Heidelberger Schriften
zum Wirtschaftsrecht und Europarecht 93

Steffen Hauber

Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft

Zugleich ein Beitrag zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Heidelberger Schriften
zum Wirtschaftsrecht und Europarecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Stefan J. Geibel
Prof. Dr. Dr. h.c. Peter Hommelhoff
Prof. Dr. Dr. h.c. Peter-Christian Müller-Graff
Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 93

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Steffen Hauber

Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft

Zugleich ein Beitrag zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-6515-7 (Print)
ISBN 978-3-7489-0601-8 (ePDF)

1. Auflage 2020
© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Meinen Eltern

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte
Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte
Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Vorwort des Verfassers

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Ruprechts-Karls-Universität Heidelberg im Wintersemester 2019/2020 als Dissertation angenommen. Die Disputation fand am 21. November 2019 statt. Literatur und Rechtsprechung sind bis einschließlich Juli 2019 umfassend berücksichtigt. Für die Druckfassung wurden punktuell neuere Entwicklungen, insbesondere das Gesetzgebungsverfahren zum ARUG II eingearbeitet.

Besonderer Dank gebührt zuvörderst meinem hoch geschätzten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. mult. *Peter Hommelhoff* für den Impuls zu dieser Arbeit, die wertvollen Hinweise während ihrer Erstellung, die angenehme Betreuung sowie die außerordentlich rasche und ausführliche Begutachtung der Arbeit.

Für die freundliche Übernahme und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens danke ich Herrn Vizepräsident des Bundesverfassungsgerichts Prof. Dr. *Stephan Harbarth*, LL.M. (Yale).

Herrn *Tobias Wickel* darf ich meinen Dank für die konstruktiven Anmerkungen zum Manuskript und die fachlichen Diskussionen während der Entstehung der Arbeit bekunden.

Von Herzen bedanken möchte ich mich bei *Kerstin Burkart*, die mich in der gesamten Zeit vorbehaltlos unterstützt hat und mich stets im richtigen Moment abzulenken wusste.

Mein größter Dank gilt schließlich meinen Eltern *Waltraud* und *Harald Hauber*, die mich Zeit meines Lebens in jeglicher Hinsicht unterstützt haben und mir immerzu mit Rat und Tat zur Seite stehen. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Rheinstetten, im Dezember 2019 Steffen Hauber

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte
Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 23

§ 1 Einleitung 31

A. Anlass der Untersuchung 31

B. Ziel der Untersuchung 35

C. Gang der Untersuchung 35

§ 2 Grundlagen 38

A. Leistungen der Stimmrechtsberatungsunternehmen 38

I. Stimmrechtsberatung 38

1. Entwicklung und Inhalt von Stimmrechtsrichtlinien 38

2. Erstellung von Stimmempfehlungen 42

3. Stimmrechtsausübung 43

II. Corporate Governance Ratings 45

III. Corporate Governance Beratung 45

B. Stimmrechtsberatungsindustrie 46

I. Die einzelnen Stimmrechtsberater 46

1. Institutional Shareholder Services (ISS) 47

2. Glass Lewis 48

3. Egan Jones Proxy Services 48

4. Proxinvest 49

5. Ethos-Stiftung 49

6. Marco Consulting Group 49

7. IVOX 50

8. Weitere Anbieter und Sonderformen 51

II. Marktanteile 51

C. Gründe für die Mandatierung und den Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberater 53

I. Kosten und Nutzen der Stimmabgabe unter Zuhilfenahme eines Stimmrechtsberaters 54

1. Rationale Apathie 54

a) Kostenverteilung und Trittbrettfahrerproblem 54

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Hohe Diversifikation des Portfolios und geringe Beteiligungshöhe 55
c) Kurze Haltedauer der Beteiligung 56
d) Passive Anlagestrategien und Benchmarking 57
e) Kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht 58
2. Überwindung der rationalen Apathie durch Mandatierung von Stimmrechtsberatern? 58
a) Kostensenkung durch Einschaltung der Stimmrechtsberater 58
b) Wahrnehmung in der Öffentlichkeit 60
c) Steigerung des Unternehmenswertes 60
d) Überwindung des Kollektivhandlungsproblems 62
3. Zwischenfazit 63
II. Treuhänderische Pflicht institutioneller Investoren zur Stimmabgabe und Pflicht zur Offenlegung des Abstimmungsverhaltens 64
1. Entwicklung in den USA 64
a) Konkretisierung der Treuepflichten der institutionellen Anleger 64
b) Beschränkung der Broker-Stimmrechte 66
2. Vergleichbare Entwicklungen in Europa 67
a) Code monétaire et financier in Frankreich 67
b) Stewardship Code im Vereinigten Königreich 68
c) Ansätze in anderen europäischen Nachbarländern 69
d) Pflicht zur Stimmrechtsausübung in Deutschland 70
III. Ergebnis 72

D. Einfluss der Stimmrechtsberater 72
I. Einfluss auf das Abstimmungsergebnis 74
1. Empirische Untersuchung 74
2. Schätzungen und anekdotische Aussagen 77
II. Einfluss auf die Emittenten 79
III. Ergebnis 81

E. Kritik am Phänomen der Stimmrechtsberatung 82
I. Interessenkonflikte 83
1. Parallele Corporate Governance Beratung 83
2. Erstellung von Corporate-Governance Ratings 86
3. Eigentümerstruktur 87
4. Sonstige Interessenkonflikte 88

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

II. Qualität der Beratung und Ungenauigkeit der Empfehlungen 89
III. Mangelnde Transparenz 91
IV. Fehlende Kommentierungsmöglichkeit 92
V. Einfluss auf Corporate Governance 93
1. Hemmung von Innovationen 94
2. Keine Berücksichtigung nationaler Besonderheiten 95
3. Verdrängung des Deutschen Corporate Governance Kodex 98
4. Zwischenergebnis 99
VI. Keine Regulierung durch Wettbewerb 100
1. Marktstruktur und Zugangsbarrieren 101
a) Marktstruktur 101
b) Marktzutrittsschranken 102
aa) Kostenversenkung bei Markteintritt 103
bb) Skalen- und Verbundeffekte 103
cc) Netzwerkeffekte 105
dd) Wechselkosten 105
c) Zwischenergebnis 106
2. Mangelnde Kontrolle durch Investoren 106
VII. Schaffung eines weiteren Agenturproblems 108
VIII. Zusammenfassung der Kritik in Thesen 110

§ 3 Bestehende rechtliche Rahmenbedingungen 112

A. Selbstverpflichtung durch die Best Practice Principles 112
I. Entstehung der Best Practice Principles 113
II. Inhalt der Best Practice Principles 114
1. Principle One: Service Quality 116
2. Principle Two: Conflict-of-Interest Management 118
3. Principle Three: Communications Policy 119
III. Bewertung der Best Practice Principles 119
1. Beurteilung durch die ESMA 120
2. Inhaltliche Analyse der BPP 124
3. Durchsetzung der Best Practice Principles 127
IV. Fazit 130

B. Kapitalmarkt- und aktienrechtliche Rahmenbedingungen 131
I. Meldepflichten gem. §§ 33 ff. WpHG 132
1. Zurechnung von Stimmrechten über § 34 I S. 1 Nr. 6 WpHG 133

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Zurechnung von Stimmrechten über § 34 II WpHG – „Acting in Concert“ 136
a) Zurechnung auf den Stimmrechtsberater 136
b) Zurechnung unter den von einem Proxy Advisor beratenen Aktionären 138
3. Ergebnis 140
II. Pflichtangebot gem. § 35 II WpÜG 141
III. Marktmissbrauchsrecht 142
1. Insiderrecht 142
a) Insiderstellung durch Erstellung von Stimmempfehlungen 143
b) Insiderstellung aufgrund informellen Kontakts zum Emittenten 145
c) Rechtsfolgen einer Insiderstellung 146
2. Anlageempfehlung, Art. 20 I MAR 147
IV. § 135 AktG 148
V. Ergebnis 153

C. Die Haftung von Stimmrechtsberatern 153
I. Allgemeine Problematiken im Rahmen der Haftung von Stimmrechtsberatern 154
1. Anwendbarkeit deutschen Rechts 154
a) Vertragliche Ansprüche 155
b) Deliktische Ansprüche 157
c) Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter 158
2. Nachweis allgemeiner Haftungsvoraussetzungen 159
a) Fehlerhaftigkeit der Stimmempfehlung 159
b) Haftungsbegründende Kausalität 160
c) Schaden 160
d) Haftungsausfüllende Kausalität 161
II. Ausgewählte Problematiken im Rahmen der Haftung gegenüber Emittenten 162
1. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter 162
a) Leistungsnähe 163
b) Gläubigernähe 163
c) Erkennbarkeit 166
d) Schutzbedürftigkeit 167
2. Deliktische Haftung 168
a) § 824 BGB 168
b) Eingerichteter und ausgeübter Gewerbebetrieb 169

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Ergebnis 170
D. Fazit 171

§ 4 Stimmrechtsberater und Shareholder Activism im Recht der deutschen Aktiengesellschaft 172

A. Grundstruktur der deutschen Aktiengesellschaft 173
I. Die Organe der deutschen Aktiengesellschaft 173
1. Der Vorstand 173
2. Der Aufsichtsrat 176
3. Die Hauptversammlung 183
II. Das Zusammenspiel der Organe im dualistischen Leitungssystem 186

B. Shareholder Activism 189
I. Der Begriff des Shareholder Activism 189
II. Entwicklung der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen des Aktionärsaktivismus in Deutschland 193
1. Aktienrechtsreform in Permanenz 193
a) Ausgangslage 193
b) KonTraG (1998) 195
c) NaStraG (2001) 197
d) TransPuG (2002) 198
e) UMAG (2005) 199
f) ARUG (2009) 200
g) VorstAG (2009) 202
2. Entwicklung der Aktionärsstruktur und der Hauptversammlungspräsenzen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften 202
a) Niedergang des Depotstimmrechts und Entflechtung der Deutschland AG 202
b) Aufstieg der institutionellen Investoren 204
c) Entwicklung der Hauptversammlungspräsenz 206
3. Erkenntnisse und Folgen der veränderten rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen des Aktionärsaktivismus 208

C. Rolle der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism 210
I. Der Stimmrechtsberater als Informationsintermediär 211

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

II. Der Stimmrechtsberater in der Rolle des aktivistischen Aktionärs 214
III. Der Stimmrechtsberater als faktischer Standardsetzer in der Corporate Governance 219
IV. Ergebnis 220

D. Die Einflussnahme des aktivistischen Stimmrechtsberaters und deren verbandsrechtliche Grenzen 221
I. Einflussnahmemöglichkeiten 221
1. Einflussnahmemöglichkeiten eines aktivistischen Aktionärs 221
a) Formelle Instrumente 221
aa) Versammlungsgebundene Rechte 221
(1) Stimmrecht, §§ 12, 133ff AktG 222
(a) Personalpolitische Entscheidungen 222
(aa) Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern, §§ 119 I Nr. 1, 101, 103 AktG 223
(bb) Vertrauensentzug gegenüber Mitgliedern des Vorstands, § 84 III S. 2 AktG 224
(cc) Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, §§ 119 I Nr. 3, 120 I S. 1 AktG 225
(dd) Votum über die Vergütung der Vorstandsmitglieder, § 120 IV AktG 226
(b) Strukturentscheidungen 227
(aa) Satzungsändernde Beschlüsse, §§ 119 I Nr. 5, 179 I AktG 228
(bb) Kapitalerhöhung und -herabsetzung, §§ 119 I Nr. 6, 182ff, 222ff AktG 229
(cc) Umwandlungsrecht 230
(ee) Unternehmensverträge 231
(ff) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen 231
(c) Sonstige relevante Beschlussgegenstände 232
(aa) Gewinnverwendung, §§ 119 I Nr. 2, 174 I AktG 232

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(bb) Bestellung der Sonderprüfer, § 142 AktG 233
(cc) Geltendmachung von Ersatzansprüchen, §§ 147, 148 AktG 234
(2) Beschlussantragsrecht 235
(3) Auskunftsrecht, § 131 AktG 235
bb) Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung 236
(1) Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, § 122 I AktG 237
(2) Ergänzung der Tagesordnung, § 122 II AktG 237
cc) Rechte außerhalb der Hauptversammlung 238
(1) Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, §§ 241ff AktG 238
(2) Bestellung des Aufsichtsrats durch das Gericht, § 104 AktG 239
b) Informelle Einflussnahme 241
aa) Informeller Kontakt zur Verwaltung 241
bb) Öffentlichkeitswirksames Auftreten 243
c) Zwischenergebnis 244
2. Einflussnahmemöglichkeiten des Stimmrechtsberaters 245
a) Formelle Instrumente 245
aa) Eingrenzung auf das versammlungsgebundene Stimmrecht 245
bb) Regelmäßig wiederkehrende und außerordentliche Beschlussgegenstände der Hauptversammlung 246
b) Informelle Einflussnahme 249
aa) Einfluss durch die abstrakten Stimmrechtsrichtlinien 249
bb) Einfluss hinsichtlich konkreter Beschlussgegenstände 250
3. Ergebnis 251
II. Verbandsrechtliche Schranken aktivistischer Einflussnahme 252
1. Grenzen der Einflussnahme aktivistischer Aktionäre 253
a) Mitgliedschaftliche Treuepflicht 254
aa) Inhalt der mitgliedschaftlichen Treuepflicht 254
bb) Rechtsfolge bei Verstoß gegen die Treuepflicht 256
cc) Auswirkungen auf aktivistische Aktionäre 257

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Verbot der schädigenden Einflussnahme, § 117 I AktG 258
c) Sittenwidrige vorsätzliche Schädigung, § 826 BGB 259
d) Rechtsmissbrauch, § 242 BGB 260
2. Übertragbarkeit der verbandsrechtlichen Schranken auf den einflussnehmenden Stimmrechtsberater 261
a) Ausdehnung der Treuepflicht auf Nichtaktionäre? 261
b) Verbot der schädigenden Einflussnahme, § 117 I AktG 263
c) Rechtsmissbrauch und sittenwidrige vorsätzliche Schädigung, §§ 242, 826 BGB 263
III. Ergebnis 264

E. Konflikte des Stimmrechtsberaters mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft 264
I. Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aktionär 265
1. Unternehmerische Leitung durch den Vorstand 266
a) Die Bedeutung der Leitungsautonomie 266
aa) Leitungsautonomie als Garant der unternehmerischen Freiheit des Vorstands und ihre Grenzen 266
bb) Funktionelle Bedeutung der Leitungsautonomie 268
cc) Zwischenergebnis 270
b) Einflussnahme der Stimmrechtsberater auf Entscheidungen des Vorstands 270
c) Minimierung des Einflusses der Stimmrechtsberater durch den Vorstand? 271
aa) Vorschläge zum Umgang mit Stimmrechtsberatern 272
bb) Verstärkung der Investor-Relations zu den Aktionären 273
cc) Bewertung 274
d) Der Vorstand im Spannungsfeld von Leitungsautonomie und Einfluss der Stimmrechtsberater 276
aa) Grenzen der Vereinbarkeit von Leitungsautonomie und Einflussnahme von Aktionären 276
bb) Konkret: Konflikte zwischen Leitungsautonomie und Berücksichtigung des Einflusses der Stimmrechtsberater 280

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Keine Entscheidung der Aktionäre über Geschäftsführungsmaßnahmen, § 119 II AktG 282
3. Informationelle Ungleichbehandlung der Aktionäre 285
a) Die Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater 286
aa) Institutional Shareholder Services 287
bb) Glass Lewis 289
cc) Zwischenergebnis 292
b) Der informationelle Gleichbehandlungsgrundsatz, §§ 53a, 131 IV AktG 292
aa) Anwendbarkeit auf Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater 293
bb) Generelle Informationsprivilegierung 296
cc) Punktuelle Informationsprivilegierung 300
dd) Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG 303
(1) Keine Ausforschungsfragen 304
(2) Nachinformation nur auf der Hauptversammlung 304
(3) Zwischenergebnis 306
c) Weitere Schranken der Informationsweitergabe 306
aa) Insiderrecht 306
bb) Verschwiegenheitspflicht, § 93 I S. 3 AktG 309
cc) Gleichbehandlung nach Ziff. 6.1 S. 2 DCGK 311
d) Fazit 313
II. Konflikte im Verhältnis Aufsichtsrat – Aktionär 314
1. Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats, § 111 I AktG 315
a) Aufbruch des Überwachungsmonopols des Aufsichtsrats? 315
b) Auswirkungen auf die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats 316
aa) Beratende Überwachung durch Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat 317
bb) Der Aufsichtsrat als Austragungsort von Gruppeninteressen 320
dd) Unterminierung der Überwachungsfunktion durch Umgehung des Aufsichtsrats? 322
2. Unternehmerische Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats 326
a) Unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats 326
b) Vergütungspolitik 327

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

c) Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats 330
d) Informeller Kontakt zwischen Aufsichtsrat und Stimmrechtsberater 331
e) Fazit: Parallele zu den Konflikten mit der unternehmerischen Freiheit des Vorstands 332
III. Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aufsichtsrat 334
1. Konkurrenz von Vorstand und Aufsichtsrat beim Dialog mit dem Aktionär 334
a) Zulässigkeit eines Investorendialogs des Aufsichtsrats 334
b) Drohende Konflikte zwischen den Verwaltungsorganen durch einen Dialog des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern 337
aa) Themen, die mit in die Zuständigkeit des Vorstands fallen 337
bb) Themen, die der ausschließlichen Zuständigkeit des Aufsichtsrats unterfallen 340
cc) Willensbildung innerhalb des Aufsichtsrats 341
dd) Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats 345
ee) Annex: Allgemeine Schranken der Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat und Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG 347
c) Fazit 349
2. Auswirkungen des Aufsichtsratsdialogs auf die Überwachung durch den Aufsichtsrat 350
IV. Konflikte der Aktionäre untereinander 351
1. Informationsasymmetrien 351
2. Abwertung der Hauptversammlung 352
3. Beeinträchtigung der Interessen von Kleinanlegern 356
IV. Gesamtbetrachtung der Konfliktlagen 357

§ 5 Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie 2017 – ARL II 359

A. Entwicklungsgeschichte 359

B. Ziel und Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie II 361
I. Allgemeines Ziel und Inhalt der ARL II 361
1. Identifizierung der Aktionäre 362
2. Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern 363

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

3. Überwachung der Vergütungspolitik durch die Aktionäre (Say-On-Pay) 364
4. Kontrolle von Transaktionen mit nahestehenden Parteien (Related-Party-Transactions) 365
II. Ziel der Regulierung der Stimmrechtsberater 365

C. Inhaltliche Anforderungen an die Regulierung von Stimmrechtsberatern 367
I. Definition des Stimmrechtsberaters 368
II. Anwendungsbereich der Richtlinie 368
III. Zuständigkeit der Mitgliedsstaaten 369
IV. Direkte Regulierung 370
1. Art. 3j Abs. I ARL II: Anwendung eines Verhaltenskodex 370
2. Art. 3j Abs. II ARL II: Transparenz hinsichtlich der Arbeitsweise 371
3. Art. 3j Abs. III ARL II: Umgang mit Interessenkonflikten 372
4. Art. 3k Abs. II ARL II: Überprüfung der Durchführung von Art. 3 j ARL II 372
V. Indirekte Regulierung 372
1. Definition von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern 373
2. Anwendungsbereich der Richtlinie 374
3. Art. 3g Abs. I a) ARL II: Information über die Ausübung von Stimmrechten 374
4. Art. 3g Abs. I b) ARL II: Information über die Nutzung der Dienste eines Stimmrechtsberaters 375

D. Bewertung der Regulierung durch die Richtlinie 375
I. Allgemeine Regulierungsansätze 376
1. Anwendungsbereich 376
2. Verhaltenskodex 376
3. Überprüfung der Regulierung nach Art. 3k II ARL II 377
II. Indirekte Regulierung 377
III. Inhaltliche Bewertung anhand der Kritik an der Stimmrechtsberatung 378
1. Interessenkonflikte 378
2. Qualität der Beratung und Ungenauigkeit der Empfehlungen 380
3. Transparenz 381
4. Einfluss auf die Corporate Governance 382
5. Schaffung eines weiteren Agenturproblems 383

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

6. Mangelnder Wettbewerb unter den Stimmrechtsberatern 384
7. Kommentierungsmöglichkeit der Emittenten 385
8. Gesamtbewertung 386
IV. Auswirkungen der Aktionärsrechterichtlinie II auf die Konflikte mit der Unternehmensverfassung 386
V. Ergebnis 387

§ 6 Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II 389

A. Gesetzgebungsverfahrens zum ARUG II 389

B. Referentenentwurf des ARUG II 393
I. § 134a AktG-E: Definition und Anwendungsbereich 393
II. §§ 134b, 134c AktG-E: Indirekte Regulierung 394
III. § 134d AktG-E 395
1. Absatz 1: Entsprechenserklärung zu einem Verhaltenskodex 395
2. Absatz 2: Offenlegung 396
3. Absatz 3: Veröffentlichung 396
4. Absatz 4: Information der Kunden über Interessenkonflikte 396
IV. § 135 AktG-E 397
V. § 405 AktG-E: Ordnungswidrigkeiten 399

C. Regierungsentwurf des ARUG II 400

D. Gesetzesbeschluss des Bundestages über das ARUG II 403

E. Bewertung des Gesetzesbeschlusses des Bundestages zum ARUG II 403
I. Eins-zu-Eins Umsetzung der Vorgaben der ARL II 403
II. Durchsetzung der Vorgaben der ARL II 405
III. Ausweitung des Anwendungsbereichs des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater 406
1. Inhaltliche Vorgaben an Stimmrechtsberater 407
a) Information der Kunden über Interessenkonflikte und Gegenmaßnahmen 407
b) Identifikation von Interessenkonflikten 408
c) Pflicht zur Veröffentlichung der Stimmempfehlungen 410
2. Rechtsdurchsetzung 411
a) Haftung 411

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Ordnungswidrigkeiten 414
c) Depotprüfung 414
d) § 134d IV AktG-ARUG II 415
e) Zwischenergebnis 416
IV. Sinnhaftigkeit überschießender Regelungen im ARUG II 417
F. Fazit 418

§ 7 Überlegungen zur Regulierung unter Berücksichtigung der dualistischen Unternehmensverfassung 420

A. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an Stimmrechtsberater 420
I. Kommentierungsmöglichkeit der Emittenten 420
II. Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien 423
III. Aufsichtsbehördliche Kontrolle 423
IV. Verantwortlichkeit der Stimmrechtsberater 424
V. Prozentuale Begrenzung der Stimmrechtsvertretung 425
VI. Zwischenfazit 427

B. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an Aktionäre, die Stimmrechtsberater beauftragen 427
I. Meldepflicht über die Mandatierung von Stimmrechtsberatern 427
II. Konkretisierung der Treuepflichten 429
III. Joint-Venture-Modell 431
IV. Emittentenkoordinierte Stimmrechtsberatung 432
V. Zwischenfazit 433

C. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an die Unternehmensverfassung 433
I. Einfluss auf Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat 433
1. Intensivierung des generellen Investorenkontakts 434
2. Stärkung der Stellung der Mitglieder der Unternehmensleitung 434
II. Informationelle Ungleichbehandlung 435
1. Senkung der Voraussetzungen des Nachinformationsanspruchs aus § 131 IV AktG 435
2. Offenlegung der Informationsweitergabe 436
III. Stellung des Aufsichtsrats 438
1. Absicherung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats 438

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Dialog des Aufsichtsrats (-vorsitzenden) mit Stimmrechtsberatern 440
a) Zulässigkeit des Dialogs mit Stimmrechtsberatern 440
b) Vereinbarkeit des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden mit der Ausgestaltung als Kollegialorgan 441

D. Fazit 442

§ 8 Schlussbetrachtung 444

A. Gesamtfazit 444

B. Ausblick 445

Literaturverzeichnis 447

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Abkürzungsverzeichnis

aA	andere Ansicht
ABl.EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
aF	alte Fassung
AfD	Alternative für Deutschland
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft. Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen
AIMCo	Alberta Investment Management Corporation
AktG	Aktiengesetz
AktG-E	Aktiengesetz i.d.F. des Referentenentwurfs/in der inhaltlich unveränderten Fassung des Regierungsentwurfs zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)
AktG-ARUG II	Aktiengesetz i.d.F. des Gesetzesbeschlusses des Bundestags zum ARUG II vom 14.11.2019
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
AMF	Autorité des marchés financiers
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
ARL I	Aktionärsrechterichtlinie I = RL 2007/37/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 11.07.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl.EU L 184/17 v. 14.07.2007

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ARL II	Aktionärsrechterichtlinie II = RL (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.EU L 132/1 v. 20.05.2017
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (I)
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARL II)
Aufl.	Auflage
B.J.I.B.& F.L.	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BeckOK	Beck'sche Online Kommentare
BeckRS	Beck online Rechtsprechung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BMJ	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BPP	Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis
BPPG	The Best Practice Principles Group
BR	Bundesrat
BR-Drucks.	Drucksache des Deutschen Bundesrates
BReg.	Bundesregierung

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Brüssel Ia-VO	Verordnung (EU) Nr. 1215/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2012 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen, ABl.EU L 351/1 v. 20.12.2012, berichtigt durch ABl.EU L 264/43 v. 30.09.2016
BT-Drucks.	Drucksache des Deutschen Bundestages
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CF	Corporate Finance
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
CR	Computer und Recht
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern e.V.
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ders.	derselbe
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
ECFR	European Company and Financial Law Review
EG	Erwägungsgrund
ERISA	Employment Retirement Income Security Act
ESMA	European Securities and Markets Authority

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ESG	Environment Social Governance
et. al.	und andere
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EuGH	Europäische Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
f.	folgende (Seiten/Randnummern)
ff.	fortfolgende (Seiten/Randnummern)
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GAO	U.S. Governement Accountability Office
gem.	gemäß
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
GesRZ	Der Gesellschafter. Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GK-AktG	Aktiengesetz Großkommentar
GO-BT	Geschäftsordnung des Deutschen Bundestages
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HdB	Handbuch
hM	herrschende Meinung
HP	Hewlett Packard
Hs.	Halbsatz
i.d.F.	in der Fassung
i.E.	im Ergebnis
i.H.v.	in Höhe von

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

i.S.d.	im Sinne des, im Sinne der
i.V.m.	in Verbindung mit
ICS	ISS Corporate Solutions
Inc.	Incorporated
IPrax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
ISS	Institutional Shareholder Services
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Finance	The Journal of Finance
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
JW	Juristische Wochenschrift
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KWG	Kreditwesengesetz
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MCG	Marco Consulting Group
MdB	Mitglied des Deutschen Bundestages
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID II	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, Abl.EU L 173/349 v. 12.06.2014
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MSCI	Morgan Stanley Capital International

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

MüKo	Münchener Kommentar
N.Y.U. J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
NaStrG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung
nF	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
NKRG	Gesetz zur Einsetzung eines Nationalen Normenkontrollrates
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLG	Oberlandesgericht
OTPP	Ontario Teacher's Pension Plan Board
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
PGI	Proxy Governance, Inc.
PrüfbV	Prüfberichtsverordnung
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
RGBl.	Reichsgesetzblatt
Rn.	Randnummer

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Rom I-VO	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf das vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I-VO), ABl.EU L 177/6 v. 04.07.2008, berichtigt durch ABl.EU L 309/87 v. 24.11.2009
Rom II-VO	Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht („Rom II"), ABl.EU L 199/40 v. 31.07.2007, berichtigt durch ABl.EU L 310/52 v. 09.11.2012.
Rspr.	Rechtsprechung
Rz.	Randziffer
S.	Seite(n), Satz
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.
SEC	Securities an Exchange Commission
sog.	sogenannter/sogenannte
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TransPuG	Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
u.a.	unter anderem
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
Unterabs.	Unterabsatz
USA	Vereinigte Staaten von Amerika

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

v.	von, vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
VO	Verordnung
Vor	Vorbemerkung
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapiermitteilungen
WpDPV	Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Yale L.J.	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZZP	Zeitschrift für Zivilproceß

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 1 Einleitung

A. *Anlass der Untersuchung*

> *„[P]owerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues like proposed mergers, executive compensation and poison pills. They do so because the CEOs recognize that some institutional shareholders will simply follow ISS's advice rather than do any thinking of their own".*[1]

Mit diesem Worten hat der Chief Justice des Delaware Supreme Court bereits vor Jahren den Einfluss des führenden Stimmrechtsberatungsunternehmens *Institutional Shareholder Services (ISS)* in den USA beschrieben[2]. Stimmrechtsberater (im Englischen: Proxy Advisors)[3] sind Unternehmen, die institutionelle Investoren hinsichtlich der Ausübung ihres Stimmrechts auf der Hauptversammlung beraten. Sie sammeln Informationen und analysieren die Agenden von Hauptversammlungen, um für die institutionellen Investoren Abstimmungsempfehlungen zu erstellen.[4] Nicht selten werden sie auch gleich zur Ausübung des Stimmrechts für den Investor ermächtigt[5]. Die Kunden der Stimmrechtsberater sehen sich immer mehr in der Pflicht, die Mitgliedschaftsrechte aus von ihnen gehaltenen Beteiligungen aktiv

---

1 *Strine*, Del. J. Corp. L. 30 (2005), 673, 688.

