on Progress 2015, abrufbar unter: [https://www.unpri.org/download\\_report/13718](https://www.unpri.org/download_report/13718) (zuletzt geprüft: 25.04.2016)
- PRI*, UN Partners, abrufbar unter: <http://www.unpri.org/about-pri/un-partners/> (zuletzt geprüft: 13.04.2016)
- PRI*, PRI welcomes Japan's Stewardship Code, 2011, abrufbar unter: <http://www.unpri.org/press/pri-welcomes-japans-stewardship-code/> (zuletzt geprüft: 13.04.2016)
- PRI*, Annual Report 2015, From Awareness to Impact, 2015, abrufbar unter: [https://www.unpri.org/download\\_report/9483](https://www.unpri.org/download_report/9483) (zuletzt geprüft: 25.04.2016)
- PRI*, Assessment Methodology 2016, 2015, abrufbar unter: [https://www.unpri.org/download\\_report/8878](https://www.unpri.org/download_report/8878) (zuletzt geprüft: 03.05.2016)
- PRI*, Fiduciary Duty in the 21st Century, 2015, abrufbar unter: [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary\\_duty\\_21st\\_century.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf) (zuletzt geprüft: 26.04.2016)
- PRI*, PRI Reporting Framework 2016, 2015, abrufbar unter: [https://www.unpri.org/download\\_report/6308](https://www.unpri.org/download_report/6308)
- Redeke, Julian*, Institutionelle Investoren und Organhaftung, AG 2015, 253 (zuletzt geprüft: 14.06.2017)
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, Änderungsvorschläge zum DCGK, 2016, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/konsultationen/aktuelle-konsultationen.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2016/161102%20Aenderungsvorschlaege%20zum%20Kodex.pdf> (zuletzt geprüft: 17.01.2017)
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 2017, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/detialsicht/kodexanderungen-2017-beschlossen-vorstand-wechsel-zum-1-maerz.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017)
- Reich, Norbert*, Die Entwicklung des deutschen Aktienrechts im neunzehnten Jahrhundert, Ius Commune II 1969, 239
- Renaud, Achilles*, Das Recht der Actiengesellschaft, Leipzig 1963.
- Renner, Moritz*, Hauptversammlung und Organadäquanz, AG 2015, 513
- Roberts, David William*, Agreement in Principle: A Compromise for Activist Shareholders from the UK Stewardship Code,, Vanderbilt Journal of Transnational Law 2015, 543–576, abrufbar unter: <http://heinonline.org/HOL/Print?collection=journals&handle=hein.journals/vantl48&id=565> (zuletzt geprüft: 05.08.2015)
- Roth, Markus*, Labor and Comparative Corporate Governance in Times of Pension Capitalism: Independent Directors, Shareholder Empowerment and Long-Termism: The Transatlantic Perspective, Fordham Journal of Corporate and Financial Law 2013, 751–

820, abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2361679##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2361679##) (zuletzt geprüft: 05.08.2015)

*Roth, Markus*, Private Altersvorsorge, Betriebsrentenrecht und individuelle Vorsorge ; eine rechtsvergleichende Gesamtschau, Mohr Siebeck, Tübingen 2009.

*Roth, Markus*, Employee Participation, Corporate Governance and the Firm: A Transatlantic View Focused on Occupational Pension and Co-Determination, EBOR 2010, 51, abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1574357](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1574357) (zuletzt geprüft: 22.07.2015)

*Roth, Markus*, Information und Organisation des Auschsrats, ZGR 2012, 343

*Roth, Markus*, Related Party Transactions, 2016, abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710128](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710128)  
(zuletzt geprüft: 30.09.2016)

*Rothweiler, Estelle / Greyer, Stefan*, Von der Compagnie de commerce zur société anonyme: Die Geschichte der Aktiengesellschaft in Frankreich bis zum Code de commerce, in: *Bayer, Walter / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band I, I 2007, S. 23

*Ruffner, Markus*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Schulthess, Zürich 2000.

*Rühle, Alf-Sibrand*, Aktienindizes in Deutschland, Entstehung, Anwendungsbereiche, Indexhandel, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden 1991.

*Säcker, Franz Jürgen / Rehm, Christian*, Grenzen der Mitwirkung des Aufsichtsrats an unternehmerischen Entscheidungen in der Aktiengesellschaft, DB 2008, 2814

*Schaefer, Hans*, Shareholder Activism und Corporate Governance, NZG 2007, 900

*Schenck, Kersten von*, § 4 - Die Arbeit des Aufsichtsratsvorsitzenden, in: *Semler, Johannes / Schenck, Kersten von* (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 4. Aufl. 2013

*Schenck, Kersten von/Semler, Johannes/Kropff, Bruno/Gasteyer, Thomas*, Der Aufsichtsrat, §§ 95-116, 161, 170-172, 394 und 395 AktG ; Kommentar, Beck/Vahlen, München 2015 (zitiert: Bearbeiter in Semler/v.Schenk - Der Aufsichtsrat, , § Rn.)