2 Der Weltmarktführer *ISS* verfügt über einen Weltmarktanteil i.H.v. ungefähr 61%, *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 397.

3 Die Begriffe „Stimmrechtsberater" und „Proxy Advisor" werden im Rahmen dieser Arbeit synonym verwendet.

4 *Schwarz,* Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 37; *Eberspächer,* Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 25; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 31f; *Kuhla,* Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 3; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 1; nunmehr legaldefiniert in Art. 2 g) ARL II: „Stimmrechtsberater bezeichnet eine juristische Person, die gewerbsmäßig und entgeltlich Offenlegungen durch Gesellschaften und gegebenenfalls andere Informationen börsennotierter Gesellschaften analysiert, um Anleger für ihre Abstimmungsentscheidungen zu informieren, indem sie Recherchen, Beratungen oder Stimmempfehlungen in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten erteilt".

5 *Hommelhoff*, ZIP 2013, 2177, 2179; *Kalss,* EuZW 2014, 441.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

auszuüben[6]. Institutionelle Investoren mit breitem Streubesitz in vielen Gesellschaften stellt dies allerdings vor eine große Herausforderung[7]. Sie können und wollen nicht erhebliche Mittel in die Informationsbeschaffung und die Stimmabgabe bei Unternehmen investieren, an denen sie lediglich kurzfristige Kleinbeteiligungen halten. Dieser bewusste Verzicht auf ein Engagement wird als „rationale Apathie" bezeichnet; dem Druck, dennoch die Stimmrechte auszuüben, begegnen die Investoren durch Beauftragung eines Stimmrechtsberaters.[8] Die rationale Apathie der institutionellen Investoren erklärt sogleich, warum die Ratschläge der Stimmrechtsberater in der Regel und teilweise sogar ungeprüft von den Investoren übernommen werden[9]. Dies führt zu einer faktischen Konzentration der Stimmrechtsmacht in den Händen der Stimmrechtsberater, die jedoch mangels Beteiligung an den Unternehmen selbst keinem wirtschaftlichen Risiko ausgesetzt sind[10].

Das Phänomen der Stimmrechtsberatung erfreut sich mittlerweile seit gut zehn Jahren reger Aufmerksamkeit in der deutschen Rechtswissenschaft[11]. Die Kritik an den Stimmrechtsberatern ist dabei vielfältig: Man wirft ihnen schlechte Qualität, Ungenauigkeit und mangelnde Transpa-

---

6 *Fleischer,* AG 2012, 2, 3; *Fleischer,* ZGR 2011, 155, 169f; *Zetzsche*, in: FS Baums, S. 1505, 1510f; *Strenger/Zetzsche,* AG 2013, 397ff.

7 Große US-Pensionsfonds halten allein auf dem Heimatmarkt 5.000 Unternehmensbeteiligungen, manche Staatsfonds sogar weltweit bis zu 8.000 Beteiligungen, vgl. *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 48.

8 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733; *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 297f.

9 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 294f; *Vaupel,* AG 2011, 63, 64; *Gericke/Baum,* SZW 2014, 345, 352; *Habersack*, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages, Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages, Band I, E 97; insbesondere ausländischen Investoren orientieren sich an den Empfehlungen der Stimmrechtsberater, *Wettich,* AG 2017, 60, 64; Schätzungen gehen von einem Anteil von bis zu 80% der ausländischen Investoren aus, vgl. *Döring,* Börsen-Zeitung v. 10.03.2007, S. 8 und OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 121; *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen 2011, S. 17.

10 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 295; *Dörrwächter,* AG 2017, 409, 411; *Kalss,* EuZW 2014, 441.

11 Erstmals dazu *Schneider*, EuZW 2006, 289; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88ff; vgl. seitdem statt vieler nur *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149ff; *Fleischer*, AG 2012, 2ff; *Vaupel*, AG 2011, 63ff; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88ff; *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865ff; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733ff; monographisch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater; *Wünschmann*, Die Haftung und die

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

renz bei Erstellung der Stimmempfehlungen vor. Zudem seien sie für Interessenkonflikte anfällig und aufgrund der oligopolen Marktstruktur sei auch keine Regulierung durch Wettbewerb in Sicht.[12] Das Wachstum des Markts für Stimmrechtsberatung und damit auch des Einflusses der Stimmrechtsberater in den vergangenen Jahren hat nunmehr auch den Gesetzgeber auf den Plan gerufen, was Anlass zur vorliegenden Untersuchung gegeben hat. Mit der Aktionärsrechterichtlinie 2017 (ARL II) werden im neu eingefügten Art. 3j die Stimmrechtsberater erstmals gezielt reguliert[13]. Dabei wird hauptsächlich auf Transparenz und die Offenlegung von Interessenkonflikten gesetzt. Die ARL II war vom nationalen Gesetzgeber bis zum 10. Juni 2019 in deutsches Recht umzusetzen; der Regierungsentwurf für ein ARUG II ist mittlerweile veröffentlicht, in den Bundestag eingebracht[14] und dem Rechtsausschuss überwiesen worden[15]. Am 14.11.2019 hat der Bundestag nunmehr das ARUG II beschlossen[16]. Es wird zum 01.01.2020 in Kraft treten[17].

Als Reaktion auf mangelnde Überwachung des Managements, die sich in der Aufarbeitung der Finanzkrise offenbart hat, will der europäische Gesetzgeber im Rahmen der ARL II zudem die Aktionäre stärker in die Corporate Governance einbinden. Dabei verfolgt er das Leitbild, dass die wirksame und nachhaltige Einbindung der Aktionäre sowohl Eckpfeiler eines Corporate Governance Systems der gegenseitigen Kontrolle und des Aus-

---

Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern; aus Österreich *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185ff; aus Frankreich *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56ff; aus den Niederlanden *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 1ff; aus Spanien *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106ff; aus der Schweiz *Gericke/Baum*, SZW 2014, 345ff; *Wohlmann/Gerber*, SZW 2014, 284ff; *Böckli*, SZW 2015, 209ff; *Volonté/Zaby*, Der Schweizer Treuhänder 2013, 499-504; aus den USA etwa *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887ff; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384ff.

12 Ein Überblick zur Kritik an Stimmrechtsberatern findet sich bei *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152ff, *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1112f; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 171f; ausführlich etwa *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 63ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 94ff.

13 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.EU L 132/1 vom 20.05.2017.

14 BT-Drucks. 19/9739.

15 BT-Plenarprotokoll 19/98, S. 11905D.

16 BT-Drucks. 19/9739, 19/10507, 19/15153.

17 BGBl. 201 I, S. 2637.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gleichs der Organe und Interessenträger börsennotierter Gesellschaften als auch Instrument zur Verbesserung der Leistung des Unternehmens ist[18]. Die Idee, den Aktionär als Säule der Corporate-Governance zu stärken, hat die Europäische Union dabei aus dem britischen Stewardship Code übernommen[19]. Die Rolle eines aktivistischen Aktionärs, der mit der Geschäftsführung zusammenarbeitet und diese zugleich kontrolliert, ist jedoch vom monistischen System der Unternehmensführung hergedacht. In der dualistischen Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft hingegen sind die Kompetenzen von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung klar abgegrenzt.[20] Ein aktivistisch agierender Aktionär droht unter anderem mit der Leitungsmacht des Vorstands aus § 76 I AktG, der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats aus § 111 I AktG und dem Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre aus § 53a AktG zu kollidieren[21].

Im Zuge dieser Entwicklungen steht zu erwarten, dass der Druck auf institutionelle Investoren, Stimmrechte aus von ihnen treuhänderisch gehaltenen Aktien auszuüben, weiterhin kontinuierlich steigen wird. Doch aufgrund der Stimmmachtbündelung in Händen der Proxy Advisors haben Vorstand und Aufsichtsrat bereits heute nicht mehr nur die Vorgaben von Satzung, Gesetz und DCGK zu berücksichtigen, sondern müssen faktisch auch die Stimmrechtsrichtlinien der großen Stimmrechtsberater beachten[22]. Besonders problematisch dabei ist, dass diese Stimmrechtsrichtlinien zum Teil nationale Besonderheiten nicht berücksichtigen und die Stimmempfehlungen häufig Besonderheiten des einzelnen Emittenten außer Acht

18 Vgl. die Erwägungsgründe 2 und 14 der ARL II; damit knüpft der europäische Gesetzgeber an die ARL I an, deren Leitgedanke unter anderem war, dass die wirksame Kontrolle der Unternehmensleitung die Grundlage für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ist, vgl. Erwägungsgrund 3 der Aktionärsrechterichtlinie (ARL) = RL 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.07.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl.EU L 184/17 v. 14.07.2007.

19 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 293; *Freitag,* AG 2014, 647, 649.

20 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 298; *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255, 256ff; *Hommelhoff,* NZG 2015, 1329, 1332.

21 Zu den Konflikten unter den Organen bereits etwa *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 741ff; *Fleischer/Strothotte,* AG 2011, 221, 227; ausführlich dazu unter § 4 E.

22 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 296; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 741f; *Dörrwächter,* AG 2017, 409, 410; *Schneider/Anzinger,* NZG 2007, 88, 89.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lassen[23]. Letztlich neigen viele institutionelle Investoren dazu, die aktive Governance auf die Stimmrechtsberater auszulagern[24].

B. Ziel der Untersuchung

An diese Überlegungen knüpft die vorliegende Untersuchung an. Einerseits soll hinterfragt werden, ob und wie effektiv die Vorgaben des europäischen Gesetzgebers die den Stimmrechtsberatern vorgeworfene Kritik aufgreifen und sie einer Lösung zuführen. Andererseits ist auch zu bedenken, ob im Rahmen der Umsetzung der ARL II die Regulierungsabsichten der EU der Stellung und dem Einfluss der Stimmrechtsberater im Rahmen des Aktionärsaktivismus auf die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft gerecht werden. So soll nicht nur das Verhältnis von Investor und Stimmrechtsberater beleuchtet, sondern vornehmlich untersucht werden, welche Auswirkungen die Stimmmachtbündelung in den Händen der Stimmrechtsberater auf das Gefüge des Systems der dualistischen Unternehmensverwaltung der deutschen Aktiengesellschaft hat. Zu fragen ist schließlich, ob die Stimmrechtsberater nach der ARL II in die deutsche Unternehmensverfassung einzupassen sind und bejahendenfalls, wie eine solche Einpassung ausgestaltet werden könnte. Zu überlegen ist also, inwieweit es sich empfiehlt, die Vorgaben des europäischen Gesetzgebers zur Regulierung der Stimmrechtsberater angesichts der Besonderheiten des dualistischen Systems im nationalen deutschen Recht normativ zu konkretisieren.

C. Gang der Untersuchung

Das erste Kapitel der Arbeit widmet sich den Grundlagen, die zur Beurteilung der Stimmrechtsberatung und ihrer Regulierung erforderlich sind. Darzustellen sind zunächst die von den Stimmrechtsberatern angebotenen Leistungen, sowie die einzelnen Marktteilnehmer (§ 2 A. und B.). Sodann ist zu ergründen, weshalb Stimmrechtsberater von institutionellen Investoren mandatiert werden, wie weit der Einfluss der Proxy Advisors reicht und welche Kritik ihnen entgegenschlägt (§ 2 C.- E.). Bevor Erwägungen

23 *Hommelhoff,* ZIP 2013, 2177, 2179; *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175, 186; *Schneider/Anzinger,* NZG 2007, 88, 89.

24 *Freitag,* AG 2013, 647, 654.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zu einer gezielten Regulierung der Stimmrechtsberatung angestellt werden, ist zu fragen, wieweit bereits bestehende rechtliche Rahmenbedingungen den angeführten Missständen begegnen können; zu richten ist der Blick zunächst auf eine freiwillige Selbstverpflichtung der Branche durch einen Verhaltenskodex (§ 3 A.). Hinzu kommen kapitalmarkt- und aktienrechtliche Vorschriften, die die Tätigkeit der Stimmrechtsberatung adressieren könnten, sowie das allgemeine zivilrechtliche Haftungsregime (§ 3 B. und C.).

Das darauf folgende Kapitel widmet sich der Stellung der Stimmrechtsberater und dem Phänomen des Shareholder Activism in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Ausgehend von der Grundstruktur der Aktiengesellschaft und der klaren Rollenaufteilung ihrer Organe wird dargestellt, was unter Shareholder Activism zu verstehen ist und wie sich die rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen für aktivistische Einflussnahme sowie für Stimmrechtberatung gewandelt haben (§ 4 A. und B.). Sodann ist die Frage zu stellen, welche Rolle den Stimmrechtsberatern im Rahmen des Shareholder Activism zukommt. Sind sie hierbei nur Informationsintermediäre institutioneller Investoren oder entwickeln sie sich zu einer zentralen Figur im Rahmen des Shareholder Activism (§ 4 C.)? Von letzterem ausgehend ist zu summieren, welche Einflussmöglichkeiten einem Stimmrechtsberater offenstehen und welche allgemeinen Vorschriften ihm bei aktiver Einflussnahme Grenzen setzen (§ 4 D.). Darauf aufbauend sind sodann die Spannungen und Reibungen zwischen den Gesellschaftsorganen der dualistisch geprägten deutschen Aktiengesellschaft herauszuarbeiten, die durch eine aktive Rolle der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism entstehen (§ 4 E.).

Der fünfte Abschnitt der Arbeit behandelt die Vorgaben der ARL II und untersucht, ob und wie effektiv die Regulierungsvorgaben des europäischen Gesetzgebers die Kritik an den Stimmrechtsberatern aufgreifen und einer Lösung zuführen. Dabei wird auch zu beleuchten sein, inwieweit die Ansätze der ARL II dem Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft begegnen.

Schließlich ist zu prüfen, inwieweit diese Erkenntnisse im Gesetzesbeschluss des Bundestages zum ARUG II Berücksichtigung gefunden haben, wobei insbesondere zu überdenken ist, ob aus Sicht des deutschen Gesetzgebers eine überschießende Umsetzung der Richtlinie lohnend erscheinen müsste (§ 6). Abseits der von der ARL II verfolgten Ansätze zur Verbesserung der Transparenz, der Offenlegung und des Umgangs mit Interessenkonflikten der Stimmrechtsberater sollen schließlich Ansätze zur weiteren

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Regulierung der Stimmrechtsberater unter besonderer Berücksichtigung ihrer Auswirkungen auf die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft diskutiert werden (§ 7).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 2 Grundlagen

A. Leistungen der Stimmrechtsberatungsunternehmen

Die meisten Stimmrechtsberater bieten verschiedene Dienstleistungen an, der Schwerpunkt liegt jedoch zumeist in der Analyse von Agenden bevorstehender Hauptversammlungen und der Erteilung konkreter Empfehlungen zur Stimmrechtsabgabe. Im Folgenden soll auf die angebotenen Dienstleistungen und die Arbeitsweise der Stimmrechtsberater eingegangen werden. Der Schwerpunkt bei der Darstellung liegt dabei einerseits auf der zentralen Leistung, der Stimmrechtsberatung, andererseits aufgrund ihrer marktbeherrschenden Stellung auf den Stimmrechtsberatern *ISS* und *Glass Lewis*.

I. Stimmrechtsberatung

1. Entwicklung und Inhalt von Stimmrechtsrichtlinien

Stimmrechtsberater erstellen ihre Stimmempfehlungen anhand von Stimmrechtsrichtlinien. Die meisten Stimmrechtsberater erarbeiten eigene Stimmrechtsrichtlinien[25]. Die Stimmrechtsrichtlinien, auch *Voting Policies* genannt, orientieren sich nach Angaben der Industrie an den wichtigsten nationalen und internationalen Best-Practice-Kodices für Corporate Governance[26]. Bei ihrer Erstellung stützen sich die Stimmrechtsberater neben internen Erkenntnissen auch auf Informationen, die sie auf verschiedenen Wegen von den Marktteilnehmern einsammeln. Berücksichtigt werden neben gesetzlichen Regelungen und Kodices teils regionale Besonderheiten, neue Tendenzen am Markt und auch generelle Überzeugungen davon, was gute Unternehmensführung ausmacht. Ebenso werden Rückmeldungen von Kunden und, falls vorhanden, von Emittenten in den Erstel-

25 *Kubla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 37; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89.

26 *Vaupel*, AG 2011, 63, 64.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lungsprozess einbezogen[27]. *Glass Lewis* und *ISS* befragen mittlerweile jährlich ihre Kunden und bieten die Möglichkeit Anregungen oder Änderungsvorschläge abzugeben[28].

In der Regel behandeln Stimmrechtsrichtlinien alle Themen, die in die Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung fallen, also insbesondere die Wahl, Vergütung und Entlastung von Organmitgliedern, Ausschüttung von Dividenden, Wahl des Abschlussprüfers, Satzungsänderungen, Kapitalmaßnahmen, Strukturentscheidungen, sowie die unternehmerische und soziale Verantwortung[29].

Einige Berater führen jedoch nicht nur eine, sondern mehrere, auf die Anlagegrundsätze der Investoren angepasste, Stimmrechtsrichtlinien im Angebot. *ISS* hält hierfür Richtlinien für kirchliche Anleger, öffentliche Pensionsfonds oder für sozial verantwortliche Anlagen („socially responsible investment") vor[30].

Darüber hinaus bieten die Stimmrechtsberater die Erstellung kundenspezifischer Abstimmungsrichtlinien an. Diese „*custom voting policies*" werden in Absprache mit dem Kunden anhand dessen Kriterien und Präferenzen zusammengestellt und den Empfehlungen für diesen Kunden zugrunde gelegt[31]. Laut Angaben von *ISS* und *Glass Lewis* entscheidet sich eine Vielzahl der Kunden für individuell angepasste oder die speziellen, vorgefertigten Stimmrechtsrichtlinien[32]. Kleinere Stimmrechtsberater scheinen

---

27 *ESMA*, Discussion Paper S. 13f; zur Entwicklung der Richtlinien von ISS siehe deren Erläuterung unter <www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-formulation-application/> (Stand: 20.07.2019) und *Oehsen*, Die Rolle von ISS im Kapitalmarkt und Perspektiven guter Corporate Governance, S. 4.

28 *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 80; *Glass Lewis*, Re: Discussion Paper – An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, S. 5; *Institutional Shareholder Services*, Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework, S. 15, ISS stellt sogar die Entwürfe der Richtlinien online, um jedermann die Möglichkeit zu verschaffen, diese zu kommentieren.

29 Vgl. beispielhaft *Glass Lewis,* Proxy Paper Guidelines Germanny und *Institutional Shareholder Services*, Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019.

30 Siehe https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/ (Stand: 20.07.2019) unter „Speciality Policies".

31 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 39.

32 *Glass Lewis* geben an, dass 80 % der Empfehlungen auf *custum-policy* Basis erfolgen, *Glass Lewis*, Re: Discussion Paper – An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, S. 5; *Institutional Shareholder Services*, Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework, S. 11f; *Oehsen*, Die Rolle von ISS im Kapi-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hingegen generell eher Stimmrechtsrichtlinien der Kunden anzuwenden[33].

Obschon bei den angepassten Formen der Stimmrechtsrichtlinie am ehesten auf Vorgaben und Anforderungen der Kunden eingegangen wird, orientieren sich die „individuellen" doch sehr stark an den Standardrichtlinien. So übernehmen wohl zwei Drittel der *ISS*-Kunden die Standardrichtlinien als ihre eigenen[34], während andere Investoren ihre Richtlinien an jene der Stimmrechtsberater angleichen und sich bezüglich Änderungen an den Policies an Vorstößen der Berater orientieren[35]. Ob die verwendeten Stimmrechtsrichtlinien nunmehr tatsächlich „individuell" sind, darf deshalb stark angezweifelt werden[36].

Im Rahmen des Angebots einer globalen Beratung haben einige Unternehmen zudem für mehrere geographische Märkte verschiedene Stimmrechtsrichtlinien aufgestellt, um die sich unterscheidenden Gesetzeslagen und die regionalen Gepflogenheiten der Unternehmensführung zu berücksichtigen. *ISS* hat etwa verschiedene Voting Policies für China, Hong Kong, Indien, Japan, Korea, Singapur, Taiwan, Australien, Neuseeland, Großbritannien und Irland, Israel, Russland und Kasachstan, Südafrika, die Vereinigten Staaten, Kanada, Brasilien und Europa[37].

---

talmarkt und Perspektiven guter Corporate Governance, S. 9, gibt 500 *ISS*-Kunden mit individueller Stimmrechtsrichtlinie an; *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 59; laut *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 79, sind es bei ISS 60% der Kunden; *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 689 Fn. 57 geben an, dass 92 % der Empfehlungen von *ISS* auf „client custom policies" beruhen.

33 *ESMA*, Discussion Paper, S. 10, 13; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 39.

34 *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 12.

35 *Bew/Fields*, Voting Decisions at US Mutual Funds, S. 17 f.

36 So auch *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 40; dies kann auch nicht verwundern, wenn man das teilweise geringe Interesse institutioneller Investoren an der Stimmrechtsausübung bedenkt; zu den Gründen für die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters, siehe unter § 2 C. S. 53ff.

37 Siehe https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/ (Stand: 20.07.2019). *Glass Lewis* hat unterschiedliche Abstimmungsrichtlinien für Australien, Österreich, Belgien, Brasilien, Kanada, Kontinentaleuropa, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Hong Kong, Indien, Israel, Italien, Japan, Korea, Mittlerer Osten/Nordafrika, Mittel-/Südamerika, Niederlande, Neuseeland, Norwegen, Polen, Russland, Singapur, Spanien, Schweden, Schweiz, Türkei, Großbritannien und die Vereinigten Staaten, siehe http://www.glasslewis.com/guidelines/ (Stand: 20.07.2019).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Unterschiede zwischen den Stimmrechtsrichtlinien der verschiedenen Stimmrechtsberater ergeben sich insbesondere daraus, dass sie auf auseinandergehenden Auffassungen von guter Corporate Governance beruhen[38]. Hinzu kommt, dass Stimmrechtsberater nicht fest an die Richtlinien gebunden sind; in vielen Fällen behalten sie sich Ermessensspielräume für eine endgültige Empfehlung vor, um auf unerwartete oder unregelmäßige Begebenheiten reagieren zu können[39]. So kommt es, dass, obschon die Stimmrechtsberater ähnliche Kriterien bei der Erstellung ihrer Stimmrechtsrichtlinien heranziehen, in zahlreichen Fällen gegenläufige Abstimmungsempfehlungen gegeben werden[40]. Die unterschiedlichen Auffassungen von guter Corporate Governance schlagen auch in puncto Zustimmung zu Abstimmungsvorschlägen des Managements durch: Eine Untersuchung ergab, dass *ISS* in 6,6 %, *Glass Lewis* in 18,8 %, *Proxy Governance Inc*. in 3,7 %, und *Egan Jones Proxy Services* in 11 % der ausgewählten Fälle die Empfehlung gab, die Abstimmungsvorschläge des Managements abzulehnen[41]. Die Stimmrechtsberater gewichten bei ihren Entscheidungen einzelne Kriterien ganz unterschiedlich. So stehen bei *ISS* Themen mit Vorstandsbezug im Vordergrund, wobei *Proxy Governance Inc.* besonders auf eine angemessene Vorstandsvergütung zu achten scheint. *Glass Lewis* hat ein besonderes Augenmerk auf Offenlegung und *Egan Jones Proxy Services* scheint einer Kombination der vorgenannten Kriterien zu folgen[42]. Festgehalten werden kann somit, dass die Schwerpunktsetzung und folglich die Abstimmungsempfehlungen der Stimmrechtsberatungsindustrie

38 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 32; *Vaupel*, AG 2011, 63, 64.

39 In der Stimmrechtsrichtlinie für Europa etwa behält sich *ISS* in einer Vielzahl von Fällen eine *case-by-case* Entscheidung vor, vgl. *Institutional Shareholder Services*, Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern; gleiches gilt für die *Glass Lewis* Stimmrechtsrichtlinie für Deutschland, vgl. *Glass Lewis*, 2019 Proxy Paper Guidelines Germany.

40 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 44; Beispiele für unterschiedliche Abstimmungsempfehlungen in Einzelfragen durch *ISS* und *Glass Lewis* bei *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 90 und *Baue*, Voting Recommendations on Shareowner Resolutions Vary Widely at Proxy Advisory Firms, <*www.socialfunds.com/news/article.cgi/1984.html*>.

41 *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 662; *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869, 886.

42 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 45; *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 669f und 675.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

keineswegs einheitlich ist, sondern vielmehr eine Vielzahl von Herangehensweisen auf dem Markt zu finden sind[43].

2. Erstellung von Stimmempfehlungen

Anhand der abstrakten Stimmrechtsrichtlinien erstellen die Stimmrechtsberater schließlich konkrete Empfehlungen zur Stimmabgabe auf der Hauptversammlung[44]. Dies geschieht hauptsächlich durch Abgleich der in der jeweiligen Stimmrechtsrichtlinie abgefassten von Vorstellungen guter Corporate Governance mit den Abstimmungsempfehlungen, die das Management abgibt[45].

Nach Analyse der Hauptversammlungsagenda wird ein Hauptversammlungsbericht erstellt, der in den wesentlichen Zügen bei allen Anbietern gleich aufgebaut ist[46]: Nach Nennung der Eckdaten der Hauptversammlung[47] werden in Tabellenform summarisch die Abstimmungsempfehlungen des Managements zu den einzelnen Tagesordnungspunkten sowie die Empfehlung des Stimmrechtsberaters aufgeführt. Zu Beginn wird das Unternehmen porträtiert, sowie Angaben zur Zusammensetzung des Boards und der Vergütung dessen Mitglieder geliefert. Daran schließen sich Darstellung und Analyse der einzelnen Tagesordnungspunkte an. Hierbei werden knappe Hintergrundinformationen und teilweise auch Vergleiche zu den Praktiken der Konkurrenz des analysierten Unternehmens geliefert. Unter Bezugnahme auf die ausgewählte Abstimmungsrichtlinie wird sodann die Abstimmungsempfehlung ausgesprochen und begründet.

Die für das Porträt der Unternehmen und die Analyse der Hauptversammlung erforderlichen Informationen sammeln die Stimmrechtsberater größtenteils aus öffentlich zugänglichen Quellen. Neben den Aktionären

---

43 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 45; *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 696; *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869, 886.

44 Die deutsche *IVOX GmbH* weicht hiervon ab; anstatt konkrete Empfehlungen auszusprechen, weist sie lediglich auf kritische Punkte im Rahmen der Hauptversammlung hin, vgl. *Juschus*, Börsen-Zeitung 07.02.2007, 11.

45 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 33f.

46 Vgl. hierzu die Beispielshauptversammlungsberichte *Institutional Shareholder Services*, Sample Reports und *Glass Lewis*, Proxy Paper Samples, <*www.glasslewis.com/proxy-paper-samples/*>.

47 Hierzu zählen unter anderem Name, Kurzbeschreibung und Handelsplatz des Unternehmens, sowie Datum und Ort der Hauptversammlung.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

vor der Hauptversammlung zugesandten Unterlagen gehören dazu auf der Website der Unternehmen gemachte Angaben, Jahresabschlüsse und -berichte oder Nachrichtenmeldungen[48]. Manche Stimmrechtsberater treten zudem mit den Emittenten oder anderen Aktionären in den Dialog, um ein besseres Verständnis für die Besonderheiten des jeweiligen Unternehmens zu erlangen. Andere Stimmrechtsberater hingegen meiden strikt jeden Kontakt zu den Emittenten, um zu vermeiden, dass sie von ihnen beeinflusst oder Ziel von Lobbyismus werden[49]. Die marktdominierenden Anbieter *ISS* und *Glass Lewis* geben ausdrücklich an, ausschließlich Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zu nutzen[50]. Während *Glass Lewis* zudem grundsätzlich während der Hauptversammlungssaison nicht in Kontakt mit den analysierten Unternehmen steht[51], können die Emittenten mit *ISS* in einen Dialog treten. Zum Teil sucht *ISS* selbst den Kontakt zu den Unternehmen, um aus Gesprächen weitere Informationen zu ziehen, oder kritische Themen zu beleuchten. Dieses Vorgehen ist allerdings schwerlich mit der selbst auferlegten, ausschließlichen Verwendung von öffentlich zugänglichen Informationen vereinbar.

3. Stimmrechtsausübung

Im Rahmen eines Rundumpakets wird den Kunden angeboten, in deren Namen die Ausübung des Stimmrechts wahrzunehmen. Dabei übernehmen die Stimmrechtsberater die gesamte Logistik der Stimmabgabe, sowie die Übermittlung der Stimme an das Beteiligungsunternehmen[52]. Durch ein solches Paket wird der Kunde also vollumfänglich bei der Ausübung seines Stimmrechts entlastet. Von der Erstellung der Abstimmungsrichtlinie über die Abstimmungsempfehlung bis hin zur Stimmabgabe lässt sich somit die Wahrnehmung des aktionärsrechtlichen Stimmrechts outsourcen. Wenngleich die Stimmrechtsausübung, bzw. eine Stimmrechtsvertretung eine untergeordnete Rolle im Leistungsangebot der Stimmrechtsberater spielt, so erscheint es sinnvoll den Berater direkt auch mit der Koordi-

48 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 42f; weitere Quellen aufzählend *ESMA*, Discussion Paper, S. 14.
49 *ESMA*, Discussion Paper, S. 14.
50 Siehe hierzu ausführlich unter § 4 E. 3. a).
51 *Glass Lewis*, Re: Discussion Paper – An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, S. 5f.
52 *ESMA*, Discussion Paper, S. 9; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 57.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nation der Stimmrechtsausübung zu beauftragen[53]. Aufgrund der Aktionärsrechterichtlinie 2007 wurden die Möglichkeiten der Briefwahl oder der Stimmabgabe auf elektronischem Wege geschaffen[54]. Dass die Bedeutung der Stimmrechtsausübung durch die Stimmrechtsberater zumindest bei Beteiligungen an europäischen Unternehmen zurückgehen wird, kann daraus jedoch nicht geschlossen werden[55]. Die Übertragung des kompletten Prozesses der Stimmrechtsausübung ist für einen Investor mit einer Vielzahl von Beteiligungen äußerst komfortabel. Nur weil die Stimmrechtsausübung durch die ARL 2007 im Unionsraum vereinfacht worden ist, ist nicht davon auszugehen, dass ein internationaler Investor sich aktiv dafür entscheidet, die Stimmrechtsausübung bei Unionsemittenten selbst zu übernehmen und nur noch in Fällen ohne Unionsbezug die praktische Prozessübernahme durch die Stimmrechtsberater wahrzunehmen. Diese Änderung würde nämlich einen Mehraufwand für die Investoren bedeuten. Bei Beteiligungen im außereuropäischen Raum ist das Angebot der Stimmrechtsausübung natürlich besonders attraktiv. So werden schon die Hauptversammlungsagenden oft nur in der Landessprache des Emittenten zur Verfügung gestellt; hinzu kommen beträchtliche Komplikationen beim Prozess der Stimmrechtsausübung[56]. Potenziell problematisch an den Maßnahmen des ARUG[57] ist für die Unternehmen dabei, dass die Einschätzbarkeit des Einflusses der Stimmrechtsberater erschwert wird: Wenn die Aktionäre selbst ihre Stimmen abgeben, wird es unmöglich auf diesem Wege nachzuvollziehen, ob die Stimmabgabe auf der Empfehlung eines Stimmrechtsberaters beruht[58].

53 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

54 Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, umgesetzt durch das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) vom 30. Juli 2009 (BGBl I, 2479); zum Inhalt des ARUG siehe unter § 4 B. II. 1. f); zur elektronischen Abstimmung *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 118 AktG Rn. 49ff; *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, S. 31, 48ff.

55 So aber *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 35; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

56 *Fläming*, Börsen-Zeitung 13.02.2018, 8.

57 Zu den Maßnahmen des ARUG siehe unter § 4 B. II. 1. f).

58 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 35; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

II. Corporate Governance Ratings

Parallel zur Stimmrechtsberatung bietet insbesondere *ISS* für Investoren Corporate Governance Ratings an[59]. Zunächst als sogenannter *Corporate Governance Quotient (CGQ)* entwickelt, danach in *Governance Risk Indicator 2.0 (GRid)*, später in *ISS Governance QuickScore 3.0* umbenannt, bietet *ISS* nunmehr unter dem Namen *ISS QualityScore* Corporate Governance Ratings zu mittlerweile 5.600 Unternehmen in 30 Märkten an, in denen durch einen Zahlenwert angegeben wird, wie es um die Corporate Governance in den Unternehmen anhand der von *ISS* herausgearbeiteten Maßstäben für gute Unternehmensführung bestellt ist[60]. Mit dem *ISS QualityScore* ist *ISS* auf dem Markt sehr erfolgreich; nach eigenen Angaben verwenden sechs der zehn größten Pensionsfonds dieses Corporate Governance Rating[61].

Bedeutung erlangt haben diese Beurteilungen insbesondere dadurch, dass von Ratingagenturen ein Zusammenhang zwischen dem Corporate Governance Rating und dem Bonitätsrating hergestellt wird[62]. Dies geschieht unter der Annahme, dass sich die Anlage in ein Unternehmen mit guter Corporate Governance langfristig auszahlt und mit weniger Risiken verbunden ist[63]. Zwar sind die Stimmrechtsberater nicht die einzigen Anbieter von Corporate Governance Ratings, jedoch können sie die im Rahmen der Stimmrechtsberatung und vice versa erstellten Corporate Governance Analysen gewinnbringend doppelt verwerten.

III. Corporate Governance Beratung

Gegenstand scharfer Kritik ist immer wieder die von *ISS* durch ihr einhundertprozentiges Tochterunternehmen *ISS Corporate Solutions (ICS)* angebo-

---

59 Zu vergleichbaren Ratingangeboten von *Glass Lewis* vgl. *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 43f, sowie zum Ganzen ausführlich *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 52f.

60 *Institutional Shareholder Services*, ISS QualityScore, S. 4f.

61 *ISS*, abrufbar unter: <www.isscorporatesolutions.com/improve-governance-ratings/> (Stand: 20.07.2019).

62 *Haar*, in: *Hopt/Wohlmannstetter*, Handbuch Corporate Governance von Banken, S. 230; *Bassen, Alexander/ Zöllner, Christine*, in: Kirchhoff/Piwinger, Praxishandbuch Investor Relations, S. 73f; *Strenger, Christian/ Rott, Roland*, in: Deutscher Investor-Relations-Kreis e.V., Handbuch Investor Relations, S. 568.

63 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tene Corporate Governance Beratung[64]. Im Gegensatz zu den anderen Angeboten der Stimmrechtsberater richtet sich die Corporate Governance Beratung nicht an Anleger, sondern an Emittenten. *ICS* berät seine Kunden bei der Gestaltung ihrer Corporate Governance und unterstützt die Verbesserung ihres Corporate Governance Ratings, insbesondere des *ISS Quality Score*[65]. Dazu werden dem Kunden verschiedene Tools an die Hand gegeben, anhand derer er etwa erkennen kann, inwieweit sich seine Corporate Governance von der einer unter anderem nach Industrie, Region und Land angepassten Vergleichsgruppe unterscheidet. Ebenso wird eine Prognose auf die Auswirkungen einer potenziellen Änderung in der Corporate Governance ermöglicht[66]. Daneben bietet *ICS* solche Beratungsleistungen auch in den Bereichen Managementvergütung und nachhaltige Investitionen an.

B. Stimmrechtsberatungsindustrie

Der Markt der Stimmrechtsberater neigt zum Oligopol[67]. Dominiert wird er von den US-amerikanischen Anbietern *ISS* und *Glass Lewis*. Durch Untersuchung der Faktoren, die hierfür verantwortlich sind, soll die Grundlage für eine mögliche Stimulierung des Wettbewerbs zur Verbesserung der Qualität der Stimmrechtsberatung geschaffen werden.

I. Die einzelnen Stimmrechtsberater

Um einen Überblick über die Marktsituation zu gewinnen, sollen zunächst die einzelnen Stimmrechtsberatungsunternehmen vorgestellt werden[68].

---

64 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152f; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 399f; zur Kritik siehe § 2 E. I. 1.

65 Die Angaben zum Leistungsangebot von ICS beruht auf deren Selbstdarstellung unter <www.isscorporatesolutions.com/improve-governance-ratings> (Stand: 20.07.2019).

66 Dazu *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 902f.

67 Zur Qualifikation des Marktes als Oligopol siehe unter § 2 E. VI. 1. a).

68 Eine ausführliche Darstellung findet sich bei *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 39ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

1. Institutional Shareholder Services (ISS)

Als erster Stimmrechtsberater wurde 1985 *ISS* vom Aktionärsaktivisten *Robert A. G. Monks* gegründet[69]. Seitdem hat das Unternehmen aus Rockville, Maryland, ein rasantes Wachstum vollzogen. Der Erfolg der Anfangsjahre ist vor allem auf die Tatsache, dass *ISS* damals der einzige Stimmrechtsberater war, der eine Vielzahl von Unternehmen analysierte, zurückzuführen[70]. Durch Fusion im Jahr 2001 mit dem damals einzig ernsthaften Konkurrenten *Proxy Monitor* erlangte *ISS* zeitweise eine Monopolstellung am Markt. Durch strategische Akquisitionen sicherte sich der Marktführer Zugang zum kontinentaleuropäischen[71], britischen und australischen Markt[72]. Beim Zusammenschluss mit *Proxy Monitor* noch mit 45 Millionen US-Dollar bewertet[73], war *ISS* der *RiscMetric*-Gruppe 2007 bereits rund 550 Millionen US-Dollar wert[74]. Dies allein spiegelt den Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberatungsindustrie in dieser Zeit wider[75]. Im Jahr 2010 wurde die gesamte *RiskMetric*-Gruppe für fast 1,6 Milliarden US-Dollar vom amerikanischen Finanzdienstleister *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* übernommen[76]. Dieser verkaufte das Tochterunternehmen *ISS* 2014 an die Private-Equity-Gesellschaft *Vestar Capital Partners* für 364 Millionen US-Dollar[77], die *ISS* im September 2017 wiederum für 720 Millionen US-Dollar an die Private-Equity-Gesellschaft *Genstar Capital* abgab[78].

---

69 *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 82; die Beschreibung der Entwicklung von ISS basiert auf der Darstellung des *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 28ff; siehe dazu auch *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 651ff.

70 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 392.

71 *Schneider*, EuZW 2006, 289.

72 *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 3f; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 82f.

73 *Thomsen*, Proxy Monitor Buys ISS, <*www.socialfunds.com/news/article.cgi/648.html%20(mittlerweile%20nicht%20mehr%20verf%C3%BCgbar)*>.

74 *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 890; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 83.

75 So auch *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 22.

76 *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 653.

77 *Business Wire*, 18. März 2014, <//www.businesswire.com/news/home/20140318005916/en/Vestar-Capital-Partners-Acquire-Institutional-Shareholder-Services> (Stand: 20.07.2019)

78 *Reuters*, 07. September 2017, <www.reuters.com/article/us-institutional-shareholder-services-m/genstar-capital-to-buy-proxy-advisory-firm-iss-for-720-million-idUSKCN1BI20C (Stand Stand: 20.07.2019).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Mittlerweile beschäftigt *ISS* 1.100 Mitarbeiter in 19 Büros, verteilt in 13 Ländern. Auf 115 Märkten weltweit werden jährlich 42.000 Hauptversammlungen abgedeckt und 9,6 Millionen Stimmempfehlungen gegeben. *ISS* berät dabei rund 1.900 Kunden.[79]

2. Glass Lewis

Aufgrund des Erfolges von *ISS*[80] wurde 2003 deren heutiger Haupt- und zugleich einzig ernsthafter Konkurrent *Glass Lewis* in Kalifornien gegründet[81]. *Glass Lewis* steht im Eigentum des *Ontario Teacher's Pension Plan Board („OTPP")* und *der Alberta Investment Management Corporation („AIMCo")*, beschäftigt 360 Mitarbeiter, und deckt jährlich 20.000 Hauptversammlungen in etwa 100 Ländern ab. Dabei werden über 1.300 Kunden betreut, die gemeinsam mehr als 35 Billionen US-Dollar an Vermögenswerten verwalten. Ein wichtiger Unterschied zu *ISS* besteht darin, dass *Glass Lewis* keine Corporate-Governance-Beratung anbietet[82]. Mit dem dadurch vermiedenen Interessenkonflikt wirbt das Unternehmen auch[83].

3. Egan Jones Proxy Services

Egan Jones Proxy Services ist ein 2002 gegründetes Tochterunternehmen der Ratingagentur *Egan Jones*[84]. Nach eigenen Angaben besonders kostengünstig, scheint *Egan Jones* ein Anbieter zu sein, dessen Kunden mehrheitlich kleinere Vermögen verwalten[85].

---

79 Angaben auf der Homepage von ISS <www.issgovernance.com/about/about-iss/> (Stand: 20.07.2019).
80 So *Strine*, Harv. L. Rev. 119 (2006), 1759, 1765.
81 Die Beschreibung von *Glass Lewis* beruht auf deren Selbstdarstellung, abrufbar unter <www.glasslewis.com/company-overview/> (Stand: 20.07.2019).
82 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 44; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 397.
83 Vgl. <www.glasslewis.com/conflict-of-interest/> (Stand: 20.07.2019).
84 <www.ejproxy.com/> (Stand 20.07.2019).
85 So die Analyse von *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 47.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

4. Proxinvest

1995 als erster kontinentaleuropäischer Stimmrechtsberater in Frankreich gegründet[86], bietet *Proxinvest* Stimmrechtsberatung und wird ausschließlich für Investoren tätig[87]. Die Hauptkunden kommen aus Frankreich; der Einfluss ist mithin geographisch eingeschränkt.[88] Die Beratung deckt alle Gesellschaften im *MSCI Europe Index* und *FTSE Eurofirst 300 Index* ab. Die von den *Proxinvest*-Kunden gehaltenen Anteile an französischen Unternehmen hatten 2012 einen Wert von 60 Milliarden Euro[89].

5. Ethos-Stiftung

Im Jahr 1997 von zwei Genfer Pensionskassen gegründet, gehören der in der Schweiz ansässigen *Ethos*-Stiftung heute 226 Pensionskassen und andere steuerbefreite Institutionen an[90]. *Ethos* bietet Stimmempfehlungen und auch die Ausübung der Stimmrechte an, primär für Beteiligungen an Schweizer Unternehmen[91].

6. Marco Consulting Group

Die *Marco Consulting Group (MCG)* wurde 1998 als Investmentberater gegründet, der speziell auf die Bedürfnisse großer Pensionsfonds (sog. *Taft-Hartley Funds*) eingeht, und diesen Investmentanalysen und Anlagestrategien anbietet[92]. Das Angebot wurde später auch auf öffentliche Pensionskassen ausgeweitet. 2015 verwalteten die 330 von *MCG* beratenen Fonds insgesamt 146 Milliarden US-Dollar[93]. *MCG* ist ein Beispiel dafür, dass sich durch Spezialisierung ein branchenspezifischer Stimmrechtsberater eta-

86 *Fleischer*, AG 2012, 2, 3.
87 <www.proxinvest.fr/?page_id=689&lang=en> (Stand: 20.07.2019).
88 Ausführlich zu Proxinvest *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 90.
89 *ESMA*, Discussion Paper, S. 12.
90 <www.ethosfund.ch/de/uber-ethos/portrait-von-ethos> (Stand: 20.07.2019); *Ethos-Stiftung*, Ethos: Die wichtigsten Meilensteine.
91 <www.ethosfund.ch/de/produkte-und-dienstleistungen/stimmrechtsaus%C3%BCbung> (Stand: 20.07.2019); *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150.
92 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 45f.
93 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 44.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

blieren kann[94]. Tatsächlich handelt es sich beim Angebot von *MCG* jedoch nicht um klassische Stimmrechtsberatung, sondern um Stimmrechtsvertretung[95]. Zum 1. Januar 2017 wurde *MCG* von *Segal Rogerscasey*, einem Investmentberater übernommen[96]. Das fusionierte Unternehmen firmiert nunmehr unter *Segal Marco Advisors* und berät nach eigenen Angaben Träger von Pensionsplänen (*plan sponsors*) bei Anlagestrategien[97]. Die Stimmrechtsvertretung gehört weiterhin zum Leistungsangebot[98].

7. IVOX

Die in Karlsruhe ansässige *IVOX GmbH* war bis Mitte 2015 ein unabhängiger Stimmrechtsberater, der Stimmempfehlungen für europäische, hauptsächliche deutsche Unternehmen erstellte[99]. Gegründet vom ehemaligen *ISS*-Mitarbeiter *Alexander Juschus*, gehörten vor allem die Mitglieder des Bundesverbands Investment und Asset Management zu den Kunden[100]. *IVOX* bot Recherchen im Vorlauf von Hauptversammlungen an, erstellte jedoch keine Abstimmungsempfehlungen, sondern wies lediglich auf problematische Punkte bei den Vorschlägen der Verwaltung hin[101]. Seit der Übernahme durch *Glass Lewis* firmiert das Unternehmen als *IVOX Glass Lewis GmbH* und hat seinen Sitz weiterhin in Karlsruhe[102]. Nach eigenen Angaben analysiert das Unternehmen allein auf dem deutschen Markt 400 Unternehmen[103].

---

94 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 46.
95 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 44.
96 *BusinessWire*, 12.09.2016, www.businesswire.com/news/home/20160912005944/en/Segal-Rogerscasey-Acquire-Marco-Consulting-Group (Stand: 20.07.2019).
97 <segalmarco.com/about-us/who-we-are/> (Stand: 20.07.2019).
98 <segalmarco.com/services/corporate-governance-and-proxy-voting/> (Stand: 20.07.2019).
99 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 43.
100 *Juschus*, Börsen-Zeitung 07.02.2007, 11.
101 *Juschus*, Börsen-Zeitung 07.02.2007, 11. *Vaupel*, AG 2011, 63, 64.
102 <www.glasslewis.com/glass-lewis-acquires-ivox/> (Stand: 20.07.2019).
103 *IVOX Glass Lewis*, Stellungnahme zu den Änderungen am DCGK 2016, S. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

8. Weitere Anbieter und Sonderformen

Eine Vorstellung sämtlicher Stimmrechtsberater wäre zu raumgreifend und der Untersuchung nicht dienlich[104]. Im Rahmen einer nicht abschließenden Aufzählung seinen deshalb nur noch genannt: *Pension & Investment Research Consultants*[105], *SWIPRA*[106], *IVIS*[107], *Manifest*[108] und *Minerva Analytics*[109], sowie die Anlegerschutzvereinigungen *DSW*[110] und *SdK*[111], die ihr geplantes Abstimmungsverhalten kostenlos veröffentlichen.

Daneben haben sich mehrere europäische Stimmrechtsberater zum *Expert Corporate Governance Service (ECGS)* zusammengeschlossen, um für Investoren mit stark diversifizierten Portfolios eine attraktive Alternative zu den Marktführern aus den USA anbieten zu können. Als eigene Stärke bewirbt *ECGS* die Expertise der Mitglieder für den jeweils nationalen Markt[112]. Gegen eine Beauftragung von *ECGS* dürfte für einen international agierenden Investor jedoch sprechen, dass trotz Zusammenarbeit der Teilnehmer eine vollständige Stimmrechtsberatung für das Portfolio nicht möglich sein wird[113]. Die Kooperation ist letztlich trotz Bündelung der Expertisen nicht in der Lage eine konkurrenzfähige, weltweite Analyse von Hauptversammlungen anzubieten.

II. Marktanteile

Der Markt der Stimmrechtsberater konzentriert sich mithin auf wenige Teilnehmer und wird zweifelsohne von *ISS* und *Glass Lewis* dominiert[114].

Für die US-amerikanischen Stimmrechtsberatungsunternehmen liegt eine Studie aus dem Jahr 2007 vor: Das *U.S. Governement Accountability Office (GAO)* kam damals zu dem Ergebnis, das *ISS* 61% und *Glass Lewis*

104 Eine sehr ausführliche Untersuchung der Marktteilnehmer findet sich bei *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 38ff.
105 <www.pirc.co.uk/> (Stand: 20.07.2019).
106 <swipra.ch/de/start-2/ssag-2/ueber-uns/swipra-2/> (Stand: 20.07.2019).
107 <www.ivis.co.uk/using-ivis/proxy-report> (Stand: 20.07.2019).
108 <www.manifest.co.uk/what-we-do/vote-agency/> (Stand: 20.07.2019).
109 <www.frontisgovernance.com/en/> (Stand: 20.07.2019).
110 DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
111 Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.
112 <www.ecgs.com/about-ecgs> (Stand: 20.07.2019).
113 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 58.
114 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 56; *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 189.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

einen Marktanteil von 36 % auf dem heimischen Markt haben[115]. Zu einem Marktanteil von über 40% von *Glass Lewis* im Jahr 2011 kommt eine andere Untersuchung[116]. Dass sich an dieser Marktstruktur seitdem etwas geändert hat, ist nicht ersichtlich. Resultat muss also sein, dass weitestgehend zwei Marktteilnehmer maßgeblich sind: *ISS* und *Glass Lewis*. Eine vergleichbare Studie für den europäischen Markt liegt nicht vor, jedoch haben auch hier *ISS* und *Glass Lewis* weitgehend den Markt unter sich aufgeteilt. Die nationalen Anbieter sind hingegen in der Regel nur auf dem heimischen Markt tätig und versuchen sich durch kundenspezifische Beratung zu profilieren. Ihr Angebot ist nicht konkurrenzfähig mit dem der US-amerikanischen Marktführer. Insbesondere für Investoren mit einem breit gestreuten Portfolio in einer Vielzahl von Ländern, sind ihre Angebote nicht attraktiv[117]. Folglich dominieren *ISS* und *Glass Lewis* auch in den Ländern den Markt, in denen nationale Stimmrechtsberater existieren. So beherrscht etwa in der Schweiz *ISS* den Markt, obschon dort mehrere Alternativen bestehen[118]. In den Niederlanden kam *ISS* im Jahr 2010 auf einen Marktanteil von 57% und *Glass Lewis* auf 26% trotz des lokalen Stimmrechtsberaters *Shareholder Support*[119]. Im österreichischen ATX Prime kamen die beiden amerikanischen Unternehmen im Jahr 2014 auf einen Marktanteil von über 90%[120]. Für sich sprechen weiterhin die Selbstangaben der Stimmrechtsberater. So gab *ISS* im Jahr 2009 an, dass 70 der 100 größten Vermögensverwalter, 43 der 50 größten Investmentfonds und 42 der 50 größten Hedgefonds zu seinen Kunden gehören[121]. Ebenso

115 *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 13; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 70; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 174; *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; der Marktanteil wird durch die Höhe des von den jeweiligen Kunden verwalteten Vermögens bestimmt. Die Aussagekraft der Studie leidet darunter, dass keine Zahlen zu *Egan Jones* verfügbar waren und der zum damaligen Zeitpunkt drittstärkste Marktteilnehmer *PGI* mittlerweile seine Geschäftstätigkeit eingestellt hat. Einen Marktanteil i.H.v. 60% bei ISS gibt auch *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 295 an; laut *Kalss*, EuZW 2014, 441 kommen *ISS* und *Glass Lewis* gemeinsam auf einen Marktanteil von 97%.

116 *Li*, Outsourcing Corporate Governance, S. 2.

117 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 69; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89.

118 *Böckli*, SZW 2015, 209, 212.

119 *Corporate Governance Code Monitoring Commitee*, Second report on compliance with the Dutch Corporate Governance Code, S. 57f; *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 189.

120 *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 189.

121 *Fleischer*, AG 2012, 2, 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lässt das von den Kunden von *Glass Lewis* verwaltete Vermögen in Höhe von 35 Billionen US-Dollar die Konkurrenz, beispielsweise *Proxinvest* mit 60 Milliarden Euro oder *Marco Consulting Group* mit 146 Milliarden US-Dollar, als verschwindend gering erscheinen. Das von *ISS*-Kunden verwaltete Vermögen überschritt bereits im Jahr 2007 die 25 Billionen US-Dollar Grenze[122].

Aus den vorliegenden Studien und Selbstangaben der Marktteilnehmer lässt sich kein abschließendes Resultat der Marktanteile in der Stimmrechtsberaterbranche ableiten. Die Zahlen sind jedoch insoweit belastbar, als dass feststeht, dass *ISS* und *Glass Lewis* den Markt unter sich aufgeteilt haben. Es besteht mithin eine ausreichende Tatsachengrundlage, um die Marktstruktur zu bestimmen und der Frage nachzugehen, ob letztlich von einem Duopol zu sprechen ist[123].