*Schlegelberger, Franz*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, Vortrag, gehalten am 15. August 1935 vor der Industrie- und Handelskammer in Hamburg, Vahlen, Berlin 1935.

*Schlitt, Michael / Schäfer, Susane*, Finanzmarktkommunikation anlässlich von Kapitalmarktransaktionen, in: *Grundmann, Stefan / Haar, Brigitte / Merkt, Hanno u. a.* (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung 2010, S. S. 2469

*Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus*, Aktiengesetz, Kommentar, 3. Aufl., O. Schmidt, Köln (zitiert: Bearbeiter in Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § Rn.).

*Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus*, Aktiengesetz, Kommentar, 3. Aufl., O. Schmidt, Köln (zitiert: Bearbeiter in Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl., § Rn.).

*Schmoeckel, M.*, Rechtsgeschichte der Wirtschaft: seit dem 19. Jahrhundert, Mohr Siebeck 2008.

- Schneider, Uwe H. / Anzinger, Heribert M.*, Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung - „A quiet guru's enormous clout”, NZG 2008, 88
- Schnorr, Tanja*, Historie und Recht des Aufsichtsrats, Deutsche Erfahrungen als Beitrag zum Statut der Europäischen Aktiengesellschaft 1991, 2000, abrufbar unter: [http://opus.bibliothek.uni-wuerzburg.de/opus/volltexte/2002/5/pdf/Diss\\_Tanja\\_Schnorr\\_pdf.pdf](http://opus.bibliothek.uni-wuerzburg.de/opus/volltexte/2002/5/pdf/Diss_Tanja_Schnorr_pdf.pdf) (zuletzt geprüft: 27.05.2015)
- Schockenhoff, Martin / Culmann, Johannes*, Shareholder Activism in Deutschland, ZIP 2015, 297–302
- Schreyögg, Georg / Unglaube, Georg*, Zur Rolle von Finanzinvestoren in deutschen Publikumsaktiengesellschaften, Thesen und empirische Befunde, AG 2013, 97–110
- Schubert, Werner*, Akademie für Deutsches Recht: 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse, W. de Gruyter 1945.
- Schüppen, Matthias*, Stellungnahme zu den Kodexänderungen 2017, 2016, abrufbar unter: <http://www.dcgk.de/de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html> (zuletzt geprüft: 15.02.2017)
- Schwarz, Eberhard/Zimmer, Daniel*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Aufl., Beck, München 2010 (zitiert: *Bearbeiter* in KapitalmarktR, 4. Aufl., § Rn.).
- Seibt, Christoph H.*, Richtlinievorschlag zur Weiterentwicklung des europäischen Corporate Governance-Rahmens - Vorschlag der EU-Kommission zur Änderung der Aktiennärsrechterichtlinie und Empfehlung zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung -, DB 2014, 1910–1919
- Seibt, Christoph H. / Scholz, Philipp*, Wahlkandidaten der Gesellschaft für den Aufsichtsrat, AG 2016, 739
- Semler, Johannes*, Entscheidungen und Ermessen im Aktienrecht, in: *Habersack, Mathias / Hommelhoff, Peter / Hüffer, Uwe u. a.* (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer, zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003 2003, S. 627
- Semler, Johannes*, Der Aufsichtsrat - Die Karriere einer Einrichtung, NZG 2013, 771
- Semler, Johannes / Schenck, Kersten von* (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 4. Aufl., Vahlen, München 2013.
- Sheikh, S. / Sheikh, T.F.G.* (Hrsg.), Corporate Governance, Taylor & Francis Group 1995.
- Sommer, Ulf*, Der gelangweilte Aktionär, Handelsblatt 11.07.2017, 26
- Spindler, Gerald*, Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung, Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland, 2006, abrufbar unter: [https://www.uni-goettingen.de/de/document/download/11038868045630c5ce226e2a10d62107.pdf/arbeitspapier\\_2\\_2006.pdf](https://www.uni-goettingen.de/de/document/download/11038868045630c5ce226e2a10d62107.pdf/arbeitspapier_2_2006.pdf) (zuletzt geprüft: 02.11.2016)
- Spindler, Gerald / Seidel, Andreas*, Die Zustimmungspflicht bei Related Party Transactions in der konzernrechtlichen Diskussion, AG 2017, 169

- Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard*, Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Beck, München 2015 (zitiert: *Bearbeiter* in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § Rn.).
- Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard*, Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Beck, München 2015 (zitiert: *Bearbeiter* in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § Rn.).
- Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), Verhandlungen des 8. Deutschen Juristen Tages, Mohr, Tübingen 1869.
- Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), Verhandlungen des 11. Deutschen Juristentages in Hannover, Mohr, Tübingen 1973.
- Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages, München 2012, C. H. Beck, München 2012.
- SSP Working Group*, Stewardship for Singapore Investors: A matter of Principles 2016, abrufbar unter: [http://www.stewardshipasia.com.sg/principles/SSP\\_press\\_release.pdf](http://www.stewardshipasia.com.sg/principles/SSP_press_release.pdf) (zuletzt geprüft: 28.02.2017)
- Stöber, Michael*, Das Auskunftsrecht der Aktionäre und seine Beschränkungen im Lichte des Europarechts, DStR 2014, 1680
- Strenger, Christian / Zetsche, Dirk A.*, Institutionelle Anleger, Verbesserung der Corporate Governance und Erleichterung der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung, AG 2013, 397–406
- Tanaka, Yoshihiro / Mitsusada, Yosuke*, The new Era of Equity Governance in Japan, International Financial Law Review (Online), 2015, abrufbar unter: <http://www.iflr.com/Article/3416336/The-new-era-of-equity-governance-in-Japan.html> (zuletzt geprüft: 06.04.2016)
- Tcherveniachki, Vassil*, Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds, Unternehmenskauf durch Leveraged Buyout, Schmidt, Berlin 2007.
- Thaeter, Ralf / Guski, Roman*, Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, AG 2007, 301
- The Institute of Directors in South Africa*, CRISA Disclosure institutional investors and their service providers, abrufbar unter: [http://www.iods.co.za/resource/collecticon/951D7741-44CB-4119-A107-1F502A9A6C96/7478\\_IoDSA\\_CRISA\\_Research\\_H\\_Design\\_Digital\\_Version.pdf](http://www.iods.co.za/resource/collecticon/951D7741-44CB-4119-A107-1F502A9A6C96/7478_IoDSA_CRISA_Research_H_Design_Digital_Version.pdf) (zuletzt geprüft: 24.05.2016)
- The Institute of Directors in South Africa*, CRISA FAQ, abrufbar unter: <http://www.iods.co.za/?CRISFAQ> (zuletzt geprüft: 24.05.2016)
- The Institute of Directors in South Africa*, CRISA Practice Notes, abrufbar unter: <http://www.iods.co.za/?page=CRISAPN> (zuletzt geprüft: 23.05.2016)
- The Institute of Directors in South Africa*, Ownership & Structure, abrufbar unter: <http://www.iods.co.za/?page=OwnershipStructure> (zuletzt geprüft: 09.05.2016)
- The Institute of Directors in South Africa*, King Report on Corporate Governance South Africa (King III), 2009, abrufbar unter: [https://jutalaw.co.za/uploads/King\\_III\\_Report/](https://jutalaw.co.za/uploads/King_III_Report/) (zuletzt geprüft: 04.05.2016)
- The Institute of Directors in South Africa*, Code for Responsible Investment in South Africa, 2011, abrufbar unter: <http://www.iods.co.za/?page=CRISACode> (zuletzt geprüft: 13.04.2016)