C. Gründe für die Mandatierung und den Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberater

Institutionelle Investoren haben in der Vergangenheit die Kontrolle des Managements durch Wahrnehmung des Stimmrechts als ineffizient erachtet; als sichere Erkenntnis galt, dass Investoren mit gestreutem Portfolio die Stimmrechte der von ihnen gehaltenen Beteiligungen nicht ausüben[124]. Das Desinteresse an den Entscheidungen auf der Hauptversammlung und die Gründe dafür werden oft unter dem Begriff der „rationalen Apathie" zusammengefasst. Der Frage, warum institutionelle Investoren dennoch Stimmrechtsberater mandatieren, soll deshalb nachgegangen werden. Es soll nachvollzogen werden, von welchem Interesse die Leistung der Stimmrechtsberater für Investoren tatsächlich ist. Dies dient als Grundlage zur Beantwortung der Frage, ob aus Sicht der institutionellen Investoren überhaupt ein Interesse an der Verbesserung der Qualität der Stimmempfehlungen besteht, und inwieweit sie geeignete Partner bei der Regulierung sind[125]. Nach einer Darstellung der Kosten und Nutzen der Stimmrechtsausübung unter Zuhilfenahme eines Stimmrechtsberaters (I), wird auf die treibende Kraft hinter dem Bedeutungszuwachs der Stimm-

122 *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 890.
123 Dazu vgl. § 1 E. V. 1. a).
124 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151; *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 173ff.
125 Dazu siehe § 2 E. V.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberatungsindustrie eingegangen: Den Pflichten zur Stimmabgabe und zur Offenlegung des Abstimmungsverhaltens (II).

I. Kosten und Nutzen der Stimmabgabe unter Zuhilfenahme eines Stimmrechtsberaters

1. Rationale Apathie

Unter dem Begriff der rationalen Apathie versteht man den bewussten Verzicht des Aktionärs auf Engagement in der Gesellschaft aufgrund der dadurch entstehenden Kosten[126]. Auf schlechte Unternehmensführung reagieren Investoren deswegen nach der sog. „Wall Street Rule" nicht durch Interaktion (*Voice*), sondern durch Verkauf der Anteile (*Exit*)[127]. Die Unwirtschaftlichkeit des aktiven Engagements ist hauptsächlich ein Kollektivhandlungsproblem in Gesellschaften mit hohem Streubesitz[128]. Es sprechen jedoch aus Sicht der Investoren auch weitere Erwägungen gegen eine Ausübung des Stimmrechts.

a) Kostenverteilung und Trittbrettfahrerproblem

Primär spricht das Ergebnis einer Kosten-Nutzen-Analyse gegen die Wahrnehmung der Stimmrechte. Geht ein Aktionär davon aus, dass seine Stimme keinen entscheidenden Einfluss auf den Ausgang der Abstimmung hat, so ist es aus wirtschaftlicher Sicht nur sinnvoll, nicht in eine informierte Stimmrechtsausübung zu investieren[129]. Es bleibt den Aktionären nichts anderes, als anzunehmen, dass ein Anleger mit höherer Beteiligung die Kontrolle der

126 Der Begriff wurde geprägt von *Clark*, Case W. Res. L. Rev. 29 (1979), 776, 779; bereits *Berle/Means* war klar, dass der Anleger in Apathie verfällt, da sein Stimmrecht alleine nichts bewegen wird, er also nichts von der Stimmausübung hat, *Berle/Means*, The Modern Corporation and Private Property, S. 81, 86f.; aus dem deutschen Schrifttum *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 921f; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733; *Spindler*, ZGR 2000, 420, 445.

127 *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 713; *Coffee, JR.*, Colum. L. Rev. 91 (1991), 1277.

128 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 107; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707.

129 *Easterbrook/Fischel*, J.L. & Econ. 26 (1983), 395-427.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Unternehmensleitung übernehmen wird[130]. Will ein Aktionär in einer typischen Publikumsgesellschaft dennoch Einfluss auf die Gesellschaft ausüben, sieht er sich hohen Kosten gegenüber: Neben der Stimmrechtsausübung fallen Ausgaben an für den erforderlichen Zusammenschluss mit anderen Investoren und die Koordination des Abstimmungsverhaltens[131]. Dazu kommt die Ungewissheit, ob die Maßnahme überhaupt einen Mehrwert schafft[132]. Geht der Anleger dennoch davon aus, dass sich durch informierte Ausübung seiner Stimme auf der Hauptversammlung ein Gewinn erzielen lässt, muss er erkennen, dass die Stimmrechtsausübung für ihn nicht rentabel ist: Zwar trägt der aktive Investor die Kosten für Stimmrechtsausübung, Informationssammlung und Analyse allein, dennoch erhält er nur einen anteiligen, seiner Beteiligung entsprechenden Gewinn. Der restliche Ertrag verteilt sich auf die Aktionäre, die untätig geblieben sind und dadurch Kosten gespart haben. Es besteht ein sog. *Freerider-* oder *Trittbrettfahrerproblem.*[133] Die Investoren einer Publikumsgesellschaft befinden sich mithin in einem Gefangenendilemma: Aus Sicht des Einzelnen ist es lukrativer untätig zu bleiben und von der Aktivität anderer zu profitieren. Für das Kollektiv wäre hingegen der Nutzen am größten, wenn sich alle Anleger an den Kosten eines aktiven Aktionärsverhaltens beteiligen würden.[134]

b) Hohe Diversifikation des Portfolios und geringe Beteiligungshöhe

Zur Absicherung gegen Investitionsrisiken erwerben institutionelle Anleger vermehrt viele Kleinbeteiligungen[135]. Dies bestätigt die Beliebtheit, die sog. *ETFs (exchange traded funds)* bei institutionellen Investoren genie-

130 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 96.
131 *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707; *Black*, Mich. L. Rev. 89 (1990), 520, 527f.
132 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 224f.
133 Zum *Freerider-Problem* vgl. *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 97; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 225; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707; *Black*, Mich. L. Rev. 89 (1990), 520, 527f; *Zetzsche*, Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive, S. 14; *Kyriakakis*, Die Überwachung einer US-amerikanischen Aktiengesellschaft durch institutionelle Anleger, S. 50f.
134 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 98; *Kyriakakis*, Die Überwachung einer US-amerikanischen Aktiengesellschaft durch institutionelle Anleger, S. 51f.
135 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 98.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ßen[136]. Doch nicht nur die Absicherung gegen den Markt befördert die Diversifizierung des Portfolios. Erhöhte Meldepflichten und die Pflicht zur Unterbreitung von Pflichtangeboten machen den Erwerb von größeren Anteilspaketen für die institutionellen Investoren mehr und mehr unattraktiv. Oftmals halten sie Beteiligungen knapp unterhalb der zulässigen Schwellenwerte, meist nur ein bis zwei Prozent einer Gesellschaft.[137]

Probleme bei der Stimmrechtsausübung bereitet den institutionellen Anlegern deswegen mitunter die schiere Zahl an Unternehmensbeteiligungen, die sie halten. Große US-Pensionsfonds sind allein auf dem Heimatmarkt an 5.000 Gesellschaften beteiligt, manche Staatsfonds weltweit sogar an bis zu 8.000 Unternehmen[138]. Die Investoren sehen sich mit praktischen Schwierigkeiten konfrontiert, wie sie bei dieser Vielzahl an Beteiligungen die Stimmrechtsausübung bewältigt bekommen sollen[139]. Erschwert wird diese Aufgabe durch immer zahlreichere und komplexere Tagesordnungspunkte[140]. Eine informierte Stimmabgabe ist personalintensiv, die Einarbeitung in regionale Besonderheiten und rechtliche Vorgaben bei einem internationalen Portfolio kaum machbar[141]. Dieses Problem wird durch die Kürze der Hauptversammlungssaison weiter verschärft[142]. Es kann resümiert werden, dass die informierte Stimmrechtsausübung für institutionelle Investoren mit breit gestreutem Portfolio schlichtweg logistisch kaum durchführbar ist. Zudem wären die Kosten hierfür nicht zu rechtfertigen.

c) Kurze Haltedauer der Beteiligung

Ohne Interesse muss die Stimmrechtsausübung auch für Investoren sein, deren Geschäftsmodell darauf beruht, ihr Portfolio dauerhaft stark umzu-

136 Im Jahr 2011 setzten 84% der inländischen institutionellen Investoren ETFs ein, so *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 114.

137 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 99.

138 Vgl. OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 48.

139 *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 17.

140 *Fleischer*, AG 2012, 2, 3

141 *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 226 *Kalss*, EuZW 2014, 441.

142 *Fleischer*, AG 2012, 2, 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schichten[143]. Der Trend hin zu immer kürzeren Haltedauern erschwert eine sinnvolle, bzw. effektive Unternehmenskontrolle[144]. Während Investoren in den USA im Jahr 1980 ihre Unternehmensbeteiligungen durchschnittlich noch 57 Monate - also fast fünf Jahre - hielten, betrug die Haltedauer im Jahr 2009 nur noch knapp fünf Monate[145]. Einen etwaigen Mehrwert durch das Aktionärsengagement können die Investoren kaum mehr realisieren, da sich die Beteiligung zum Zeitpunkt des Ertrags bereits nicht mehr in ihrem Portfolio befindet. Die Stimmrechtsausübung ist aus dieser Sicht in vielen Fällen sinnlos.

d) Passive Anlagestrategien und Benchmarking

Das Problem der Trittbrettfahrer besteht nicht nur auf der Ebene der Investoren; als Ausprägung spiegelt es sich ebenso im Verdienst der Fondsmanager wider, die die Entscheidung über die Ausübung von Stimmrechten treffen: Die Leistung eines Fondsmanagers wird relativ zu einem Index, also im Vergleich zu anderen Fondsmanagern beurteilt[146]. Eine Intervention durch Stimmrechtswahrnehmung rentiert sich für einen Fondsmanager nur dann, wenn seine Beteiligung an der Gesellschaft größer ist als die der Konkurrenten und der Vorteil daraus größer ist, als die entstehenden Kosten[147]. Ist dies nicht der Fall, widerfährt dem einzelnen Fondsmanager nicht nur kein Vor-, sondern sogar ein Nachteil. Die Konkurrenten haben ebenso einen Ertrag aus der Maßnahme, jedoch fallen ihnen keine Kosten an. Relativ gesehen haben sie also besser performt als der aktive Fondsmanager. Aus Sicht des Einzelnen ist es mithin erneut am sinnvollsten, generell auf Interventionen zu verzichten[148].

143 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 225.

144 Die *Short Term* Anlage hat auch die *OECD* als Grund die Aktionärspassivität ausgemacht, vgl. *OECD*, Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages, S. 53; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 100.

145 *Wong*, B.J.I.B. & F.L. 2010, 406, 409.

146 *Black/Coffee, JR.*, Mich. L. Rev. 92 (1993), 1997, 2063.

147 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 225; *Kahan/Rock*, U. Pa. L. Rev. 155 (2007), 1021, 1052f.

148 Bei Fondsmanagern ist ein „Herdentreib" zu erkennen. Dazu und zu dessen Ursachen, vgl. *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 138f; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, S. 124ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

e) Kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht

Hinzu kommt, dass der Beurteilungszeitraum für die *Performance* eines Fondsmanagers in der Regel recht kurz ist[149]. Deshalb besteht für ihn kein Interesse an langfristiger Steigerung des Unternehmenswertes durch Überwachung der Unternehmensleitung. Reizvoll für den Fondsmanager sind schnelle Gewinne; diese werden jedoch in den seltensten Fällen durch die Ausübung der Stimmrechte erzielbar sein[150].

2. Überwindung der rationalen Apathie durch Mandatierung von Stimmrechtsberatern?

Die rationale Apathie institutioneller Investoren ist nachvollziehbar. Zu hoch erscheinen die Kosten, zu gering der mögliche Ertrag. Die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters wäre jedoch zu erklären, wenn hierdurch die Stimmrechtsausübung rentabel und sinnvoll werden würde. Es stellt sich mithin die Frage, inwieweit die Beauftragung von Stimmrechtsberatern zur Überwindung der rationalen Apathie beitragen kann, und ob dieser mögliche Nutzen aus Sicht der Investoren in der Lage ist, die Mandatierung zu rechtfertigen.

a) Kostensenkung durch Einschaltung der Stimmrechtsberater

Bei einer informierten Stimmrechtsausübung fallen für den Investor nicht unerhebliche Kosten an. Neben den administrativen Aufwendungen für die Durchführung der Stimmabgabe, setzen sich diese hauptsächlich aus Informationskosten zusammen. Zunächst müssen Informationen zu der Gesellschaft gesammelt, überprüft und ausgewertet werden[151]. Danach ist die Hauptversammlungsagenda zu analysieren. Zusätzlich sind Hintergrundinformationen über die Branche der Gesellschaft und Kenntnisse

149 Nach *Wong* findet jedes Quartal eine Bewertung der Performance der Fondsmanager im Vergleich zur Entwicklung eines Index statt, *Wong*, B.J.I.B. & F.L. 2010, 406, 407.

150 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 98.

151 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 63.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

über die rechtlichen Rahmenbedingungen, denen die Gesellschaft unterliegt, einzuholen.

Bei Portfoliogrößen von mehreren tausend Unternehmensbeteiligungen in immer mehr Jurisdiktionen führt dies nicht nur zu erheblichen Kosten, es stellt sich vielmehr die Frage, ob die Investoren überhaupt in der Lage sind diese Aufgabe zu bewältigen[152]. Verschärft wird der dadurch kurzfristig benötigte Bedarf an qualifiziertem Personal durch die eng getaktete Hauptversammlungssaison und die kurze Zeitspanne zwischen Versendung der Hauptversammlungsunterlagen und dem Termin der Hauptversammlung[153]. Aus Sicht vieler Investoren ist die informierte Ausübung der ihnen aus den Unternehmensbeteiligungen zustehenden Stimmrechte schlichtweg nicht möglich. Abhilfe kann jedoch durch Mandatierung eines Stimmrechtsberaters geschaffen werden. Dessen Einschaltung erlaubt es dem Investor nach Erhalt einer Stimmempfehlung informiert die Stimmrechte auszuüben. Der noch anfallende Aufwand - sollte der Investor die Empfehlung nicht ohnehin blind übernehmen - ist ganz erheblich reduziert. Die Stimmempfehlung enthält idealerweise alle Informationen zur Gesellschaft und deren Umfeld, die zur Beurteilung der Beschlussvorschläge erforderlich sind.

Während die Investoren an den Kosten und dem erheblichen Aufwand während der Hauptversammlungssaison scheitern, sind die Stimmrechtsberater in der Lage durch die Vielzahl der erstellten Empfehlungen die Kosten für die Einzelne durch Skalen- und Verbundeffekte erheblich zu reduzieren[154]. Dadurch und aufgrund ihrer enormen Erfahrung können sie die Informationssammlung, -verarbeitung, -verifizierung und Analyse einer Hauptversammlungsagenda zu einem Preis anbieten, der weit unter den Kosten liegt, die ein Investor aufwenden müsste, wenn er dies selbst erledigen wollte. Ob innerhalb der kurzen Hauptversammlungssaison jedoch tausende Empfehlungen auch auf hohem Niveau abgegeben werden können, ist eine andere Frage[155].

---

152 *ESMA*, Discussion Paper, S. 10.

153 *ESMA*, Discussion Paper, S. 10, 18; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 30f; *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 1f; *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 118.

154 Siehe zu den Skalen- und Verbundeffekten unter § 2 E. VI. 1 b) bb); vgl. auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 64ff.

155 Zur Kritik an der Qualität der Empfehlungen vgl. § 2 E. II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Wahrnehmung in der Öffentlichkeit

Viele Investoren sind zur Wahrnehmung der Stimmrechte verpflichtet[156]. Doch auch die nicht dazu verpflichteten Investoren sehen sich einem gewissen Rechtfertigungsdruck ausgesetzt, wenn sie die Stimmrechtsausübung vernachlässigen. Denn bei der Wahrnehmung der Aktionärsrechte erwartet der Anleger ebenfalls, dass dies in seinem besten Interesse geschieht. Um dem Vorwurf vorzubeugen, die Stimmrechte seinen nicht sorgfältig wahrgenommen worden, kann deshalb die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters hilfreich sein[157]. Die Beauftragung stellt mithin eine Absicherung gegen Kritik von Kunden und Haftungsgefahren wegen nicht oder sorgfaltslos durchgeführter Stimmrechtsausübung dar[158]. Dieselbe Wirkung entfaltet die Mandatierung gegenüber aufsichtsbehördlicher Kritik[159]. Denn wie kann es falsch sein, wenn einer Empfehlung gefolgt wird, die auf besonderem Sachverstand beruhen soll und von einer breiten Masse der Investoren in Anspruch genommen wird?[160]

c) Steigerung des Unternehmenswertes

Wissenschaftliche Studien haben ergeben, dass erhöhter Aktionärsaktivismus und eine verbesserte Corporate Governance zur Steigerung des Unternehmenswertes beitragen können[161]. Dabei wurde teilweise ein Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswert einerseits und andererseits verstärktem Aktionärsaktivismus[162], bzw. verbesserter Corporate

156 Siehe dazu unter § 2 C. II. S. 64ff.
157 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 127.
158 *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 118; bei einer Umfrage der *ESMA* wollte kein Investor zugeben, dass die Mandatierung zur Absicherung gegen Haftungsgefahren vorgenommen wird, *ESMA*, Discussion Paper, S. 20.
159 *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 174; *Strine*, Del. J. Corp. L. 30 (2005), 673, 688.
160 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 36.
161 Dazu überblicksartig *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 105f; ausführlich *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 229ff.
162 *Becht et al.*, Returns to Shareholder Activism, S. 9f; *Clifford*, Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists, S. 29; *Klein/Zur*, Entrepreneurial Shareholder Activism, S. 1ff; zum Einfluss von aktivistischen Hedge-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Governance[163], respektive verbessertem Corporate Governance Rating[164] festgestellt. Mit Wahrnehmung der Stimmrechte unter Einschaltung eines Stimmrechtsberaters kann ein institutioneller Investor auf diese Weise potenziell an der Steigerung des Unternehmenswertes mitwirken.

Angesichts des bereits angesprochenen Trittbrettfahrerproblems scheinen diesbezügliche Ausgaben jedoch unwirtschaftlich, da auch die Konkurrenz profitiert. Es gibt aber Konstellationen, in denen der „Exit" nach der Wall-Street-Rule für institutionelle Investoren keine Option ist[165]. Als Reaktion auf eine schlechte Performance bleibt dann nur die interne Einflussnahme auf die Gesellschaft, etwa durch die Ausübung der Stimmrechte. So liegt es etwa, wenn Investoren größere Beteiligungen an einer Gesellschaft halten. Wollen sie größere Aktienpakete veräußern, ist dies typischerweise nicht auf einen Schlag möglich. Der zeitlich gestreckte Verkauf führt allerdings dazu, dass der Kapitalmarkt auf die Entscheidung des Investors mit einem Kursabschlag reagiert[166]. So können die durch den Exit entstehenden Kosten den Aufwand für eine interne Einflussnahme an der Gesellschaft schnell übersteigen. Erschwert wird ein Exit auch, wenn der Investor indexorientiert anlegt. So bilden etwa die Portfolios großer institutioneller Anleger den kompletten Markt eines Landes oder einer Branche ab. Soll auf die Entwicklung einer Beteiligungsgesellschaft mit Verkauf der Aktien reagiert werden, läuft man schnell Gefahr, dass die Indexorientierung verzerrt wird[167]. Auch in diesem Fall bietet sich deshalb verstärkt die Einflussnahme auf die Gesellschaft an. Im Endeffekt ist in den vorgenannten Konstellationen eine Umkehr der im Rahmen der rationalen Apathie angestellten Kosten-Nutzen-Erwägungen zu beobachten. Die Einflussnahme ist hier im Vergleich nicht mehr die Ausgabe mit geringem Ertrag, sondern der Aufwand für irgendeinen Ertrag. Der Investor, der nicht mehr

---

fonds auf den Unternehmenswert aus deutscher Sicht *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 188.

163 Dazu *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 229ff; eher ablehnend *Vo*, J. Corp. L. 34 (2008), 1, 18ff.

164 Dazu *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 233ff.

165 Siehe zur Wall-Street-Rule bereits unter § 2 C. I. 1.

166 *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 708; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 113.

167 *Kyriakakis*, Die Überwachung einer US-amerikanischen Aktiengesellschaft durch institutionelle Anleger, S. 115ff; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 114; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rentabel verkaufen kann, sieht sich eher dazu veranlasst, Einfluss auszuüben.

Einen weiteren Mehrwert können institutionelle Investoren in Form eines eigenen Reputationsgewinns schaffen. So sollen Privatanleger bereit sein, auf Rendite zu verzichten, wenn der Investor „nachhaltig" anlegt, also sich etwa bestimmten Corporate Governance Prinzipien verpflichtet[168]. Hierfür spricht das rasante Wachstum der *Socially Resposible Investment* Branche (*SRI*)[169]. Die Wahrnehmung der Aktionärsrechte kann deshalb für den Investor lohnend sein, wenn der Reputationsgewinn höher ist als die Ausgaben hierfür, die im selben Zuge durch Mandatierung eines Stimmrechtsberater minimiert werden können.

d) Überwindung des Kollektivhandlungsproblems

Des Weiteren soll durch die Mandatierung von Stimmrechtsberatern das Kollektivhandlungsproblem teilweise überwunden werden können. Durch die große Reichweite und den enormen Einfluss der Stimmrechtsberater könne ein Anleger, der einer Empfehlung eines großen Stimmrechtsberaters folgt, davon ausgehen, dass auch eine Vielzahl anderer Anleger dies tue[170]. Die Mandatierung erleichtere dadurch die Koordination des Abstimmungsverhaltens vieler institutioneller Anleger – auch als Wolfsrudeltaktik bezeichnet –, ohne dass diese miteinander in Kontakt treten müssen[171]. Die Kosten für eine koordinierte Abstimmung sinken, womit die Wahrscheinlichkeit, mit der eigenen Stimmrechtsabgabe Einfluss auf die

168 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 115.

169 Das von der *SRI* Branche verwaltete Vermögen hat sich zwischen 2010 und 2016 fast verdoppelt, https://www.statista.com/topics/3973/ethical-investments-europe/ (Stand: 20.07.2019).

170 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 128.

171 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 58; *Briggs*, J. Corp. L. 32 (2007), 681, 689; dieser Effekt ist dadurch begrenzt, dass Stimmrechtsberater nicht allen Kunden dieselbe Stimmrechtsempfehlung zu den einzelnen Tagesordnungspunkten erteilen, da sie unterschiedliche Stimmrechtsrichtlinien anwenden. Jedoch entscheiden sich einerseits viele Kunden für die Hausrichtlinie des Stimmrechtsberaters und andererseits ähneln sich die verschiedenen im Angebot befindlichen bzw. individuell erstellten Richtlinien vermutlich stark; diese Einschränkung nimmt auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 150 vor.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Gesellschaft auszuüben, steigt. Unsicherheiten bestehen allerdings aufgrund der verschiedenen Stimmrechtsrichtlinien, denen eine Stimmempfehlung zugrunde liegen kann[172]. Jedoch dürften die Stimmrechtsberater bei außergewöhnlichen Entscheidungen, egal auf Basis welcher Stimmrechtsrichtlinie, dieselbe Empfehlung aussprechen, da sie sich in solchen Fällen ohnehin einen Ermessenspielraum einräumen haben lassen.

3. Zwischenfazit

Die rationale Apathie vieler institutioneller Investoren ist mithin nachvollziehbar: Eine aktive Wahrnehmung der Stimmrechte ist für sie schlichtweg nicht rentabel. Wenngleich die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters die dabei entstehenden Kosten senkt, dürfte nur bei einer überschaubaren Anzahl von Investoren die Kosten-Nutzen-Rechnung für das Engagement sprechen. Stimmrechtsberater erleichtern die Koordination des Abstimmungsverhaltens und ermöglichen eine informierte Stimmrechtsausübung, deren Kosten nicht ins Unverantwortliche steigen. Dennoch bleibt die Einflussnahme die zweite Wahl; hauptsächlich Investoren, für die sich ein „Exit" nicht rechnet, werden freiwillig Stimmrechtsberater beauftragen. Da sie tatsächlich an einer Einflussnahme in der Gesellschaft interessiert sein müssen, werden sie die Stimmrechtsberater primär als Informationsquelle nutzen, um sodann eine eigenständige Stimmrechtsentscheidung zu treffen. Doch angesichts der steigenden Größe der Portfolios werden sich viele Investoren auf eine Intervention in Krisenfällen beschränken müssen[173]. Der Großteil der institutionellen Anleger jedoch wird bei allen Vorzügen, die die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters mit sich bringt, zum Schluss kommen, dass die Wahrnehmung der Stimmrechte in erster Linie ein Kostenfaktor bleibt.

172 Zu den Zweifeln, ob die verschiedenen Stimmrechtsrichtlinien tatsächlich so „individuell" wie beworben sind, siehe unter § 2 A. I. 1.

173 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 225; *Black/Coffee, JR.*, Mich. L. Rev. 92 (1993), 1997, 2069; *Hofstetter*, in: FS Zobl, 507, 512.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

II. Treuhänderische Pflicht institutioneller Investoren zur Stimmabgabe und Pflicht zur Offenlegung des Abstimmungsverhaltens

Neben den soeben herausgearbeiteten möglichen Gründen für eine Mandatierung von Stimmrechtsberatern haben vor allem gesetzliche Regelungen, mit denen institutionelle Investoren zur Stimmabgabe oder zur Offenlegung ihres Abstimmungsverhaltens verpflichtet wurden, zu einem erheblichen Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberaterbranche geführt[174]. Da sowohl das erste Stimmrechtsberatungsunternehmen in den USA gegründet wurde und die den Markt beherrschenden Unternehmen dort ihren Sitz haben, soll zunächst ein Blick auf die Entwicklung der Rechtslage in den Vereinigten Staaten geworfen werden. Im Anschluss daran wird auf ähnliche Entwicklungen in einzelnen europäischen Ländern und auf Unionsebene einzugehen sein.

1. Entwicklung in den USA

a) Konkretisierung der Treuepflichten der institutionellen Anleger

Gemäß dem *Employment Retirement Income Security Act (ERISA)* von 1974 sind die Treuhänder der privaten Pensionsfonds dazu verpflichtet, das Treuhandvermögen mit Sorgfalt und im ausschließlichen Interesse der Begünstigten zu verwalten[175]. 1988 erläuterte das *Department of Labour*, dass auch die Ausübung der Stimmrechte der Aktien, die sich im Portfolio befinden, von der treuhänderischen Pflicht zur Vermögensverwaltung umfasst sei[176]. Schließlich wurde diese Auffassung des Umfangs der treuhänderischen Pflichten im Jahr 1994 kodifiziert[177]. Seitdem trifft alle privaten

174 *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 392f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 70.

175 Vgl. 29 U.S.C. § 1104 (a)(1) "[… a fiduciary shall discharge his duties with respect to the plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and (A) (i) providing benefits to participants and their beneficiaries; and (ii) defraying reasonable expenses of administering the plan]".

176 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 168; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 71.

177 Kodifiziert in 29 C.F.R § 2509.94-2; geändert durch 29 C.F.R. § 2509.08-2 (2011); *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 70.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Pensionsfonds die Pflicht ihre Aktionärsstimmrechte auszuüben[178]. Zwar finden die Vorschriften des *ERISA* keine Anwendung auf öffentliche Pensionsfonds, jedoch werden faktisch an sie dieselben Anforderungen wie an die privaten gestellt. Schließlich unterscheiden sie sich nur insofern, als dass die Begünstigten bei einem staatlichen, anstatt bei einem privaten Arbeitgeber beschäftigt sind[179].

Als richtungsweisender Moment für die Stimmrechtsberaterindustrie sind die Regelungen der *Securities and Exchange Commission (SEC)* aus dem Jahr 2003 bezeichnet worden[180]. Nachdem mehrere Unternehmensskandale Anfang der 2000er Jahre publik wurden, sahen sich die Behörden veranlasst, die Emittenten und Investoren strenger zu regulieren[181]. Da die von Investmentgesellschaften gehaltenen Unternehmensbeteiligungen erheblich angestiegen waren, gerieten in diesem Zuge auch Investmentfonds in den Fokus der *SEC*, die daraufhin Regelungen zur Einhaltung deren treuhänderischen Pflichten erließ[182]. Nach 17 C.F.R. § 275.206(4)-6 sind Fondsmanager dazu verpflichtet, Abstimmungsrichtlinien zu erlassen und zu implementieren, die sicherstellen, dass die Stimmrechte der sich im Portfolio befindlichen Aktien im besten Interesse der Anleger ausgeübt werden. Weiterhin wurden die Investmentfonds dazu verpflichtet, ihr Abstimmungsverhalten gegenüber der *SEC* und auf Anfrage auch den Anlegern gegenüber offenzulegen.

Zusammen mit den Regelungen für die Investmentfonds erließ die *SEC* im Jahr 2003 vergleichbare Regelungen für bei ihr registrierte Investmentberater[183]. Grund dafür war, dass institutionelle Investoren oftmals Invest-

178 Ausführlich zur Stimmpflicht privater Pensionsfonds und zu möglichen Ausnahmen *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 165-169.

179 Zur Stimmpflicht öffentlicher Pensionsfonds *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 169.

180 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 392 spricht vom „watershed moment for the proxy advisory industry ".

181 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 90; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 59.

182 SEC Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922; File No. S7-36-02, RIN 3235-AI64, abrufbar unter: <www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm> (Stand: 20.07.2019); dazu *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 170ff.

183 SEC Release No. IA-2106; File No. S7-38-02, RIN 3235-AI65, abrufbar unter: <www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm> (Stand: 20.07.2019); dazu *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 179ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

mentberater mit der Ausübung der Stimmrechte beauftragten[184]. Sind Investmentberater zur Stimmausübung ermächtigt, so sind sie nunmehr selbst gegenüber ihren Kunden aufgrund ihrer treuhänderischen Pflicht dazu verpflichtet, durch die Einhaltung von Abstimmungsrichtlinien dafür zu sorgen, dass die Stimmrechtsausübung im besten Interesse der Kunden geschieht[185]. Hinzu kommt die Verpflichtung das Stimmrechtsverhalten zu veröffentlichen und zu dokumentieren[186].

Folglich wird die Nichtausübung der Stimmrechte publik gemacht; verständlicherweise kann dies zumindest zu einem Reputationsverlust des institutionellen Investors führen. Dies erklärt, warum die *SEC*-Regelung von 2003 als wegweisend für die Stimmrechtsberatungsindustrie angesehen wird und es in ihrer Folge zu einer ansteigenden Nachfrage nach Stimmrechtsberatung kam[187].

b) Beschränkung der Broker-Stimmrechte

Ein weiterer Faktor für den Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberater in den USA ist die Beschränkung der *NYSE* Broker Stimmrechte. Der Einfluss amerikanischer Banken und Börsenmakler auf die Stimmrechtsausübung reicht weit, da sie die Stimmrechte der Aktien, die auf ihren Namen oder auf einen *nominee*[188] eingetragen sind, bei sog. *routine matters* ohne Ermächtigung und Weisung des *beneficial owner*, also des wirtschaftlich Berechtigten, ausüben[189]. Die Voraussetzungen einer *routine matter* liegen vor, wenn dem Rechteinhaber die Hauptversammlungsunterlagen zugänglich gemacht werden und er die Möglichkeit hat eine Weisung zu erteilen.

---

184 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 169f.

185 Vgl. 17 C.F.R. § 275.206(4)-6 und 17 C.F.R. § 275.206(4)-2.

186 Vgl. 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(b) und 17 C.F.R. § 275.204-2.

187 Neben *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 392 sieht auch die *ESMA* darin einen wichtigen Grund für das Wachstum der Stimmrechtsberatungsindustrie, *ESMA*, Discussion Paper, S. 10; ebenso *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 91.

188 Ein Großteil der börsengehandelten Aktien werden in den USA auf den Namen eines *nominee* registriert, der als Treuhänder fungiert. Dies ist als sog. *street name ownership* bekannt. Ausführlich dazu *Kahan/Rock*, Geo. L.J. 96 (2007), 1227, 1236ff.

189 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 96f; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 394.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Zu den *routine matters* gehörten traditionell die Wahl der *board* Mitglieder und die Abstimmung über die Vergütungspolitik.[190]

Im Zuge der Aufarbeitung der Finanzkrise von 2007 wurden die Befugnisse der *SEC* durch den *Dodd-Frank Act* erheblich ausgeweitet[191]. Dabei wurde im Juli 2010 der *Securities Exchange Act of 1934* dahingehend geändert, dass eine Börsenzulassung nur erteilt wird, wenn die Börsenordnung Bestimmungen enthält, nach denen es *brokern* untersagt ist, Stimmrechte bei der Wahl des *board of directors* und der Vergütungspolitik ohne Weisung der *beneficial owners* auszuüben[192]. Für die institutionellen Investoren, die wie beschrieben zur Stimmrechtsausübung verpflichtet sind, bedeutet dies einen erheblichen Mehraufwand. Zuvor konnten sie ohne Weisung die Stimmrechtsausübung in diesen Angelegenheiten den Börsenmaklern überlassen. Nun müssen sie bei jeder Wahl des *board* und bei Vergütungsfragen eine eigene Stimmrechtsentscheidung treffen, um diese dann an die Börsenmakler weiterzugeben[193]. Bei der Erarbeitung der Stimmrechtsentscheidung greifen sie aus den oben genannten Gründen wiederum auf Stimmrechtsberater zurück.

2. Vergleichbare Entwicklungen in Europa

a) Code monétaire et financier in Frankreich

Angeregt von den Entwicklungen in den USA entschied man sich auch in Frankreich institutionelle Investoren zur Stimmrechtsausübung zu bewegen. Im Jahr 2003 änderte man den damaligen Art. L. 533-4 des Code monétaire et financier dahingehend, dass vermögensverwaltende institutionelle Investoren dazu verpflichtet sind, die Stimmrechte aus den von ihnen verwalteten Beteiligungen mit Sorgfalt und im ausschließlichen Interesse der

190 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 64f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 79f.

191 Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), Pub. Law No. 111-203, July 21, 2010; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 63.

192 Änderung der Section 6(b) des *Security Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78f(b))* durch § 957 des *Dodd-Frank Acts.*

193 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 80f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Begünstigten auszuüben[194]. Weiterhin müssen die Investoren analog zu den amerikanischen Regelungen Abstimmungsrichtlinien erarbeiten und diese zusammen mit ihrem tatsächlichen Stimmverhalten veröffentlichen. Werden die Stimmrechte der verwalteten Aktien nicht ausgeübt, müssen die institutionellen Investoren dies begründen[195]. Die Regulierungen führten wie auch in den USA zu einer gesteigerten Nachfrage nach Stimmrechtsberatern[196].

b) Stewardship Code im Vereinigten Königreich

In Großbritannien warf man im Zuge der Aufarbeitung der Finanzmarktkrise institutionellen Investoren ebenfalls vor, ihrer Verantwortung als Aktionäre nicht gerecht geworden zu sein. Um dem zu begegnen, wurde 2010 vom *Financial Reporting Council*, einem staatlichen Regulierungsrat, der *UK Stewardship Code* erlassen[197]. Dabei handelt es sich um ein Regelwerk, das die Grundsätze für eine verantwortungsvolle Verwaltung der Beteiligung an britischen börsennotierten Aktiengesellschaften festlegt[198]. Der Stewardship Code formuliert sieben zentrale Wohlverhaltensregeln, sie sog. *Principles*, zu denen er längere Hinweise ausführt (*Guidance*). Institutionelle Investoren können sich freiwillig den Regelungen des Codes unterwerfen[199]. In diesem Fall müssen sie öffentlich erklären, ob und wie sie die *Principles* und *Guidance* umsetzen; Abweichungen sind zu begründen

194 *Report Working Group AMF*, Improving the exercise of shareholder voting rights at general meetings in France, S. 9; heute ist diese Verpflichtung in Art. L. 533-22 Code monétaire et financier (Version vom 28.07.2013) geregelt.

195 *Report Working Group AMF*, Improving the exercise of shareholder voting rights at general meetings in France, S. 9; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 85f.

196 *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 86.

197 *Financial Reporting Council*, The UK Stewardship Code; seit 2012 liegt der Stewardship Code in überarbeiteter Form vor, vgl. *Financial Reporting Council*, The UK Stewardship Code.

198 Ausführlich aus deutscher Sicht *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221ff.

199 Für in Großbritannien zugelassene Vermögensverwaltungsgesellschaften ist die Auskunft darüber, ob sie den Stewardship Code befolgen, verpflichtend; für andere institutionelle Investoren und ausländische Anleger, die Anteile an britischen Gesellschaften halten, ist die Auskunft freiwillig, *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 223.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(sog. *comply-or-explain*)[200]. Obschon es sich um eine freiwillige Selbstverpflichtung handelt, wird der *Stewardship Code* faktisch von der gesamten Branche beachtet[201]. Nach dem *Principle 1* sollen institutionelle Investoren offenlegen, wie sie ihrer treuhänderischen Verantwortung nachkommen. *Principle 6* besagt, dass die Investoren Abstimmungsrichtlinien erarbeiten und diese mit dem Abstimmungsverhalten veröffentlichen sollen. In der *Guidance* zu *Principle 6* wird darauf hingewiesen, dass die Investoren alle Stimmrechte der sich in ihrem Portfolio befindlichen Aktien auszuüben haben, ohne dabei automatisch den Empfehlungen des Managements zu folgen. Schließlich sollen sie nach *Principle 7* den Kunden berichten, wie sie ihre treuhänderische Verantwortung wahrgenommen und wie sie die Stimmrechte ausgeübt haben. Zusammenfassend wird durch den Stewardship Code also Druck auf die institutionellen Investoren aufgebaut, die Stimmrechte der sich in ihrem Portfolio befindlichen Akten auszuüben.

c) Ansätze in anderen europäischen Nachbarländern

Ähnliche Ansätze zur Aktivierung institutioneller Anleger werden in einigen anderen europäischen Staaten verfolgt[202]. Anstelle einer vollständigen Aufzählung soll zur Illustration nur eine Nennung vergleichbarer Regelungen in den Nachbarländern erfolgen[203]. Der niederländische *Corporate Governance Kodex* verlangt von institutionellen Investoren, dass sie auf ihrer Website ihre Abstimmungsrichtlinien und ihr Abstimmungsverhalten zumindest einmal jährlich veröffentlichen[204]. Zudem trifft sie die Verpflichtung über die Einhaltung des Kodex Bericht zu erstatten[205]. Ähnliche Anforderung stellt der schwedische *Code of Conduct for fund management*

200 Aus dem deutschen Recht bekannt bei der Erklärung zum Corporate Governance Kodex, § 161 AktG.
201 *Freitag*, AG 2014, 647, 649.
202 Weltweit gesehen besteht in der Mehrzahl der Länder zumindest keine Verpflichtung zur Stimmrechtsausübung, *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 34.
203 Zu den Ansätzen in anderen europäischen Ländern vgl. auch *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 229.
204 Vgl. 4.3.5, 4.4.6 und 4.4.7 des Niederländischen Corporate Governace Kodex, *Monitoring Comitee Corporate Governance Comitee*, The Dutch Corporate Governance Code.
205 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 229.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

companies[206]. Die Offenlegung des Abstimmungsverhaltens wird ebenso in Polen empfohlen[207]. Pensionskassen sind in der Schweiz nunmehr dazu verpflichtet, ihre Stimmrechte bei börsennotierten Schweizer Aktiengesellschaften wahrzunehmen[208].

d) Pflicht zur Stimmrechtsausübung in Deutschland

In Deutschland besteht bisher nach herrschender Ansicht noch keine Verpflichtung für institutionelle Investoren die Stimmrechte auszuüben[209]. Eine abweichende Ansicht bejaht eine Abstimmungspflicht nicht etwa aus einer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft, sondern mit der Stellung der institutionellen Investoren als Finanzintermediäre, in der sie eine treuhänderische Verpflichtung gegenüber den Anlegern hätten[210]. Weiterhin verweist diese Ansicht auf die Verpflichtung im *Deutschen Corporate Governance Kodex für Asset Management Gesellschaften*, die Gesellschaft müsse u.a. die Aktionärsrechte der von ihr verwalteten Beteiligungen im besten Interesse der Aktionäre ausüben[211]. Hiergegen wird ein-

206 Vgl. *Swedish Investment Fund Association*, Swedish Code of Conduct for fund management companies, Concept 6.

207 *Polish Chamber of Fund and Asset Management*, Code Of Good Practices Of Institutional Investors, Principle 26.1.

208 Art. 22 der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsennotierten Aktiengesellschaften (VegüV) vom 20. November 2013.

209 *Bachmann*, AG 2012, 565, 575; *Schneider*, ZGR 2012, 518, 527; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 6. *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 301; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 159ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 17ff.

210 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 164f, 184.

211 In III.1.1 heißt es: „Die Gesellschaft muss die Aktionärs- bzw. Gläubigerrechte aus den von ihr verwalteten Vermögensgegenständen unabhängig und ausschließlich im Interesse ihrer Anleger ausüben.“, in III.1.3 dann: „Die Ausübung der Aktionärs - bzw. Gläubigerrechte soll nur dann unterbleiben, wenn für alle von der Gesellschaft verwalteten Vermögen der damit verbundene Aufwand den Nutzen für die Anleger deutlich übersteigt“, *Gerke*, Corporate Governance-Kodex für Asset Management-Gesellschaften; aus der „deutlichen“ Übersteigung der Kosten im Verhältnis zum Nutzen liest *Winkler*, dass die Wahrnehmung der Stimmrechte grundsätzlich zu erfolgen hat, *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 160.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gewandt, dass bereits die erste Regierungskommission Corporate-Governance eine generelle Abstimmungspflicht abgelehnt hat[212]. Eine generelle Abstimmungspflicht ist vor allem mit dem engen Pflichtenkreis des Aktionärs in der Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft – der Aktionär schuldet nur seine Einlage, § 54 I AktG – unvereinbar[213]. Unterstützt wird dies durch die eng gefasste Ausnahme in § 55 I AktG[214]. Nur bei vinkulierten Aktien kann von den Aktionären verlangt werden, neben der Einlage wiederkehrende, nicht in Geld bestehende Leistungen zu erbringen. Auch aus § 32 Investmentgesetz ist eine Stimmpflicht abgeleitet worden[215], dies vermag ebenso wenig zu überzeugen[216]. Es ist mithin davon auszugehen, dass keine Stimmpflicht für institutionelle Investoren in Deutschland besteht[217].

Die ARL II sieht nunmehr aber für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter vor, dass diese ihr Stimmrechtsverhalten offenzulegen haben[218]. Mithin werden sich nun auch manch deutsche Investoren dazu gezwungen sehen, ihre Stimmrechte vermehrt wahrzunehmen, da die Regelungen der ARL II bestehende Untätigkeit offenlegen werden[219]. Wie im europäischen und insbesondere im US-amerikanischen Ausland wird somit der Druck zur Ausübung der Stimmrechte zunehmen.

---

212 So *Bachmann*, AG 2012, 565, 575 mit Verweis auf *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 126ff.

213 *Schneider*, ZGR 2012, 518, 527; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 6.

214 *Schneider*, ZGR 2012, 518, 527; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 6; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 301.

215 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 145f.

216 *Schwarz* lehnt *Winklers* Position ausführlich ab unter Rückgriff auf historische und systematische Gründe, *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 163ff.

217 Mit ausführlicher Begründung zum gleichen Ergebnis kommend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 159ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 17ff.

218 Zur Regelung des Art. 3g Abs. I a) ARL II, siehe unter § 5 C. V. 2.

219 Zu den sehr einschränkenden Definitionen der Begriffe „institutioneller Anleger" und „Vermögensverwalter" der ARL II siehe unter § 5 C. V. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Ergebnis

Unter Anknüpfung an die bei der Analyse der Kosten und Nutzen der Stimmabgabe unter Zuhilfenahme eines Stimmrechtsberaters erzielten Erkenntnisse bestätigt sich die anfängliche Prämisse: Die Wahrnehmung der Stimmrechte ist für viele Investoren unrentabel. Manche Investoren üben deshalb ihre Stimmrechte nur aus, weil sie dazu verpflichtet sind, bzw. sich dem Druck dazu ausgesetzt sehen[220]. Obschon nicht von allen Anlegern zu erwarten ist, dass sie sich in einem Unternehmen einbringen, an dem sie beteiligt sind,[221] sehen sich faktisch viele institutionelle Investoren dazu veranlasst, ihre Stimmrechte auszuüben.

Vor diesem Hintergrund mag man nun trefflich bezweifeln, inwieweit überhaupt ein echtes Interesse der Investoren an der Leistung der Stimmrechtsberater besteht. Ist der Antrieb zur Mandatierung fremdbestimmt, so ist auch die erbrachte Leistung von geringerer Wichtigkeit. Sehen Investoren die Beauftragung eines Stimmrechtsberaters als das kleinste Übel an, um der Erwartung die Stimmrechte wahrzunehmen nachzukommen, so kann man nicht davon ausgehen, dass sie sich vertieft mit der Kritik, die den Stimmrechtsberatern entgegenschlägt, auseinandersetzen. Die institutionellen Investoren sind demnach nur in eingeschränktem Umfang als Partner bei der Regulierung der Stimmrechtsberater geeignet[222].

D. Einfluss der Stimmrechtsberater

Für den Umfang einer Regulierung ist mitentscheidend, wie weit der Einfluss der Stimmrechtsberater reicht. Diese vieldiskutierte Frage wird unterschiedlich beantwortet. Während einige den Einfluss als hoch einordnen[223], sind die Stimmrechtsberater und auch die sie beauftragenden In-

220 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 33; *Choi/Fisch*, Yale L.J. 113 (2003), 269, 296; anders *Hirt*, ZGR 2012, 280, 289, der ein Engagement aus Sicht der institutionellen Investoren für sinnvoll hält.

221 Dies erkennt auch die EU-Kommission: „Der Kommission ist bewusst, dass sich nicht alle Anleger in Unternehmen einbringen müssen, in die investiert wird. Den Anlegern steht es frei, sich für ein kurzfristiges Anlagemodell ohne weiteres Engagement zu entscheiden", *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 14.

222 Siehe dazu auch noch § 2 E. VI. 2.

223 *Deutscher Anwaltverein*, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

vestoren nachvollziehbarerweise daran interessiert, ihren Einfluss klein zu reden[224].

Zu fragen ist zunächst, was denn unter dem Einfluss der Stimmrechtsberater zu verstehen ist. Einerseits erheblich ist sicherlich die Frage, wie viele Stimmen auf Hauptversammlungen von Stimmrechtsberatern beeinflusst sind. Stellt man nun fest, wie viele Stimmen den Empfehlungen der Stimmrechtsberater folgen, so bedeutet dies jedoch noch nicht, dass die Stimmen gerade wegen der Empfehlung der Stimmrechtsberater abgegeben worden sind[225]. Manche Investoren nutzen die Stimmrechtsberater nur als zusätzliche Informationsquelle und kämen auch ohne sie zum selben Ergebnis. Andere übernehmen die Empfehlungen hingegen ungeprüft. Die Zahl der möglichen Motivationen für ein bestimmtes Abstimmungsverhalten mag unbegrenzt sein, die Optionen auf der Hauptversammlung hingegen sind es sehr wohl: Der Aktionär kann bei der Abstimmung nur zwischen Zustimmung, Ablehnung oder Enthaltung wählen[226]. Betrachtet man also Studien zum Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis auf Hauptversammlungen, so muss stets zwischen Kausalität und Korrelation unterschieden werden[227]. Dies erschwert die Feststellung des Einflusses der Stimmrechtsberater auf der Hauptversammlung erheblich. Zusätzlich zu den empirischen Untersuchungen sollen deshalb auch anekdotische Fallberichte und Schätzungen aus der Wissenschaft bei der Beurteilung des Einflusses miteinbezogen werden.

Neben der Bedeutung beim Abstimmungsverhalten der Aktionäre soll bei der Frage nach dem Einfluss der Stimmrechtsberater nicht unbeachtet bleiben, dass die Tätigkeit der Stimmrechtsberater auch die Emittenten

---

Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, S. 12; *Habersack*, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages, Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages, Band I, E 97; *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 59; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 386; *ESMA*, Final Report, S. 13 und *ESMA*, Discussion Paper, S. 17f. zu den Ansichten der Emittenten.

224 *ESMA*, Discussion Paper, S. 18; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 55.

225 *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869, 878ff; *ESMA*, Final Report, S. 13.

226 *ESMA*, Discussion Paper, S. 18.

227 Zur Unterscheidung zwischen Korrelation und Kausalität bei der Auswertung des Einflusses der Stimmrechtsberater *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869; 878ff; eine ausführliche Besprechung deren Thesen findet sich bei *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 57ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nicht unberührt lässt. Der Blick ist deshalb ebenso darauf zu richten, inwieweit der Einfluss auf das Management durch informellen Kontakt reicht und wie Stimmrechtsberater das Tagesgeschäft der Emittenten beeinflussen.

I. Einfluss auf das Abstimmungsergebnis

1. Empirische Untersuchung

Die meisten empirischen Untersuchungen zum Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis stammen aus den USA und sind daher für die Beurteilung des Einflusses auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften nur bedingt aussagekräftig. Aufgrund der oben angesprochenen Schwierigkeiten bei der Feststellung des Einflusses der Stimmrechtsberater verwundert es nicht, dass die Ergebnisse empirischer Untersuchungen stark voneinander abweichen. Eine frühe Studie kam zu dem Ergebnis, dass eine Ablehnung eines Vorschlags des Vorstands durch *ISS* zu einer um 13,6 bis 20,6 % niedrigeren Zustimmungsquote führt[228]. Nach einer anderen Studie, die sich auf die Wahl der *directors* beschränkt, vermindert sich die Zustimmung um 19 %, wenn *ISS* den Vorschlag ablehnt[229]. Auf einen Einfluss von über 25 % kommt eine Studie, die sich mit dem Einfluss bei Vergütungsfragen befasst[230]. Einen erheblich niedrigeren unmittelbaren Einfluss stellt hingegen eine Studie fest, die eine Unterscheidung zwischen Korrelation und Kausalität bei der Auswirkung der Stimmempfehlungen vornimmt. Sie resultiert, dass nur 6 bis 10 % der abgegebenen Stimmen von *ISS* unmittelbar kausal beeinflusst sind[231]. Eine

228 *Bethel/Gillan*, The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting, S. 3.

229 *Cai/Garner/Walkling*, J. Finance 64 (2009), 2389, 2404.

230 Verglichen wird, wie viele Vorschläge des *boards* eine Zustimmungsquote von über 70 % erreichen, wenn eine negative Abstimmungsempfehlung vorliegt, *Morgan/Poulsen/Wolf*, J. Corp. Fin. 12 (2006), 715, 723f. Die Studie nennt zwar nicht ausdrücklich *ISS,* jedoch ist davon auszugehen, dass deren Stimmrechtsempfehlungen Untersuchungsgegenstand waren, vgl. *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 86; *Larcker/Tayan*, Do ISS Voting Recommendations Create Shareholder Value?, S. 2.

231 *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869, 906; eine Unterscheidung zwischen Kausalität und Korrelation nehmen *Choi/Fisch/Kahan* vor, indem sie versuchen, die institutionellen Anleger, die den Empfehlungen blind vertrauen, von denen zu trennen, die die Stimmrechtsberater primär als Informationsquel-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

um 24,7 % verminderte Zustimmung und damit einen bedeutend höheren Wert bei ablehnender *ISS* Empfehlung stellen *Ertimur/Ferri/Oesch* fest, die ebenfalls - aber auf anderem Wege - versuchen zwischen Kausalität und Korrelation zu unterscheiden; der Einfluss von *Glass Lewis* beläuft sich nach ihr auf 12,9 %[232]. Einen erheblichen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten von *mutual funds* konnte auch eine Studie von *Cotter/Palmiter/Thomas* verzeichnen: So folgen *mutual funds* im Vergleich zum gesamten Aktionariat vermehrt den Empfehlungen von Stimmrechtsberatern[233]. Stimmen etwa die Vorschläge der Verwaltung nicht mit denen der Stimmrechtsberater überein, folgen sie überproportional oft *ISS*[234]. Eine Reihe von Studien ist übereinstimmend zu dem Ergebnis gekommen, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater niedriger ist, wenn Investoren große Beteiligungen an einer Gesellschaft halten und ein weniger wechselndes Portfolio haben, sprich, wenn ein echtes Interesse des Investors besteht, in eine unabhängige Informationsbeschaffung zu investieren[235]. In diesem Fall werden Stimmrechtsberater tatsächlich (idealerweise) als Informations-

---

le nutzen und eine eigenständige Stimmrechtsentscheidung treffen. Dazu setzen sie das Stimmverhalten der Investoren, die eine eigenständige Entscheidung treffen, mit dem Verhalten privater Anleger gleich. Sodann wird verglichen, um wie viel Prozent die Zustimmungsquote institutioneller Anleger bei negativer Abstimmungsempfehlung mehr sinkt, als bei privaten Anlegern. Bei Annahme einer gewissen Beteiligungshöhe institutioneller Anleger soll durch diesen Vergleich ein kausaler Einfluss von *ISS* bestimmbar sein, vgl. *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869, 901ff; ausführlich zum von *Choi/Fisch/Kahan* angewandten Verfahren *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 86f.

232 *Ertimur/Ferri/Oesch*, Shareholder Votes and Proxy Advisors, S. 3; *Ertimur/Ferri/Oesch* unterteilen die institutionellen Investoren zur Unterscheidung von Kausalität und Korrelation danach, ob diese erheblich (*Blockholder*) oder eher gering (*Non-Blockholder*) am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt sind. Dabei nehmen sie an, dass eine höhere Beteiligung eines Investors dazu führt, dass dessen Interesse an einer informierten Unternehmensüberwachung wächst, *Ertimur/Ferri/Oesch*, Shareholder Votes and Proxy Advisors, S. 20ff. Es ist davon auszugehen, dass die Beteiligungsschwelle zur Unterteilung in *Blockholder* und *Non-Blockholder* 10 % des Grundkapitals beträgt. Diese Einteilung nehmen zumindest *Agrawal/Nasser*, Insider Trading in Takeover Targets, S. 15 vor, auf die *Ertimur/Ferri/Oesch* verweisen, vgl *Ertimur/Ferri/Oesch*, Shareholder Votes and Proxy Advisors, S. 21.