- The Institute of Directors in South Africa*, Our History, 2014, abrufbar unter:  
<http://www.iodsa.co.za/?page=History> (zuletzt geprüft: 17.05.2016)
- The Investment Association*, Geschichte der IMA, abrufbar unter: <http://www.theinvestmentassociation.org/about-the-investment-association/history-of-the-investment-association.html> (zuletzt geprüft: 23.02.2016)
- The Investment Association*, Adherence to the FRC's Stewardship Code 2014, 2015, abrufbar unter: <http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20150526-fullstewardshipcode.pdf> (zuletzt geprüft: 15.03.2016)
- Towers Watson*, The World's 500 Largest Asset Managers - Year End 2014, 2015, abrufbar unter: <https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2015/11/The-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2014> (zuletzt geprüft: 6.01.2016)
- Towers Watson*, The world's 300 largest pension funds – year ended 2015, 2016, abrufbar unter: <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2016/09/The-worlds-300-largest-pension-funds-year-ended-2015> (zuletzt geprüft: 08.06.2017)
- Tröger, Tobias*, Related Party Transactions mit Blockaktionären im europäischen Gesellschaftsrecht, AG 2015, 53
- Trouet, Klaus*, Die Hauptversammlung - Organ der Aktiengesellschaft oder Forum der Aktionäre?, NJW 1986, 1302
- TWSE*, Organizational Structure Corporate Governance Group, abrufbar unter: <http://cgc.twse.com.tw/frontEN/about> (zuletzt geprüft: 28.02.2017)
- TWSE*, The Organization, abrufbar unter: <http://www.twse.com.tw/en/about/company-organization.php> (zuletzt geprüft: 27.02.2017)
- Ueda, Ryoko*, How is corporate governance in Japan changing?, Developments in listed companies and roles of institutional investors, 2015, abrufbar unter: [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/how-is-corporate-governance-in-japan-changing\\_5jrw7j3s37hh-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/how-is-corporate-governance-in-japan-changing_5jrw7j3s37hh-en) (zuletzt geprüft: 28.08.2015)
- Vaupel, Christoph F.*, Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 63
- Veil, Rüdiger / Koch, Philipp*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmisbrauchs, WM 2011, 2297
- Verse, Dirk A.*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, Mohr Siebeck, Tübingen 2006.
- Verse, Dirk A. / Wiersch, Rachid René*, Die Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts 2014–2015, EuZW 2016, 330–338, abrufbar unter: <https://beck-on-line.beck.de/Dokument?vpPath=bibdata%2Fzeits%2Feuzw%2F2016%2Fcont%2Feuzw.2016.330.1.htm&pos=52&hlwords=on> (zuletzt geprüft: 28.09.2016)
- Vetter, Eberhard*, Kapitalmarktkommunikation, Kapitalmarktdruck und Corporate Governance, Wider die Erosion der aktienrechtlichen Kompetenzordnung, AG 2014, 387
- Vetter, Eberhard*, Regelungsbedarf für Related Party Transactions?, ZHR 2015, 273

- Vetter, Eberhard*, Shareholders Communication – Wer spricht mit den institutionellen Investoren?, AG 2016, 873
- Voigt, Hans-Christoph*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), Beck, München 2004.
- Vollhard, Rüdiger*, Presseerklärungen von Mitgliedern des Aufsichtsrats einer AG, GRUR 1980, 496
- Walker, David*, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities, Final Recommendation, 2009, abrufbar unter: [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf) (zuletzt geprüft: 10.08.2015)
- Weber-Rey, Daniela*, Der Aufsichtsrat in der europäischen Perspektive - Vorschläge und Ideen für eine wirksame Corporate Governance, NZG 2013, 766
- Weitnauer, Wolfgang/Boxberger, Lutz/Anders, Dietmar*, KAGB, Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch und zur Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds mit Bezügen zum AIFM-StAnpG, 1. Aufl., Beck, München 2014 (zitiert: *Bearbeiter* in Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 1. Aufl., § Rn.).
- Wettich, Carsten*, Aktuelle Entwicklungen und Trends in der Hauptversammlungssaison 2016 und Ausblick auf 2017, AG 2017, 60
- Wilde, Christian*, Informationsrechte und Informationspflichten im Gefüge der Gesellschaftsorgane, ZGR 1998, 423
- Wilsing, Hans-Ulrich*, Corporate Governance in Deutschland und Europa, Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre, ZGR 2011, 291
- Winkler, Sylko*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft, Jena 2008.
- Wolfsson, Isaak*, Zweite Sitzung der ersten und zweiten Abteilung, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 11. Deutschen Juristentages in Hannover 1973, S. 71
- WWF*, Carbon Counts: assessing the carbon exposure of Canadian institutional investment portfolios, 2011, abrufbar unter: [http://assets.wwf.ca/downloads/wwf\\_canada\\_report\\_final.pdf](http://assets.wwf.ca/downloads/wwf_canada_report_final.pdf) (zuletzt geprüft: 27.04.2016)
- Zetzsche, Dirk A.*, Die neue Aktionärsrechte-Richtlinie: Auf dem Weg zur Virtuellen Hauptversammlung, NZG 2007 2007, 686–692
- Zetzsche, Dirk A.*, Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, AG 2013, 613
- Zetzsche, Dirk A.*, Die Marktsondierung nach Art. 11 MAR, AG 2016, 610
- Zetzsche, Dirk A. / Preiner, Christina*, Der Verhaltenskodex für Stimmberater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht, AG 2014, 685
- Zimmermann, Michael J.*, Duty and Obligation, in: *LaFollette, Hugh* (Hrsg.), The International Encyclopedia of Ethics 2013
- Zöllner, Wolfgang*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, Beck, München 1963.

Zöllner, Wolfgang/Cahn, Andreas, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Heymann, Köln 2004 (zitiert: *Bearbeiter* in KK, 2. Aufl., § Rn.).

Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Heymann, Köln u.a. (zitiert: *Bearbeiter* in KK AktG, 3. Aufl., § Rn.).