233 *Cotter/Palmiter/Thomas*, Vill. L. Rev. 55 (2010), 1, 30ff.

234 *Cotter/Palmiter/Thomas*, Vill. L. Rev. 55 (2010), 1, 50.

235 *Malenko/Shen*, The Role of Proxy Advisory Firms, S. 16f; *Ertimur/Ferri/Oesch*, Shareholder Votes and Proxy Advisors, S. 3; *Iliev/Lowry*, Are Mutual Funds Active Voters?, S. 10; *Larcker/McCall/Ormazabal*, Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms, S. 15.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

quelle eingesetzt und man überträgt ihnen nicht „blind" die Stimmrechtsausübung. Die Untersuchungen aus den USA kommen mithin zu einem uneinheitlichen Bild bezüglich der Frage, wie viele der Stimmrechte von Stimmrechtsberatern beeinflusst sind.

Mittlerweile liegen ebenfalls Untersuchungen aus Europa vor: Eine italienische Studie beziffert unter Anwendung der Methoden von *Ertimur/Ferri/Oesch* den Einfluss der Stimmrechtsberater auf 33 bis 52 % und legt nahe, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater diesseits des Atlantiks mindestens genauso weit reicht wie in den Vereinigten Staaten[236]. *Belcredi et al.* stellen dabei fest, dass *Non-Blockholder* häufiger den Empfehlungen folgen als *Blockholder*[237]. Eine europaweite Studie aus Deutschland resultiert hingegen, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater weniger weit reicht als in den USA[238]. Einen verstärkten Einfluss bei erhöhtem Streubesitz stellt sie jedoch ebenso fest[239]. Den Zusammenhang von Stimmempfehlungen und dem Stimmverhalten institutioneller Investoren aus dem In- und Ausland untersucht eine weitere Studie aus dem Jahr 2015. Sie kommt dabei zu dem Schluss, dass in Großbritannien und Frankreich eine signifikante Korrelation zwischen *ISS*-Empfehlungen und dem Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren besteht, während dies bei inländischen Investoren nicht der Fall ist[240]. Eine niederländische Untersuchung ergab[241], dass die institutionellen Investoren nur in 3,7 % der Abstimmungen vom Rat ihrer Stimmrechtsberater abwichen und öfter den Empfehlungen der Berater als denen des Managements folgten[242].

---

236 *Belcredi et al.*, Proxy Advisors and Shareholder Engagement Evidence from Italian Say-on-Pay, S. 27; die Beteiligungsschwelle zur Unterteilung in *Blockholder* und *Non-Blockholder* wird bei dieser Untersuchung auf 2 % festgesetzt, *Belcredi et al.*, Proxy Advisors and Shareholder Engagement Evidence from Italian Say-on-Pay, S. 43.

237 *Belcredi et al.*, Proxy Advisors and Shareholder Engagement Evidence from Italian Say-on-Pay, S. 27.

238 *Hitz/Lehmann*, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, S. 24.

239 *Hitz/Lehmann*, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, S. 26f.

240 Für UK vgl. *McGinty/Uchida*, What Roles Proxy Advisors Play, S. 15f; für Frankreich vgl. *McGinty/Uchida*, What Roles Proxy Advisors Play, S. 17; so auch *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 191.

241 Verwendet wurden die Daten dreier niederländischer und eines britischen Fonds, *Schouten*, Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly?, S. 11.

242 *Schouten*, Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly?, S. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Die Studien aus europäischer Sicht verbindet, dass sie zum Ergebnis kommen, dass der kausale Stimmeinfluss der Stimmrechtsberater steigt, wenn die Investoren nicht mit dem Markt vertraut und wenig informiert sind[243]. Dies ist in der Regel der Fall, wenn die Investoren verhältnismäßig kleine Beteiligungen an einer Gesellschaft halten[244] und/oder sie im Ausland investieren[245]. Diese Erkenntnisse decken sich mit den empirischen Erkenntnissen aus den USA.

2. Schätzungen und anekdotische Aussagen

Neben den empirischen Untersuchungen finden sich in der Literatur immer wieder Schätzungen zum Einfluss der Stimmrechtsberater. Untermalt werden diese Einschätzungen oft von aus der Presse bekannten Fallbeispielen, in denen Stimmrechtsberater durch ihre Empfehlungen entscheidend den Ausgang einer Hauptversammlungsabstimmung beeinflussen konnten. Wenngleich Schätzungen und anekdotische Aussagen bei der Beurteilung des Einflusses weniger belastbar als empirische Untersuchungen sind, kann man aus ihnen dennoch Richtwerte und Anhaltspunkte zur Bestimmung der Reichweite des Einflusses gewinnen.

So gibt es mehrere Beispiele für die entscheidende Beeinflussung von Abstimmungsergebnissen auf Hauptversammlungen durch Stimmrechtsberater[246]. In die deutsche Öffentlichkeit trat *ISS* insbesondere 2013, als der ehemalige Vorstandsvorsitzende *Wolfgang Mayrhuber* seine Kandidatur für den Aufsichtsrat der Lufthansa einen Tag vor der Hauptversammlung zurückzog, da *ISS* bekanntgegeben hatte, gegen seine Wahl zu stimmen. Schließlich stellte sich *Mayrhuber* doch noch zur Wahl und erzielte mit einer Zustimmung von nur 63,2 % ein sehr mageres Ergebnis[247]. 2010

---

243 So auch *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 191.

244 So *Belcredi et al.*, Proxy Advisors and Shareholder Engagement Evidence from Italian Say-on-Pay, S. 27; *Hitz/Lehmann*, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, S. 26f.

245 So *McGinty/Uchida*, What Roles Proxy Advisors Play, S. 15f.

246 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 388, 57; *Scheider/Anzinger* zählen mehrere Fälle aus Europa auf, bei denen *ISS* der entscheidende Faktor war, *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 90; Beispiele zum Einfluss von *ISS* speziell in Deutschland finden sich auch bei *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 28f und ausführlich bei *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 45ff.

247 *Diekmann/Hesse*. *Spiegel-Online*, Posse um Lufthansa-Aufseher Mayrhuber: Boarding in letzter Minute.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

führte eine ablehnende Abstimmungsempfehlung von *ISS* dazu, dass über 40 % der Aktionäre gegen das Vergütungsmodell der Deutschen Bank stimmten[248]. In der Schweiz sorgte 2005 die Ethos-Stiftung für Aufsehen, als sie gegen die Ämterkumulierung von Verwaltungsratspräsident und CEO vorging und für ihren Antrag 36 % Zustimmung erhielt[249]. Weiterhin gibt es institutionelle Investoren, die öffentlich angekündigt haben, bei der Stimmrechtsausübung ganz den Empfehlungen der Stimmrechtsberatern zu folgen[250].

Besonders groß ist der Einfluss auf ausländische Investoren, deren Anteile an den DAX-Gesellschaften mittlerweile auf über 53 % angestiegen ist[251]. Von ihnen sollen 80 % den Empfehlungen der Stimmrechtsberater folgen[252]. Mindestens ebenso bedeutend für den Einfluss von Stimmrechtsberatern ist, wie viele Aktionäre überhaupt auf der Hauptversammlung ihr Stimmrecht wahrnehmen[253]. Auf deutschen Hauptversammlungen wurde bereits vor einem Jahrzehnt geschätzt, dass in Einzelfällen 25 % des anwesenden Kapitals Kunden von Stimmrechtsberatern waren[254]. Der Einfluss von Stimmrechtsberatern ist selbstverständlich von „besonders durchschlagender Kraft", wenn die Hauptversammlungspräsenz niedrig ist, so der *ISS* Deutschland-Chef *von Oehsen*[255]. Die Hauptversammlungspräsenzen bei den DAX-Gesellschaften beliefen sich im letzten Jahrzehnt meist nur auf gut 50 %[256]. Demnach reicht es oftmals, wenn zwischen 25 und 30 % des Grundkapitals auf der Hauptversammlung für oder gegen einen Beschlussvorschlag abstimmen, um eine einfache Mehrheit zu erhalten. Nach Angaben *von Oehsens* halten *ISS*-Kunden bis zu 15 % der Anteile einzelner DAX-

248 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 28.
249 *Ethos-Stiftung*, Ethos: Die wichtigsten Meilensteine, S. 6.
250 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 294; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 90; dies ist jedoch bei Weitem nicht die Regel, sondern die absolute Ausnahme.
251 *Ernst & Young*, Wem gehört der DAX?, S. 4; zur Entwicklung der Beteiligungshöhe ausländischer Anleger an den DAX-Unternehmen siehe unter § 4 B. II. 2. b).
252 *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 121; *Döring*, Börsen-Zeitung 10. März 2007, 8.
253 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 83f; *Wünschmann* spricht von der geringen Hauptversammlungspräsenz als „Katalysator" des Einflusses, *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 60ff; zur Entwicklung der Hauptversammlungspräsenzen siehe unter § 4 B. II. 2. c).
254 *Döring*, Börsen-Zeitung 10. März 2007, 8.
255 *Heismann et al.*, Wirtschaftswoche 23.01.2012, 84.
256 *SdK*, Präsenzstatistik DAX 2005-2015,.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Unternehmen[257]. Führt man sich dabei die Hauptversammlungspräsenzen vor Augen, wird klar, dass allein der Einfluss von *ISS* auf deutschen Hauptversammlungen erheblich ins Gewicht fallen kann. Ähnliche Einschätzungen zum Einfluss gibt es auch aus der Schweiz. Dort geht man davon aus, dass 15 bis 25 % der auf Schweizer Generalversammlungen abgegebenen Stimmen von *ISS* beeinflusst sind[258].

II. Einfluss auf die Emittenten

Der Einfluss der Stimmrechtsberater ist jedoch nicht begrenzt auf die Abstimmung auf der Hauptversammlung. Aufgrund ihrer faktischen Stimmrechtsmacht üben die Stimmrechtsberater im Vorfeld der Hauptversammlung Druck auf die Unternehmensleitung aus[259]. Dabei fordern sie etwa Einschränkungen der Beschlussvorschläge, die nach deutschem Recht nicht erforderlich sind und dem Interesse der Gesellschaft entgegenlaufen können[260]. Für *ISS* und *Glass Lewis* dürfte es aufgrund ihrer Stimmmacht nicht schwer sein, einen Termin bei der Unternehmensleitung zu bekommen[261]. So wird denn auch angenommen, dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater zumindest im Tagesgeschäft größere praktische Relevanz haben als der Deutsche Corporate Governance Kodex[262]. Tatsächlich besteht für das Management der Anreiz Änderungen an der bestehenden Corporate Governance vorzunehmen, die für die Gesellschaft weder erforderlich noch hilfreich sind, allein um die Ablehnung von Beschlussvorschlägen zu vermeiden[263].

Eine herausragende Bedeutung kann Stimmrechtsberatern insbesondere im Rahmen sog. *Proxy Fights* zukommen, also dem Kampf etwa zwischen einem Investor und Vorstand und/oder Aufsichtsrat um die Stimmen ent-

257 *Heismann et al.*, Wirtschaftswoche 23.01.2012, 84.
258 *Böckli*, SZW 2015, 209, 212.
259 *Deutscher Anwaltverein*, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, S. 12.
260 *Deutscher Anwaltverein*, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, S. 12.
261 So auch *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88.
262 *Schneider*, ZGR 2012, 518, 520.
263 *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 191.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

scheidender Aktionärsgruppen im Vorfeld der Hauptversammlung[264]. Aus den USA sind wiederum Fälle bekannt, in denen Stimmrechtsberater die Zustimmung zu Anträgen von Hedgefonds empfohlen haben[265]. Vor allem in solchen Fällen, in denen eine enges Abstimmungsergebnis zu erwarten ist, sind die Emittenten stark darum bemüht, in Kontakt mit den großen Stimmrechtsberatern zu gelangen und sie von ihrer Ansicht zu überzeugen[266]. Dass die Unternehmensleitung gezielt den Kontakt zu den Stimmrechtsberatern sucht, zeigt bereits das zu Beginn der Arbeit angeführte Zitat von *Strine*[267]. Demnach ist sich das Management sehr wohl der faktischen Stimmmacht der Berater bewusst und sucht deshalb selbst den Kontakt, um negative Abstimmungsergebnisse auf der Hauptversammlung zu vermeiden.

Neben dem bereits beschriebenen Wechsel von *Wolfgang Mayrhuber* vom Vorstand in den Aufsichtsrat der *Lufthansa* liefert der Fall *Josef Ackermann* aus dem Jahr 2011 ein weiteres Beispiel dafür, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater bereits vor der Abstimmung auf der Hauptversammlung einsetzt. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende bekam den Einfluss der Stimmrechtsberatungsindustrie zu spüren, als er sich auf der Hauptversammlung zum Aufsichtsratsvorsitzenden der Deutschen Bank wählen lassen wollte. Nachdem deutlich wurde, dass *ISS* eine ablehnende Empfehlung abgeben würde, verzichtete er auf den Wechsel in den Aufsichtsrat[268]. Ein weiteres Beispiel bietet der Fall *Zetsche* aus dem Jahr 2018: Nach öffentlicher Kritik von *ISS* und *Glass Lewis* zog der Aufsichtsrat der TUI AG

264 *Wettich*, AG 2014, 534; *Wettich*, AG 2017, 60, 64 mit Verweis auf die spektakuläre vierzehnstündige Hauptversammlung 2016 der STADA Arzneimittel AG, bei der es um die Neubesetzung von Aufsichtsratssitzen ging.

265 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 314; *Briggs*, J. Corp. L. 32 (2007), 681, 692f, 698, 702; *Brav et al.*, J. Finance 63 (2008), 1729, 1744.

266 *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 125; *Linnartz*, GoingPublic Magazin 2015, 24, 26; *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 657 verweisen insbesondere auf die damals nur mit knapper Mehrheit beschlossene Fusion von *Hewlett-Packard* und *Compaq.* Zur Fusion von *HP* und *Compaq* und der Rolle von *ISS* vgl. *Kuckelkorn*, Börsen-Zeitung 07.03.2002, 13. Auf die entscheidende Rolle von *ISS* bei dieser Fusion weisen auch *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 57 hin.

267 „[P]owerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues like proposed merger [etc…]. They do so because the CEOs recognize that some institutional shareholders will simply follow ISS's advice rather than do any thinking of their own ", *Strine,* Del. J. Corp. L. 2005, 673, 688.

268 *Heismann et al.*, Wirtschaftswoche 23.01.2012, 84.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ihren Vorschlag *Dieter Zetsche*, den Vorstandsvorsitzenden der Daimler AG, in den Aufsichtsrat zu wählen, wieder zurück[269].

Der Umfang und die Weitreiche des Einflusses der Stimmrechtsberater auf die Emittenten ist selbstverständlich noch schwerer quantifizierbar als ihr Einfluss auf das Abstimmungsergebnis. Es ist unmöglich genau nachzuvollziehen, inwieweit die Vorstellungen der Stimmrechtsberater bereits im Vorfeld der Hauptversammlung ihren Niederschlag in die Beschlussempfehlungen des Vorstands finden. Einen ersten Eindruck hierfür bietet immerhin eine Befragung von Unternehmen aus den USA. Dabei gaben 54 % der Teilnehmer an, ihre Vergütungspolitik angepasst zu haben, um den Vorgaben der Stimmrechtsberater zu entsprechen[270]. Angesichts der empirischen Erkenntnisse und der Untermalung durch Einschätzungen und anekdotische Aussagen des Einflusses kann mit Sicherheit davon ausgegangen werden, dass die Stimmrechtsberater zumindest ein gewichtiger Faktor sind, den die Unternehmensleitung nicht mehr außer Acht lassen kann.

III. Ergebnis

Obschon mittlerweile eine Vielzahl von Studien zum Einfluss der Stimmrechtsberater auf der Hauptversammlung veröffentlicht worden sind, lässt sich kein eindeutiges Ergebnis formulieren. Zu unterschiedlich sind die gewählten Kriterien, zu unsicher die Unterscheidung zwischen Korrelation und Kausalität, zu vielfältig die Motivationen, die hinter der Stimmabgabe stehen können. Aus der Gesamtschau der empirischen Untersuchungen, der Schätzungen und anekdotischen Aussagen lässt sich allerdings der Schluss ziehen, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater sehr weit reicht. Schließt man sich selbst den konservativsten Beurteilungen an, so hat die Empfehlung der Stimmrechtsberater bei einer Gesellschaft mit breitem Streubesitz und bei niedriger Hauptversammlungspräsenz immer noch ein solches Gewicht, dass sie entscheidend für den Ausgang einer Abstimmung sein kann. Die Bedeutung der Stimmrechtsberater ist allzu groß, als

269 Handelsblatt-Online v. 14.06.2018, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/touristikkonzern-overboarding-warum-daimler-ceo-zetsche-als-chefaufseher-bei-der-tui-durchfiel/22686646.html> (Stand: 20.07.2019).

270 *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 3f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dass es sich die Unternehmensleitung erlauben könnte, ihre Ansichten dauerhaft zu ignorieren. Deswegen üben die Stimmrechtsberater bereits im Vorfeld durch informellen Kontakt zu den Gesellschaften erfolgreich Einfluss auf die Entwicklungen der Corporate Governance. Im Endeffekt bedeutet dies, dass Vorstand und Aufsichtsrat nicht mehr nur die Vorgaben von Satzung und Gesetz berücksichtigen müssen, sondern auch die Stimmrechtsrichtlinien der großen Stimmrechtsberater zu beachten haben[271]. Besonders problematisch ist dies, wenn diese Stimmrechtsrichtlinien nationale Besonderheiten nicht berücksichtigen[272].

Eine absolut verlässliche Tatsachengrundlage für die Quantifizierung des Einflusses besteht zumindest für Europa bisher zusammenfassend nicht[273]. Dies könnte sich durch die ARL II ändern: Art. 3g Abs. I b) ARL II sieht vor, dass institutionelle Anleger und Vermögensverwalter über die Nutzung der Dienste von Stimmrechtsberatern zu berichten haben[274]. Der nunmehr auch diesseits des Atlantiks wachsende Druck auf Investoren, ihre Stimmrechte wahrzunehmen, der zunehmende Shareholder Activism und die voranschreitende Internationalisierung der Gesellschaftsbeteiligungen lassen annehmen, dass sich der Einfluss der Stimmrechtsberater in den nächsten Jahren weiterhin steigern wird[275].

E. Kritik am Phänomen der Stimmrechtsberatung

Die Kritik an den Stimmrechtsberatern ist vielfältig[276]: Stimmrechtsberater seien für Interessenkonflikte anfällig (dazu unter I.), ihre Stimmempfeh-

---

271 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 296; *Langenbucher,* in: FS Hoffmann-Becking, 733, 741f; *Dörrwächter,* AG 2017, 409, 410; *Schneider/Anzinger,* NZG 2007, 88, 89.

272 *Hommelhoff*, ZIP 2013, 2177, 2179; *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175; 186; *Schneider/Anzinger,* NZG 2007, 88, 89; ausführlich dazu unter § 2 E. 2.

273 Eine verlässliche Tatsachengrundlage herbeiwünschend *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 172; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 63; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 89; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 59.

274 Siehe zum Inhalt des Art. 3 g I b) ARL II unter § 5 C. 3.

275 Ein Wachstum des Marktes prognostizieren auch *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 59; *Fleischer,* AG 2012, 2, 3.

276 Ein Überblick zur Kritik an Stimmrechtsberatern findet sich bei *Klöhn/Schwarz,* ZIP 2012, 149, 152ff; *Seibert,* in: FS Hoffmann-Becking, 1112f; *Fleischer,* ZGR 2011, 155, 171f; ausführlich: *Kuhla,* Regulierung institutioneller Stimmrechtsbe-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lungen von schlechter Qualität und ungenau (II.), deren Erstellung intransparent (III.). Den Emittenten fehle regelmäßig die Gelegenheit, dadurch entstehende Fehler zu korrigieren (IV.). Überdies sollen die Stimmrechtsberater einen negativen Einfluss auf die Entwicklung der Corporate Governance haben (V.). Eine Regulierung der Branche durch Wettbewerb sei allerdings nicht zu erwarten (VI.). Hingegen würde mit dem Bedeutungsaufstieg der Stimmrechtsberater ein neuer *Agency*-Konflikt geschaffen (VII.).

Die Kritik soll gesammelt, strukturiert und bewertet werden, um bei der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie möglichst viele berechtigte Kritikpunkte ansprechen und auflösen zu können.

I. Interessenkonflikte

Geht es um die Kritik an Stimmrechtsberatern, so werden zuvörderst die potenziellen und die bestehenden Interessenkonflikte angeführt. Konzentrieren sich die Vorwürfe zumeist auf die parallele Corporate Governance Beratung von ISS (1.), so liefern auch die Eigentümerstrukturen (2.) und sonstige Punkte (3.) Grund für die Annahme von Interessenkonflikten, die im Folgenden skizziert werden sollen[277].

1. Parallele Corporate Governance Beratung

Heftiger Kritik sieht sich der marktführende Stimmrechtsberater *ISS* ausgesetzt: Ihm werden Interessenkonflikte vorgeworfen, da neben der Stimmrechtsberatung und -vertretung durch die hundertprozentige Tochtergesellschaft *ICS*[278] Emittenten in Corporate Governance Fragen beraten werden[279]. Es steht zu befürchten, dass *ISS* den Emittenten wohlwollendere Abstimmungsempfehlungen erteilt, die sie zuvor selbst über die Tochter

---

rater, S. 63ff; *Wünschmann,* Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 94ff.

277 Ausführlich zu den Interessenkonflikten der Stimmrechtsberater auch *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 77ff; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 215ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 104ff.

278 Zur Corporate Governance Beratung durch *ICS* siehe § 2 A. III.

279 Vgl. nur *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152f; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 399f; *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 906f; *Center on Executive Com-*

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ICS in Corporate Governance Fragen beraten haben[280]. Im Umkehrschluss könnten sich aus diesem Grund Gesellschaften dazu genötigt sehen, Beratungsleistungen von *ICS* in Anspruch zu nehmen[281]. So könnte es für die Unternehmensleitung attraktiv sein, ein Vergütungsmodell, das in Zusammenarbeit mit *ICS* erarbeitet wurde, zur Abstimmung zu stellen und dabei auf die Unterstützung von *ISS* zu setzen[282]. Es bestehen berechtigterweise erhebliche Zweifel, ob *ISS* gegen Vorschläge abstimmt, die sie letztlich selbst ausgearbeitet haben[283]. Folglich ist zu besorgen, dass die Empfehlungen von *ISS* in einem solchen Fall nicht allein vom Interesse der sie beauftragenden Aktionäre geleitet sind.

Um diesen Vorwürfen zu begegnen, hat *ISS* nach eigenen Angaben sog. *„firewalls"* (auch *„chinese walls"* genannt) zwischen dem Stimmrechtsberatungsgeschäft und der Corporate Governance Beratung eingerichtet[284]. So sollen nunmehr die Abteilungen räumlich voneinander getrennt arbeiten und nicht mehr auf dieselben Informationsdatenbanken Zugriff haben, sodass im Endeffekt für die Mitarbeiter nicht mehr feststellbar ist, ob auch das Mutter- bzw. Tochterunternehmen Stimmempfehlungen abgibt, respektive beauftragt ist[285]. Zudem hat *ISS* in ihren unternehmenseigenen Ethikkodex Regelungen und Prozessabläufe zur Vermeidung des Interes-

---

pensation, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 7; *Fleischer*, AG 2012, 2, 3.

280 Davon gehen laut einem Bericht des *Millstein Center* auch viele Unternehmen aus, die ISS (ICS) mit der Beratung beauftragen, vgl. *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 7

281 *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 10.

282 Beispiel nach *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 10.

283 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 79; mit Illustration durch ein Beispiel aus der Praxis, *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 105f.

284 *Institutional Shareholder Services*, Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework, S. 17f; die Errichtung von *chinese walls* ist ein typisches Mittel um Interessenkonflikten Herr zu werden, *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 153; *Kumpan/Leyens*, ECFR 2008, 72, 86f; kritisch zur Effektivität von *chinese walls Hopt*, ZGR 2002, 333, 368; *Buck-Heeb*, in: FS Hopt, S. 1647, 1648.

285 *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 920f; zu weiteren Maßnahmen auch *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 10f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

senkonfliktes implementiert[286]. Um die Wirksamkeit dieser Maßnahmen nachzuweisen, wurde die Kanzlei *Sullivan & Cromwell* mit deren Überprüfung beauftragt. Wenig überraschend kam das Gutachten zu dem Ergebnis, dass die getroffenen Maßnahmen eine effektive Kontrolle des Interessenkonflikts bei *ISS* und *ICS* gewährleisten[287]. Von unabhängiger Seite konnten die Maßnahmen bisher nicht überprüft werden[288]. Investoren haben das Vorgehen von *ISS* zur Minimierung des Interessenkonflikts hingegen positiv aufgenommen worden[289]. Es verbleibt dennoch eine gewisse Skepsis, ob die *chinese wall* von *ISS* tatsächlich effektiv ist, oder ob sie das Problem nur vermindert[290]. Stimmig ist auch der Einwand, dass die räumliche Trennung der Abteilungen nicht sonderlich effektiv ist. Da die Geschäftsadressen von *ISS* und *ICS* in den USA und in Großbritannien gleich sind, wird sich für die Mitarbeiter auch außerhalb der Abteilung die Möglichkeit zum Austausch bieten[291].

Dafür, dass viele institutionelle Investoren ein Problem im Interessenkonflikt sehen, spricht der Erfolg von *Glass Lewis*, die sich neben *ISS* etablieren konnten. Grund für den erfolgreichen Markteintritt war vor allem, dass *Glass Lewis* kein vergleichbarer Interessenkonflikt vorzuwerfen ist[292].

Zusammenfassend ist trotz der von *ISS* getroffenen Vorkehrungen nicht auszuschließen, dass die Tätigkeiten des Stimmrechtsberaters und des Corporate Governance Beraters miteinander aufgrund der entstehenden Interessenkonflikte unvereinbar sind. Im Rahmen der Analyse der ARL II wird

---

286 *Institutional Shareholder Services*, Regulatory Code of Ethics 2017, S. 12ff.

287 *Sullivan & Cromwell LLP*, ISS Corporate Services, Inc. - Conflict Policy Review Project; zum Gutachten von *Sullivan & Cromwell,* siehe *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 81f.

288 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 218.

289 Dies ergab eine Befragung des *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 11.

290 *Fleischer*, AG 2012, 2, 10; *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 15; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 218f; *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1115.

291 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 108.

292 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 397; zum Markteintritt von *Glass Lewis* siehe auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 79f; ob Investoren immer noch die Problematik eines Interessenkonflikts sehen, nachdem *ISS* Maßnahmen dagegen eingeleitet hat, ist unklar; Beispiele von großen Investoren, die von *ISS* zu *Glass Lewis* aufgrund des Interessenkonflikts wechselten, liefert *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 907.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

darauf zu achten sein, welche Schritte die EU vorgesehen hat, um diesem Interessenkonflikt zu begegnen.

2. Erstellung von Corporate-Governance Ratings

Der soeben dargestellte Interessenkonflikt besteht in gleichem Maße auch hinsichtlich der Erstellung von Corporate Governance Ratings[293]. Unter dem Namen *ISS QualityScore* bewertet *ISS* mit einem Zahlenwert, wie es um die Corporate Governance eines Unternehmens bestellt ist[294]. Wie wichtig ein gutes Rating für Gesellschaften ist, lässt sich daran ablesen, dass die Quote der ablehnenden Abstimmungsempfehlungen steigt, wenn ein schlechtes *ISS* Rating vorliegt[295]. Es besteht also für das Management wiederum der Anreiz, *ICS* als Corporate Governance Berater zu beauftragen, um den eigenen *Score* zu verbessern. Dieses Geschäftsmodell ist treffend beschrieben mit folgendem Zitat: *"Creating a governance test and then selling the answer"*[296]. Die Doppelrolle von *ISS* weist Parallelen zu den in die Kritik geratenen Ratingagenturen auf. Zunächst an der Entwicklung von Finanzprodukten beteiligt, bewerten sie diese im Anschluss im Auftrag der Emittenten[297].

Die Steigerung des eigenen *ISS QualityScore* scheint mit wenig Aufwand und in kürzester Zeit möglich[298]: "*If your governance is not getting a good grade, you go see them and they tell you how to get a good grade. […] If that's not a conflict, I don't know what is.*"[299] Je mehr Investoren durch Beratung

293 Ebenfalls zwischen der Corporate Governance Beratung dem Corporate Governance Rating unterscheidend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 112ff.

294 Zum Corporate Governance Rating siehe § 2 A. II.

295 *Hitz/Lehmann*, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, S. 19, 21.

296 Zitiert nach *Starkman*, Washington Post 23.01.2006, das Zitat findet sich bei *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 295.

297 *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 643; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 217.

298 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

299 *Millstein, Ira M.*, zitiert nach *Starkman*, Washington Post 23.01.2006; dieses und eine Vielzahl weiterer Zitate, durch die die Doppelrolle von *ISS* kritisiert worden ist, finden sich bei *Kubla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 79f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ihr Rating verbessern, desto höher wird auch der Druck auf die restlichen Investoren, von dieser Möglichkeit Gebrauch zu machen[300].

3. Eigentümerstruktur

Weitere Interessenkonflikte können sich aus der Eigentümerstruktur der Stimmrechtsberater ergeben. Diese Kritik traf lange Zeit primär *Glass Lewis*, deren Gesellschafter das *Ontario Teacher's Pension Plan Board („OTPP")* und die *Alberta Investment Management Corporation („AIMCo")* sind[301]. Beide Eigentümer sind institutionelle Investoren, nämlich große kanadische Pensionsfonds mit diversifizierten Portfolios. Es besteht die Gefahr, dass sie Einfluss auf *Glass Lewis* mit dem Ziel ausüben, ihre eigenen wirtschaftlichen Interessen zu verfolgen[302]. Die Beeinflussung eines Stimmrechtsberaters ist aufgrund der faktischen Marktmacht viel effizienter und kostengünstiger, wie etwa die Koordination eines gemeinsamen Abstimmungsverhaltens mit anderen institutionellen Anlegern. *OTPP* und *AIMCo* stünde durch die Kontrolle eines Stimmrechtsberater die Möglichkeit offen, Abstimmungen von Gesellschaften, an denen sie selbst beteiligt sind, in ihrem Sinne weit über ihr eigenes Stimmgewicht hinaus zu beeinflussen. Um diesen Vorwürfen zu begegnen gibt *Glass Lewis* an, in ihren Analyseberichten darauf hinzuweisen, wenn ihre Eigentümer an einem analysierten Unternehmen erhebliche Anteile halten[303].

Derselben Kritik muss sich mittlerweile auch *ISS* stellen. Seit 2017 hat es mit *Genstar Capital* einen neuen Eigentümer[304]. *Genstar Capital* ist ein Private Equity Unternehmen, das ebenfalls Interesse an der Beeinflussung von Abstimmungen bei Gesellschaften, an denen es beteiligt ist, haben könnte.

---

300 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 113; zum Einfluss des Corporate Governance Ratings auf das Bonitätsranking, siehe § 2 A. II.

301 Siehe dazu bereits § 2 B. I. 2.; zur den potentiellen Interessenkonflikten aufgrund der Eigentümerstruktur *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 8; *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 60.

302 So auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 109f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 221.

303 *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 8.

304 Siehe dazu bereits § 2 B. I. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Ein weiterer Stimmrechtsberater, der sich mit diesem Vorwurf konfrontiert sieht, ist *Egan Jones*, eine hundertprozentige Tochter der gleichnamigen Ratingagentur[305].

4. Sonstige Interessenkonflikte

Dieselben Interessenkonflikte, die durch die Eigentümerstruktur mancher Stimmrechtsberater entstehen, können auch auftreten, wenn Mitarbeiter ein Interesse am Ausgang einer Abstimmung haben, etwa weil sie an einer Gesellschaft, für die Stimmempfehlungen erteilt werden, beteiligt sind[306]. In einer solchen Situation ist es ebenfalls vorstellbar, dass sich die Entscheidung des Stimmrechtsberaters nicht ausschließlich am Interesse der sie beauftragenden Aktionäre orientiert. Ein Interessenkonflikt auf persönlicher Ebene wurde *ISS* 2002 im Rahmen der Fusion von *Hewlett-Packard (HP)* und *Compaq* nachgesagt[307]. Den Aktionären von *HP* empfahl *ISS* damals die Zustimmung zur Fusion. Problematisch dabei war, dass Gesellschafter von *ISS*, die zugleich *board*-Mitglieder des Stimmrechtsberaters waren, Geschäftsbeziehungen zu *HP* unterhielten und dadurch zumindest den Anschein erweckt wurde, die Empfehlung sei aufgrund der Verflechtung im Interesse des Managements von *HP* abgegeben worden.

Zu einem Interessenkonflikt kann es ebenso kommen, wenn ein institutioneller Investor, der Kunde eines Stimmrechtsberaters ist, selbst einen Abstimmungsvorschlag für die Hauptversammlung formuliert. Der Stimmrechtsberater könnte sich in diesem Fall verleitet fühlen, seinen anderen Kunden die Annahme des Antrags auf Bitten des Antragsstellers zu empfehlen[308]. Während *Schwarz*[309] dieses Vorgehen für unwahrscheinlich

---

305 Siehe dazu bereits § 2 B. I. 3.; *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 9.

306 *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 11; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 95; *ESMA*, Discussion Paper, S. 21; dazu auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 109.

307 Darstellung nach *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 95; *Meyer*. *Computerwoche*, Kredite gegen Stimmen? HP soll Fusionsabstimmung beeinflusst haben.

308 *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 12; *ESMA*, Discussion Paper, S. 21.

309 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 220.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hält, konstruiert *Wünschmann*[310] ein realistisches Szenario, das eine solche Entscheidung eines Stimmrechtsberaters als möglich erscheinen lässt: Ist der Antragsteller ein bedeutender Kunde mit großem Portfolio, könnte der Stimmrechtsberater sich für den großen Kunden und gegen die Interessen kleinerer Investoren, die er gleichfalls berät, entscheiden.

II. Qualität der Beratung und Ungenauigkeit der Empfehlungen

Stimmrechtsberatern wird weiterhin angelastet, ihre Empfehlungen seien fehlerhaft bzw. qualitativ minderwertig und beruhten auf falschen Tatsachengrundlagen[311]. Größtenteils nutzen Stimmrechtsberater ausschließlich öffentlich zugängliche Quellen, wodurch zwar die Gefahr, der Empfehlung falsche Tatsachen zugrunde zu legen, nicht gänzlich ausgeschlossen werden kann. Das größere Risiko dürfte allerdings darin liegen, dass nicht alle relevanten Informationen hinreichend ermittelt und in die Bewertung miteinbezogen werden[312]. Aufgrund der enormen Zahl zu analysierender Hauptversammlungsagenden und der steigenden Anzahl an Tagesordnungspunkten ist dies jedenfalls naheliegend. Bei einer Umfrage unter Personalvorständen gaben 53 % der Befragten an, dass eine abschließende Empfehlung zu Vergütungsfragen mindestens einen inhaltlichen Fehler enthielt[313]. Empfehlungen auf falscher Tatsachengrundlage sind für das betroffene Unternehmen unter Umständen verheerend, vor allem da die Fehler in den wenigsten Fällen vor der Abstimmung aufgeklärt werden können[314].

Neben der zum Teil unzureichenden Tatsachengrundlage, aufgrund derer die Empfehlungen formuliert werden, steht auch die Qualität der Emp-

310 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 110f.

311 *Fleischer*, AG 2012, 2, 4; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 171; *Securities and Exchange Commission*, Concept Release on the U.S. Proxy System, S. 118; *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 8f; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 103f; Beispiele zu fehlerhaften und ungenauen Empfehlungen, die von Unternehmen zur Verfügung gestellt wurden, finden sich bei *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 58f.

312 Ebenso *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 124.

313 Vgl. *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 10.

314 Dazu unter § 2 E. IV.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

fehlungen in der Kritik[315]. Erneut spielt die Vielzahl Kunden in Kombination mit der relativ kurzen Hauptversammlungssaison eine Rolle. Die Stimmrechtsberater sind dadurch auf temporäre Arbeitskräfte angewiesen. Deren ausreichende Qualifikation zur Beurteilung der Lage eines Unternehmens in Einzelfall und damit zur Erstellung einer qualitativ hochwertigen Empfehlung darf zu Recht bezweifelt werden[316]. Im Endeffekt sehen sich die Stimmrechtsberater, wenngleich in geringerem Umfang, demselben Problem wie die sie beauftragenden Investoren ausgesetzt[317].

Damit verbunden ist der Vorwurf, dass die Analyse der Unternehmen schematisch anhand der Stimmrechtsrichtlinien mittels eines *one-size-fits-all* Ansatzes vorgenommen werde, ohne auf die besonderen Umstände oder Eigenschaften einzelner Unternehmen einzugehen[318]. Die Kritik richtet sich gegen ein simples Abgleichen der Abstimmungsvorschläge des Managements an den Vorgaben der ausgewählten Stimmrechtsrichtlinie. Zwar mag ein solches Verfahren für die Berater lukrativ sein, da durch Automatisierungsprozesse die Kosten für die einzelne Empfehlung stark verringert werden können. Der ideale Zweck der Beratung bleibt dabei jedoch auf der Strecke. Ein einfaches Abgleichen mit den Stimmrechtsrichtlinien ist sicher nicht geeignet, die Corporate Governance zu verbessern. Letztlich kann sie sogar Gegenteiliges bewirken, nämlich eine im Endeffekt uninformierte Stimmabgabe. Denn wenn die Besonderheiten eines Unternehmens nicht bei der Empfehlungserstellung berücksichtigt werden, sind die zuvor zusammengetragenen Informationen nutzlos. Selbstredend gibt die Branche an, nicht so zu vorzugehen. Angesichts der Menge an innerhalb kürzester Zeit ausgesprochenen Empfehlungen muss allerdings bezweifelt werden, dass die Stimmrechtsberater jede Empfehlung

315 *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 17; *Securities and Exchange Commission*, Concept Release on the U.S. Proxy System, S. 118.

316 So wird vor allem *ISS* vorgeworfen, unqualifizierte Kräfte für die Erstellung von Abstimmungsempfehlungen zu beschäftigen, vgl. *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 402; *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 897; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 103.

317 Mangelnde Ressourcen und die Kürze der Hauptversammlungssaison sind Mitbeweggründe für die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters, siehe dazu bereits unter § 2 C. I. 2. a).

318 *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 104; *Securities and Exchange Commission*, Concept Release on the U.S. Proxy System, S. 119; *OECD*, Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages, S. 11, 52, 54.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

durch eingehende Analyse eines jeden Unternehmens entwickeln können[319].

Erschwerend hinzu kommt der Vorwurf, dass Stimmrechtsberater kein Interesse an einer qualitativ hochwertigen Stimmrechtsberatung hätten, da sie mangels eines durchsetzbaren Haftungsregimes ohnehin nicht in die Verantwortung genommen werden können[320].

III. Mangelnde Transparenz

Einen weiteren Kritikpunkt stellt die Intransparenz des Entscheidungsprozesses der Stimmrechtsberater dar[321]. Es wird beanstandet, dass ihr Entscheidungsmodell undurchsichtig sei, sodass letztlich nicht vorhergesagt werden könne, welche Empfehlung ausgesprochen wird. Besonders die sich häufig vorbehaltenen Ermessensentscheidungen der Proxy Advisors dürften dazu beitragen, dass das Modell der Stimmempfehlung bereits als „*black box*" bezeichnet worden ist[322]. Die Methodik der Entscheidungsfindung und die der Empfehlung zugrundeliegenden Tatsachen seien nicht nachvollziehbar[323]. Ohne diese Informationen ist es für den Emittenten jedoch schwer bis nahezu ausgeschlossen die Empfehlung in inhaltlicher Hinsicht anzugreifen[324]. Überdies besteht schließlich aufgrund der mangelnden Transparenz die Gefahr, dass die Stimmrechtsberater bei der Empfehlungserstellung nicht die Stimmrechtsrichtlinien einhalten, sondern lediglich mittels eines automatisierten Prozesses die Tagesordnungspunkte abhaken[325]. Gerade bei umstrittenen Beschlussgegenständen kommt es ge-

---

319 Insofern kritisch auch *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 72.

320 *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 171; *Choi/Fisch/Kahan*, Emory Law Journal 59 (2010), 869, 872; zur Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen Stimmrechtsberater nach deutschem Recht für fehlerhafte Stimmrechtsempfehlungen haften, siehe unter § 3 C.

321 *ESMA*, Discussion Paper, S. 23f; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 124f; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 70f; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 418ff; *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 189.

322 So *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 420; *Choi/Fisch/Kahan*, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), 649, 650.

323 Hierüber waren sich Anleger wie auch Emittenten einig, vgl. *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 17.

324 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 71.

325 *ESMA*, Discussion Paper, S. 23f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

häuft zu sich unterscheidenden Empfehlungen der einzelnen Stimmrechtsberater[326]. Neben den undurchsichtigen Empfehlungen für die Abstimmung auf der Hauptversammlung nehmen die Stimmrechtsberater zudem in nicht öffentlichen Gesprächen mit dem Management im Vorlauf der Abstimmung Einfluss[327].

Die Stimmrechtsberater haben allerdings auch Bemühungen angestellt, den Vorwurf der Intransparenz zu entkräften. So werden die verwendeten Stimmrechtsrichtlinien veröffentlicht und laufend überarbeitet. Darüber hinaus besteht für Emittenten die Möglichkeit, außerhalb der Hauptversammlungssaison Kontakt zu den Beratern aufzunehmen[328].

Die vorherrschende Intransparenz verstärkt letztlich allerdings die Gefahr, dass sachfremde Erwägungen angestellt werden und Interessenkonflikte zum Tragen kommen. Je weniger transparent, desto geringer ist nämlich die Gefahr, dass unlautere Praktiken der Stimmrechtsberater aufgedeckt werden. Hierdurch steigt der Anreiz, opportunistisch zu handeln[329]. Festgehalten werden kann bereits, dass gesteigerte Transparenz mithin ein Mittel wäre, um den Interessenkonflikten zu begegnen.

IV. Fehlende Kommentierungsmöglichkeit

An die mangelnde Qualität, die Ungenauigkeit und auch die Intransparenz der Stimmempfehlungen knüpft ein weiterer Kritikpunkt an: Die fehlende Kommentierungsmöglichkeit durch die Emittenten[330]. Enthält eine Stimmempfehlung aus Sicht eines Emittenten einen Fehler, so hat er in der Regel keine Möglichkeit den Stimmrechtsberater darauf hinzuweisen, bevor die Empfehlung den abstimmenden Investor erreicht[331]. Zumeist wird der Emittent nicht einmal von der Empfehlung Kenntnis erlangen, ganz zu schweigen von der Möglichkeit vor Zuleitung an den Investor

326 So *Böckli*, SZW 2015, 209, 213.
327 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 153.
328 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 303f schließt daraus, dass die Transparenzmängel bei weitem nicht so schwerwiegend seien, wie es etwa die EU-Kommission annehme.
329 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 71; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 419.
330 Ausführlicher dazu *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 74ff.
331 *Fleischer*, AG 2012, 2, 4; *ESMA*, Discussion Paper, S. 24f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Stellung dazu zu nehmen[332]. In der Tat kann dies zu erheblichen Nachteilen für einen Emittenten führen. Andererseits besteht zwischen dem Emittenten und den Stimmrechtsberatern kein Vertragsverhältnis, welches die Berater zur Einräumung einer Kommentierungsmöglichkeit veranlassen könnte. Die Stimmempfehlung ist die erbrachte Leistung für ihren Vertragspartner, den Investor. Eine kostenlose Vorabveröffentlichung bzw. eine Weitergabe dieser Leistung an den Emittenten mit der Möglichkeit zur Kommentierung ist für die Berater unattraktiv: Eine Auseinandersetzung mit Stellungnahmen der Emittenten während der Hauptversammlungssaison würde die ohnehin schon knappen Ressourcen beanspruchen. Zudem besteht für die Berater das Risiko durch den Kontakt an Insiderinformationen zu gelangen und sich dadurch letztlich des Vorwurfs des Marktmissbrauchs ausgesetzt zu sehen[333]. Ebenso wäre der Kontakt mit den Emittenten nach Erstellung der Empfehlung ein weiteres Einfallstor für Interessenkonflikte.

V. Einfluss auf Corporate Governance

Wie aufgezeigt, reicht der Einfluss der Stimmrechtsberater weit. In Zusammenschau allein mit der Kritik hinsichtlich Qualität, Genauigkeit und Transparenz der Empfehlungen kann es nicht verwundern, dass die Stimmrechtsberater auch erheblichen Einfluss auf die Corporate Governance und deren Entwicklung haben, was wiederum selbst Gegenstand vielfältiger Kritik ist.

Die Vorwürfe lassen sich grob unterteilen: Zunächst wird bemängelt, dass die Stimmrechtsberater Neuerungen und eine Weiterentwicklung der Corporate Governance verhindern (dazu unter I.). Wesentlich schwerer noch wiegt die Anschuldigung, nationale Besonderheiten bei der Erstellung der Stimmempfehlungen nicht zu berücksichtigen (II.). Schließlich treten die Vorgaben der Stimmrechtsberater auch in Konkurrenz zum Deutschen Corporate Governance Kodex und drohen ihn zu verdrängen (III.).

---

332 Während *Glass Lewis* während der Hauptversammlungssaison grundsätzlich den Kontakt zu Emittenten verweigert, kann mit *ISS* in Kontakt getreten werden.

333 *ESMA*, Discussion Paper, S. 24f; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 76.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

1. Hemmung von Innovationen

Kritisiert wird, dass Stimmrechtsberater durch ihre Stimmrechtsrichtlinien Neuerungen und Veränderungen in der Corporate Governance verhindern[334]. Da das Management damit rechnen muss, dass keine vertiefte Einzelfallprüfung des Unternehmens vorgenommen wird, läuft es Gefahr eine ablehnende Empfehlung zu erhalten, wenn die Corporate Governance nicht konform mit den Richtlinien der Berater ist. Es ist mithin verständlich, dass sich die Emittenten nicht nur an den Stimmrechtsrichtlinien orientieren[335], sondern auch zögern, von ihnen abzuweichen. Zudem besteht durch richtlinienkonformes Verhalten die Möglichkeit, das eigene Corporate Governance Rating zu verbessern[336]. Letztlich muss dies dazu führen, dass von den Unternehmen selbst keine Initiative zur Weiterentwicklung der Corporate Governance ausgeht[337].

Der ausgehende Fehlanreiz, die Corporate Governance nicht mehr durch experimentelles Abweichen vom Gewohnten fortzuentwickeln, muss jedoch nicht zu ihrem Stillstand führen. Schließlich überarbeiten die Stimmrechtsberater, die sich ja selbst die Verbesserung der Corporate Governance auf die Fahne geschrieben haben, jährlich ihre Stimmrechtsrichtlinien und holen dabei Investoren wie auch Emittenten mit an den Tisch. Dem wird allerdings entgegengehalten, dass es den Beratern dabei nicht um eine echte Weiterentwicklung der Corporate Governance ginge, sondern vielmehr nur eine Anpassung der Stimmrechtsrichtlinien an die aktuelle „Corporate Governance Mode" vorgenommen werde[338]. Der Grund für die permanenten Veränderungen sei letztlich das Interesse an

334 *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 918; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 171; *Fleischer*, AG 2012, 2, 5; *Böckli*, SZW 2015, 209, 221.

335 Dazu bereits unter § 2 D. II.

336 Zum Corporate Governance Rating und seiner Bedeutung für Emittenten siehe bereits unter § 2 A. II.

337 Ein einzelnes Unternehmen ist selbstverständlich nicht auf die generelle Weiterentwicklung der Corporate Governance Kultur aus, jedoch entsteht Neues nur durch Abweichen von bisherigen Praktiken oder auch durch Zurückgreifen auf bereits erprobte Ansätze der Corporate Governance, mit denen ein Unternehmen gute Erfahrungen gemacht hat.

338 *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 172; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 402; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384; *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 915.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

erhöhten Beratungshonoraren, die sich durch die dauerhafte Überarbeitung erzielen lassen[339].

2. Keine Berücksichtigung nationaler Besonderheiten

Schwer wiegt der Vorwurf, dass die Stimmrechtsrichtlinien nationale Besonderheiten nicht berücksichtigen[340].

Dass nationale Besonderheiten unzureichend berücksichtigt werden, zeigt bereits ein Blick auf den weiten regionalen Anwendungsbereich von Stimmrechtsrichtlinien, die für außeramerikanische Rechtsordnungen entwickelt worden sind[341]. *Glass Lewis* hat eine eigene Stimmrechtsrichtlinie für Deutschland im Angebot, die tatsächlich größtenteils auf die deutschen Besonderheiten eingehen dürfte, da sich *Glass Lewis* durch Zukauf der deutschen *IVOX GmbH* um *Dr. Alexander Juschus* in Fragen deutscher Corporate Governance qualifiziert verstärkt hat[342].

ISS hingegen fasst ganz Kontinentaleuropa unter eine Richtlinie. Dass bei einem solchen Vorgehen nicht auf die Eigenheiten und Strukturen der Unternehmensverfassungen der einzelnen Länder hinreichend eingegangen wird, liegt auf der Hand. Doch auch eine rein länderspezifische Stimmrechtsrichtlinie allein stellt nicht sicher, dass tatsächlich alle Besonderheiten einer nationalen Rechtsordnung aufgegriffen werden. Beispielhaft für diese oftmals grundlegende Problematik nennt *Eberspächer* die Frage, welchem Interesse Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet sind[343]. Während in den USA die Ansicht des *Shareholder-Value* Ansatzes vorherrscht, nachdem die Gesellschaft ausschließlich dem Wohl der Anteilseigner zu dienen hat, konnte sich in Deutschland ein pluralistisches Verständnis des Unternehmensinteresses durchsetzen, das grob gesprochen die konfligie-

339 *Fleischer* spricht von *Churning*, also Gebührenschinderei, *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 172.

340 *Hommelhoff*, ZIP 2013, 2177, 2179; *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175; 186; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89; *Wettich*, NZG 2011, 721, 726; *Deutscher Anwaltverein*, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, S. 12.

341 Zu den regionale Stimmrechtsrichtlinien von *ISS* und *Glass Lewis* bereits unter § 2 A. I. 1.

342 Siehe hierzu bereits unter § 2 B. I. 7.

343 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 119.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

renden Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern, Gläubigern und anderen an der Gesellschaft interessierten Gruppen in praktische Konkordanz zu bringen versucht[344]. Eine ähnliche Problematik wird in der Schweiz beklagt, wo *Ethos* den durch ständige Rechtsprechung des Bundesgerichtes konkretisierten Begriff des „Unternehmensinteresses", nunmehr durch das „langfristige Interesse der Mehrheit der Anspruchsgruppen" als Bezugspunkt der Leitung der Gesellschaft ersetzt[345].

Die mangelnde Berücksichtigung nationaler Besonderheiten drückt sich hauptsächlich darin aus, dass die Stimmrechtsrichtlinien Anforderungen stellen, die über jene hinausgehen, die das geltende Recht den Emittenten vorschreibt. Etwa bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss stellen die Stimmrechtsberater höhere Anforderungen als jene, die das Aktiengesetz vorsieht[346]. Bei der Bestellung eines ehemaligen Vorstands zum Aufsichtsrat fordert *ISS* eine fünfjährige Cooling-Off Periode[347]. § 100 I Nr. 4 AktG schreibt hierfür lediglich zwei Jahre vor. Während nach Ziff. 5.4.1 DCGK[348] der Aufsichtsrat selbst eine Regelgrenze für die Zugehörigkeitsdauer festlegen soll, lehnt *ISS* die Wahl eines Aufsichtsratsmitglieds ab, wenn es bereits 12 Jahre im Aufsichtsrat saß[349]. Beim Tagesordnungspunkt Vergütung waren in den letzten Jahren gehäuft höhere Ablehnungsquoten

344 Zum *shareholder value* Ansatz *Merkt*, RabelsZ 59 (1995), 545, 554; *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, S. 588; *Grundmann*, ZGR 2001, 783, 796; zum pluralistischen Verständnis des Unternehmensinteresses *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 24ff.

345 *Böckli*, SZW 2015, 209, 219.

346 *Deutscher Anwaltverein*, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, S. 12; *Deutsches Aktieninstitut*, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory, S. 3f; *Vaupel*, AG 2011, 63, 64, Fn. 18; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 296.

347 *Institutional Shareholder Services*, Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019, S. 13.

348 Soweit nicht ausdrücklich darauf hingewiesen wird, bezieht sich die Untersuchung auf den DCGK in der Fassung vom 07. Februar 2017. Die von der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex am 09. Mai 2019 beschlossene Fassung wird erst nach Inkrafttreten des ARUG II beim Bundesministerium für Justiz und für Verbraucherschutz eingereicht und damit erst mit Veröffentlichung durch vorgenanntes Ministerium im elektronischen Bundesanzeiger die Fassung vom 07. Februar ablösen, <www.dcgk.de/de/kodex/dcgk-2019.html> (Stand: 20.07.2019).

349 Beispiel von *Marsch-Barner,* in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, Einführung Corporate Governance, 2.23a Fn. 6; *Institutional Shareholder Services*, Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019, S. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zu verzeichnen, die auch auf Empfehlungen von Stimmrechtsberatern zurückzuführen sind, die nicht hinreichend mit den Vorgaben des Aktiengesetzes zur Vorstandsvergütung vertraut sind[350]. Genauso scheint bei der Zahl der unabhängigen Mitglieder des Aufsichtsrats übersehen zu werden, dass im mitbestimmten Aufsichtsrat auch Vertreter der Arbeitnehmer sitzen[351]. Weiterhin wird die deutsche Konzeption der Vorzugsaktie von vielen Stimmrechtsberatern nicht akzeptiert, die meist generell nach dem „*one share one vote*" Prinzip verfahren[352]. Zu besorgen ist zudem, ob Stimmrechtsberater über ein hinreichendes Verständnis der außergewöhnlichen Rechtsform der KGaA verfügen und deren Besonderheiten bei der Erstellung von Stimmempfehlungen berücksichtigen[353].

Ähnliche Beispiele aus den Niederlanden lassen ebenfalls erkennen, dass *ISS* entweder mit dem nationalen Recht nicht vertraut ist, oder sich schlichtweg darüber hinweg setzt[354]. Auch aus Frankreich ist bekannt, dass *ISS* mit seinen Stimmrechtsrichtlinien und -empfehlungen bereits „*soft law*" kreiert hat[355]. Gleiches wird in der Schweiz moniert[356]. Gestützt werden diese Erfahrungen von einer Untersuchung aus dem Jahr 2018, die für den deutschen Markt feststellt, dass sich die Empfehlungen der ausländischen Proxy Advisors *ISS* und *Glass Lewis* häufiger decken als die des nationalen Stimmrechtsberaters *IVOX*. Hieraus wird geschlossen, dass die ausländischen Stimmrechtsberater die Besonderheiten des deutschen Aktienrechts nicht vollständig in ihre Stimmrechtsrichtlinien aufgenommen haben.[357]

350 *Wettich*, NZG 2011, 721, 726; *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 410.
351 *Deutsches Aktieninstitut*, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory, S. 4; *Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.*, Stellungnahme zur Konsultation "Best Practice Principles for Governance Research Providers", S. 3.
352 *Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.*, Stellungnahme zur Konsultation "Best Practice Principles for Governance Research Providers", S. 3.
353 *Deutsches Aktieninstitut*, Deutsches Aktieninstitut's Response to the Consultation On Best Practice Principles For Shareholder Voting Research & Analysis, S. 4.
354 *Verdam*, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, S. 9.
355 *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 95.
356 *Böckli*, SZW 2015, 209, 217f.
357 *Heinen/Koch/Scharfbillig*, Exporting Corporate Governance, S. 23.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

3. Verdrängung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Neben den zwingend gesetzlichen Vorschriften müssen Vorstand und Aufsichtsrat auch die Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) im Blick haben, über dessen Einhaltung sie eine Entsprechenserklärung abzugeben haben, § 161 AktG. Der DCGK folgt dem Prinzip des *comply-or-explain*, es kann also den Kodexempfehlungen entsprochen, oder mit Begründung davon abgewichen werden.

Daneben treten mittlerweile allerdings zusätzlich die Vorgaben, die die Stimmrechtsberater an Vorstand und Aufsichtsrat stellen und die aufgrund des erheblichen Einflusses nicht mehr unberücksichtigt bleiben können[358]. Es wird bereits angenommen, dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater zumindest im Tagesgeschäft größere praktische Relevanz haben als der Deutsche Corporate Governance Kodex[359]. Hier muss befürchtet werden, dass die Vorgaben und das Vorgehen der Stimmrechtsberater den DCGK verdrängen. Da die Erklärung über die Anwendung des DCGK gem. § 161 I AktG für börsennotierte Aktiengesellschaften verpflichtend ist, handelt es sich nicht um eine vollständige Verdrängung, aber um ein Aushebeln des für den DCGK zentralen *comply-or-explain* Prinzips[360].

Erstellen die Stimmrechtsberater die Empfehlung schematisch ohne auf die Besonderheiten des einzelnen Unternehmens einzugehen, so wird eine Abweichung von den Vorgaben der Stimmrechtsberater zu einer ablehnenden Abstimmungsempfehlung führen. Hinter dem *comply-or-explain* steckt der Gedanke, dass ein verbindliches Befolgen der Vorgaben des DCGK nicht in allen Fällen die beste Lösung für ein jedes Unternehmen ist. Deshalb kann mit Begründung davon abgewichen werden kann, ohne dass dies am Kapitalmarkt per se negativ gewertet wird. Fehlt es nun aber an der Auseinandersetzung mit der Begründung, so wird ein Abweichen zu einer negativen Abstimmungsempfehlung führen. Einwände, das begründete Abweichen werde von Stimmrechtsberatern aufgrund des ihnen oftmals eingeräumten Ermessens hinreichend gewürdigt, kann mit der in der Regel nicht auf die Belange des einzelnen Unternehmens eingehenden

358 Siehe dazu bereits unter § 2 D. II.

359 *Schneider*, ZGR 2012, 518, 520; den Vorgaben dieselbe Bedeutung wie dem DCGK zuweisend *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89.

360 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 119f; dieselbe Entwicklung in der Schweiz herausstellend *Böckli*, SZW 2015, 209, 217.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Empfehlungserstellung begegnet werden[361]. Eine eigenständige Beurteilung durch den die Begründung bewertenden Aktionär kann ebenso wenig erwartet werden[362].

4. Zwischenergebnis

Die Auswirkungen des Handelns der Stimmrechtsberater sind stets im Lichte ihres enormen Einflusses, vor allem auf ausländische Investoren, zu bewerten. Die Nichtbeachtung von Besonderheiten des einzelnen Unternehmens und auch der nationalen Besonderheiten, die ja Zeichen mangelnder Qualität der Empfehlungen sind, lässt befürchten, dass sich die Unternehmen diesem Druck beugen und es zu einer Vereinheitlichung, einer Homogenisierung der Corporate Governance kommt[363]. Im Hinblick auf den DCGK wird aus denselben Gründen das grundlegende Prinzip des *comply-or-explain* leerlaufen und damit das Ziel des Kodex, nämlich das deutsche Corporate Governance System transparenter und nachvollziehbarer zu machen und zugleich durch die Möglichkeit der Abweichung den Unternehmen die Option zu geben, unternehmens- oder branchenspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen, um im Rahmen der aktienrechtlichen Satzungsstrenge zur Flexibilisierung und Selbstregulierung der deutschen Unternehmensverfassung beizutragen, konterkariert[364].

Durch ihren Einfluss auf die Corporate Governance haben die Stimmrechtsberatern in Fragen guter Unternehmensführung eine federführende Rolle eingenommen[365]. Schwer wiegt deshalb die Nichtberücksichtigung nationaler Besonderheiten, an deren statt einem amerikanischen Corporate Governance Verständnis der Vorzug gewährt wird. Dies stellt eine ernsthafte Gefahr für das dualistische System der deutschen Aktiengesellschaft dar, da es unweigerlich zu Kollisionen mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft kommen muss. Es ist zu besorgen, dass

361 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 119.
362 Ebda.
363 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 121; *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 916f.
364 Zum Ziel und der Bedeutung des comply-or-explain Prinzips vgl. die Präambel des DCGK.
365 „De facto standard setters", *Deutsches Aktieninstitut*, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory, S. 2; „de facto regulators", *Rose*, Mich. L. Rev. First Impressions 109 (2010), 62, 68.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

durch eine Angleichung der Corporate Governance das hierarchisch ungeschichtete Nebeneinander der Organe[366] deshalb dauerhaft nicht aufrechterhalten werden kann[367].

VI. Keine Regulierung durch Wettbewerb

Die Stimmrechtsberatungsindustrie sieht sich zurecht vielfältiger Kritik ausgesetzt. Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass die Mängel und Interessenkonflikte, die den Stimmrechtsberatern vorgeworfen werden, nicht durch Wettbewerb der Unternehmen untereinander behoben werden[368]. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass eine mangelhafte Dienstleistung Konkurrenz hervorruft, die versucht durch eine bessere Leistung Kunden zu gewinnen. Die Konkurrenz der Anbieter untereinander würde zu einer ständigen Verbesserung der Leistung führen, sodass die an der Tätigkeit der Stimmrechtsberater bemängelten Punkte nach und nach gelöst und sich die Branche selbst durch Wettbewerb hin zu einer Leistung höherer Qualität verbessern würde[369]. Ein solch regulierender Wettbewerb unter Stimmrechtsberatern findet jedoch nicht statt. Als Gründe hierfür werden zunächst die oligopole Marktstruktur und die hohen Marktzutrittsschranken (dazu unter 1.) sowie eine mangelnde Kontrolle der Branche durch die Investoren und Emittenten (2.) genannt.

366 Diese treffliche Formulierung geht auf *Marcus Lutter* zurück, *Hommelhoff*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 13, 21 Fn. 49; *Hommelhoff*, in: Grundmann/Riesenhuber, Deutschsprachige Zivilrechtslehrer des 20. Jahrhunderts in Berichten ihrer Schüler - Band 2, S. 97, 108 Fn. 55; übernommen von *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 225.

367 Diese Problematik wird unter § 4 E. aufgegriffen; ebenso *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 121.

368 Sehr ausführlich *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 61ff; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 55ff.

369 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 153; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 55; zum „perfekten Markt" *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 53.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

1. Marktstruktur und Zugangsbarrieren

a) Marktstruktur

Der Markt der Stimmrechtsberater wird als Duopol, mitunter auch als Monopol qualifiziert. Zur Bestimmung der Marktmacht kann auf eine ausführliche Analyse von *Schwarz* verwiesen werden, der sich dazu des sog. *indirekten Verfahrens* bedient[370]. Nach Abgrenzung des Marktes werden die Marktanteile der Marktteilnehmer ermittelt und anschließend unter Einbeziehung der Wettbewerbsbedingungen interpretiert. Hinsichtlich der Marktanteile kann an dieser Stelle nach oben verwiesen werden[371]. Den US-amerikanischen Markt haben *ISS* und *Glass Lewis* mit einem kumulierten Marktanteil von 97 % unter sich aufgeteilt und auch in Europa gibt es keine Anbieter, die Bedeutung außerhalb des nationalen Marktes erlangt haben. *ISS* ist klarer Marktführer mit einem ungefähr doppelt so hohen Marktanteil wie *Glass Lewis*. Der Markt der Stimmrechtsberater ist damit noch konzentrierter als derjenige der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften oder Ratingagenturen[372]. Global agierende institutionelle Investoren können letztlich nur zwischen *ISS* und *Glass Lewis* wählen. Bei einer Bestimmung der Marktmacht ist die Bedeutung der kleineren Anbieter deshalb vernachlässigbar[373].

Zur Klärung der Frage, ob ein Monopol, oder im vorliegenden Fall ein Duopol, vorliegt, bedient sich *Schwarz* alsdann des hypothetischen Monopoltests[374]. Zur Bestimmung der Marktmacht wird dabei gefragt, was geschieht, wenn der Monopolist die Preise anhebt. Wechseln die Kunden

370 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 65ff; das indirekte Verfahren wendet auch *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 56ff an. Zum indirekten Verfahren *Schwalbe/Zimmer*, Kartellrecht und Ökonomie: moderne ökonomische Ansätze in der europäischen und deutschen Zusammenschlusskontrolle, S. 72ff; *Kerber/Schwalbe,* in: MüKoEuWettbR I, Einleitung Rn. 228; allgemein zur Bestimmung der Marktmacht *Kerber/Schwalbe,* in: MüKoEuWettbR I, Einleitung Rn. 223ff; *Schwalbe/Zimmer*, Kartellrecht und Ökonomie: moderne ökonomische Ansätze in der europäischen und deutschen Zusammenschlusskontrolle, S. 165ff.

371 Siehe unter § 2 B. II.

372 *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 170.

373 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 71.

374 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 66f; zum hypothetischen Monopoltest *Kerber/Schwalbe,* in: MüKoEuWettbR I, Einleitung Rn. 231ff; *Schwalbe/Zimmer*, Kartellrecht und Ökonomie: moderne ökonomische Ansätze in der europäischen und deutschen Zusammenschlusskontrolle, S. 77ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

daraufhin den Anbieter oder dringen andere Unternehmen in den Markt ein, um potenzielle Gewinne abzuschöpfen, so liegt keine Marktmacht im Sinne eines Monopols vor. Zu Recht wird resultiert, dass kein weiterer Stimmrechtsberater und auch kein marktexternes Unternehmen zeitnah in der Lage wäre zu einem günstigeren oder vergleichbaren Preis wie *ISS* oder *Glass Lewis* Stimmempfehlungen anzubieten[375]. Es kann mithin eine Korrelation zwischen Marktanteil und Marktmacht festgestellt werden[376]. Somit ist aktuell von einem Oligopol in Form eines Duopols auszugehen[377].

b) Marktzutrittsschranken

Die Theorie angreifbarer Märkte (*contestable markets*) besagt, dass die Marktmacht von Unternehmen aber nicht nur durch tatsächlich bestehenden Wettbewerb, sondern auch durch potenziellen Wettbewerb eingeschränkt sein kann[378]. Zwar besteht zum jetzigen Zeitpunkt ein Duopol, jedoch ist zu fragen, ob nicht jederzeit ein neuer Marktteilnehmer die Marktstruktur aufbrechen könnte. Ob eine Selbstregulierung des Marktes durch Wettbewerb möglich ist, hängt davon ab, welche Zutrittsschranken bei einem Markteintritt bestehen[379].

375 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 71; ebenso *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151.

376 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 68f.

377 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 68; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 60; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 102; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 295.

378 In Bezug auf Stimmrechtsberater *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 61; ausführlich *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 71f; allgemein *Kerber/Schwalbe*, in: MüKoEuWettbR I, Einleitung Rn. 274ff; *Baumol/Panzar/Willig*, Am. Econ. Rev. 73 (1983), 491ff; *Baumol*, Am. Econ. Rev. 72 (1982), 1ff.

379 Dieser Gedanke liegt auch dem *hypothetischen Monopoltest* zugrunde; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 60f;

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

aa) Kostenversenkung bei Markteintritt

Will ein neues Stimmrechtsberatungsunternehmen in den Markt eintreten, müsste es zunächst erhebliche Kosten auf sich nehmen, um ein konkurrenzfähiges Angebot unterbreiten zu können. Entscheidend für viele institutionelle Investoren ist, dass sie für alle ihre Unternehmensbeteiligungen Stimmempfehlungen aus einer Hand beziehen können und darüber hinaus auch eine administrative Unterstützung bei der Stimmrechtsausübung gewährleistet ist[380]. Lediglich *ISS* und *Glass Lewis* erfüllen bis dato diese Voraussetzungen. Dafür beschäftigen sie jedoch mehrere hundert Mitarbeiter und analysieren jährlich zehntausende Hauptversammlungsagenden in über einhundert Ländern. Die Ausgaben für qualifizierte Mitarbeiter, die Analysen von Unternehmen, die Erstellung von Stimmrechtsrichtlinien für verschiedene Märkte und der Aufbau einer Stimmrechtsplattform in diesem Ausmaß würde erhebliche Kosten verursachen[381]. Hinzu kommt, dass es sich dabei um versenkte Kosten handelt, also irreversible Ausgaben, die zu Markteintritt anfallen, allein um konkurrenzfähig zu werden[382].

bb) Skalen- und Verbundeffekte

Skaleneffekte entstehen, wenn bei jeder weiteren Einheit eines Produkts für den Anbieter die Kosten sinken[383]. Stimmrechtsberater liefern für eine Vielzahl von Kunden dieselbe Dienstleistung, nämlich eine Stimmempfehlung. Wenngleich nicht allen Kunden dieselbe Empfehlung ausgesprochen wird, etwa weil unterschiedliche Stimmrechtsrichtlinien verwendet worden sind, sind die Kosten für jede weitere Empfehlung erheblich geringer als bei der Ersten. Ausgaben für die Analyse der Hauptversammlungsagen-

380 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 69; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89; *U.S. Government Accountability Office*, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, S. 5.

381 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 412ff; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 62.

382 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150; ausführlich *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 131ff.

383 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 112.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

da, die Erstellung des Hauptversammlungsberichts und die Recherche der Hintergrundinformationen zu den einzelnen Tagesordnungspunkten etc. fallen nur bei erstmaliger Erstellung einer Stimmempfehlung an[384]. Die Kosten für weitere Empfehlungen bezüglich desselben analysierten Unternehmens sind demnach gering. Mit jedem weiteren Kunden steigt damit der Gewinn des Stimmrechtsberaters überproportional im Verhältnis zu den Kosten. Daraus folgt, dass die großen Anbieter in der Lage sind bei niedrigeren Preisen für die einzelne Empfehlung weitere Neukunden zu gewinnen und ihre Marktposition zu stärken[385]. Eine Umfrage der *ESMA* hat ergeben, dass die Preise für die Stimmempfehlung ein entscheidender Faktor für die Wahl eines Stimmrechtsberaters ist[386]. Dies ist verständlich, wenn man betrachtet, welch geringes inhaltliches Interesse eine Vielzahl von Investoren an der Arbeit der Stimmrechtsberater haben[387]. Es ist deshalb davon auszugehen, dass *ISS* und *Glass Lewis* ihre Vorteile aus Skaleneffekten dazu nutzen würden die Preise bei Markteinstieg eines ernsthaften Konkurrenten zu senken, um den Markteintritt zu erschweren[388].

Neben den Skaleneffekten sind bei Stimmrechtsberatern auch Verbundeffekte zu beobachten (*economics of scope*). Verbundeffekte liegen vor, wenn zwei oder mehr Produkte gemeinsam zu geringeren Kosten produziert werden können als getrennt[389]. So finden etwa die Informationen, die im Rahmen der Corporate Governance Beratung und des Corporate Governance Ratings gewonnen werden, auch bei der Erstellung von Stimmempfehlungen Verwendung. Vor allem der Marktführer *ISS* ist dadurch in der Lage Empfehlungen zu niedrigeren Preisen anzubieten.

384 Zur Erstellung von Stimmrechtsempfehlungen siehe unter § 2 A. I. 2.

385 *ESMA*, Discussion Paper, S. 17; vgl. auch *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 96; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 77; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 98f; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 63f.

386 *ESMA*, Discussion Paper, S. 17.

387 Zusammenfassend zu den Gründen für die Beauftragung eines Stimmrechtsberaters, siehe unter § 2 C. III. Zur daraus resultierenden Problematik sogleich unter § 2 E. V. 2.

388 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 63f.

389 *Schwalbe/Zimmer*, Kartellrecht und Ökonomie: moderne ökonomische Ansätze in der europäischen und deutschen Zusammenschlusskontrolle, S. 8.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

cc) Netzwerkeffekte

Netzwerkeffekte entstehen, wenn der Wert bzw. der Nutzen eines Produkts oder einer Dienstleistung mit der Zahl der Nutzer steigt und dadurch für weitere Nutzer interessant wird[390]. Je mehr Investoren sich für einen Stimmrechtsberater entscheiden, desto mehr kann sich der Einzelne auf die Leistung des Stimmrechtsberaters verlassen[391]. Zudem müssen sich Investoren, die *ISS* oder *Glass Lewis* beauftragen, keine Sorgen machen, dass man ihnen vorwirft unverantwortlich mit ihren Stimmrechten umzugehen, da sich eine Vielzahl anderer Investoren für die Mandatierung dieser beiden Stimmrechtsberater entscheidet[392]. Besteht ein Interesse am Einfluss auf das Ergebnis der Abstimmung, so müssen andere Aktionäre genauso wie der Investor abstimmen. Obschon unterschiedliche Empfehlungen an unterschiedliche Aktionäre abgegeben werden, ist die Chance, dass eine Vielzahl der Aktionäre ebenfalls der vom Stimmrechtsberater empfohlenen Entscheidung folgen, hoch[393]. Auch hierbei ist es hilfreich, wenn der Stimmrechtsberater mehr Kunden hat.

dd) Wechselkosten

Zusätzlich fallen für wechselwillige Investoren Wechselkosten an[394]. Diese resultieren vor allem daraus, dass alle Daten zu den gehaltenen Beteiligungen, die bisher auf den elektronischen Stimmempfehlungs- und Stimmabgabeportalen der bisherigen Anbieter eingepflegt waren, übertragen werden müssten. Zur Einarbeitung in ein solches Portal kommen Kosten hin-

390 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 412f liefert als Beispiel die im englischen übliche „QWERTY" Tastatur, die sich durchgesetzt hat, weil Hersteller die Tastatur anbieten wollten, die am bekanntesten war und die Kunden auf der Tastatur tippen lernen wollten, die am häufigsten verkauft wurde; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150.

391 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 94.

392 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150; *Rose*, Mich. L. Rev. First Impressions 109 (2010), 62, 65; *Strine*, Del. J. Corp. L. 30 (2005), 673, 688; zur Mandatierung von Stimmrechtsberatern als „Versicherung" gegen Haftungsgefahren, siehe schon § 2 C. 2. b).

393 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150; zur vereinfachten Koordination des Abstimmungsverhaltens siehe § 2 C. I. 2 d).

394 Ausführlich *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 76f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 134ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zu, die bei der Abstimmung der Betriebsabläufe entstehen[395]. Schließlich besteht das Risiko, dass durch den Wechsel Daten verloren gehen und nicht alle Stimmrechte wahrgenommen bzw. fehlerhaft ausgeübt werden[396].

Aufgrund der Wechselkosten reicht es deshalb nicht, eine schlichtweg vergleichbare Leistung zu erbringen[397]. Ein Markteinsteiger muss ein besseres, das heißt umfangreicheres, qualitativ hochwertigeres oder billigeres Angebot unterbreiten als jenes, welches die den Markt beherrschenden Unternehmen offerieren. Dies erhöht die anfänglichen Investitionskosten nochmals[398].

c) Zwischenergebnis

Die Branche der Stimmrechtsberater wird von *ISS* und *Glass Lewis* dominiert. Ihre Marktstellung ist als Oligopol zu charakterisieren. Von einer Änderung durch Markteintritt eines konkurrenzfähigen Unternehmens ist zeitnah nicht auszugehen. Ein Markteintritt wäre zunächst mit erheblichen versenkten Kosten verbunden. Zudem müsste ein neuer Wettbewerber ein besseres bzw. günstigeres Produkt anbieten, um Kunden zu gewinnen. Der Wechsel des Stimmrechtsberaters ist nämlich für einen Investor mit nicht unerheblichen Kosten verbunden; hinzu kommen die bestehenden Netzwerkeffekte. Weiterhin wäre es für einen aufstrebenden Stimmrechtsberater äußert schwierig, kostendeckend zu arbeiten: *ISS* und *Glass Lewis* profitieren erheblich von Skalen-, zum Teil auch von Verbundeffekten, auf die ein Marktneuling nicht zurückgreifen könnte.

2. Mangelnde Kontrolle durch Investoren

Der überaus erfolgreiche Markteintritt von *Glass Lewis* hat jedoch gezeigt, dass ein Aufbrechen des Marktes nicht gänzlich ausgeschlossen ist. Offensichtlich waren Investoren bereit, den Stimmrechtsberater zu wechseln.

---

395 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 151; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 95.

396 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 412f, 417.

397 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 77; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 416.

398 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 77.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Grund hierfür war der offensichtliche Interessenkonflikt des Marktführers *ISS*, der durch die parallele Corporate Governance Beratung besteht[399]. Mittlerweile hat *ISS* Maßnahmen zur Eindämmung dieses Interessenkonflikts durchgeführt.[400] Die Möglichkeit zum erfolgreichen Markteintritt bot sich *Glass Lewis* also durch das Besetzen einer Marktlücke, aus der heraus das Unternehmen mittlerweile auf ungefähr die Hälfte der Größe von *ISS* anwachsen konnte. Zuvor hatte ein Investor mit einem internationalen Portfolio nämlich kein Alternativangebot zu *ISS*, auch wenn er sich am offensichtlichen Interessenkonflikt durch die parallele Corporate Governance Beratung störte.

Ansatzpunkt eines Markteintritts nach dem Vorbild *Glass Lewis* müsste demnach ein Konflikt oder ein Mangel an der Leistung der bestehenden Stimmrechtsberater sein, da ein erfolgreicher Eintritt durch Senkung der Preise nach den obigen Erkenntnissen ausscheidet. Bei der Suche nach einer erforderlichen „Marktlücke" könnte man aufgrund der vielfältigen Kritik an den Stimmrechtsberatern meinen, eine solche müsse zu finden sein.

Hier tritt nunmehr ein weiteres Problem auf den Plan, nämlich die mangelnde Kontrolle der Stimmrechtsberater durch die sie mandatierenden Investoren. Kritisch zu sehen ist, dass viele Investoren kein echtes inhaltliches Interesse an der Leistung eines Stimmrechtsberaters haben. Oftmals ist eben der Druck zur Ausübung der treuhändischen Pflicht zur Stimmrechtsausübung Grund für die Mandatierung.[401] Von daher ist fraglich, wieweit das Interesse institutioneller Investoren an der Verbesserung der Leistung von Stimmrechtsberatern im Einzelnen tatsächlich vorhanden ist. Eine Kontrolle durch die Investoren wird regelmäßig überdies am dafür erforderlichen Aufwand scheitern[402]. Wollte ein Investor mit einem diversifizierten Portfolio die Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters überprüfen, so müsste er im Endeffekt die Beschlussvorschläge des Vor-

399 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 397.

400 Vgl. hierzu bereits unter § 2 E I. 1; Szenarien zur weiteren Marktentwicklung durchspielend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 80ff.

401 Vgl. hierzu bereits ausführlich unter § 2 C.

402 *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 408f führt hierzu aus, dass dem Investor erstens nicht das erforderliche Personal für eine ernsthafte Kontrolle zur Verfügung stehe. Zweitens führe die Kontrolle wiederum zu Kosten, die aufgrund der Entlohnung nach relativer *Performance* für den Investor abschreckend sind; letztlich finden sich hier die Überlegungen wieder, die einen Investor zur Mandatierung eines Stimmrechtsberaters leiten, vgl. dazu bereits § 2 C. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stands des Emittenten analysieren[403]. Genau dies ist jedoch die Arbeit, die der Stimmrechtsberater dem Investor abnehmen soll. Eine ernsthafte Kontrolle würde also voraussetzen, dass der Investor selbst die Leistung erbringt, mit der er gleichzeitig einen Stimmrechtsberater beauftragt. Ein Investor, der an der Überprüfung seines Stimmrechtsberaters interessiert ist, sieht sich mithin mit dem Problem konfrontiert, dass für ihn allein der Aufwand für die Kontrolle seines Stimmrechtsberaters zu hoch ist. Aus dieser Perspektive ist es erneut sinnvoll einen Stimmrechtsberater zu wählen, den auch viele andere institutionelle Investoren mandatieren. Denn je höher die Zahl der Investoren, die eine Empfehlung zu einer Hauptversammlung von einem Stimmrechtsberater erhalten, desto größer die Chance, dass ein Fehler in der Empfehlung aufgedeckt wird[404]. Dieser Qualitätssicherungseffekt wird aber durch das Kollektivhandlungsproblem, nachdem nur der aktive Investor die Kosten für das Engagement trägt, und durch die mangelnde Informationsweitergabe unter den Investoren begrenzt sein[405]. Für eine Mandatierung von *ISS* oder *Glass Lewis* aus Perspektive der Qualitätskontrolle spricht jedenfalls, dass die Qualität der Stimmempfehlungen der Marktführer mittlerweile von einer Vielzahl von Parteien, etwa Wissenschaft, Politik oder Emittenten hinterfragt wird und es dadurch ausreichend Material gibt, um sich als Investor mit diesen beiden Stimmrechtsberatern kritisch auseinanderzusetzen[406].

VII. Schaffung eines weiteren Agenturproblems

Schließlich könnte die Mandatierung von Stimmrechtsberatern ein weiteres Agenturproblem schaffen[407]. Unter dem Prinzipal-Agent-Problem versteht man eine Konstellation, in der der Auftraggeber (Prinzipal) dem Auftragnehmer (Agent) zur Erfüllung einer Aufgabe einen gewissen eigenen

403 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 122.

404 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 129.

405 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 129f.

406 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 130.

407 Hierzu bereits etwa *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 116ff; ausführlich *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 96ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Entscheidungsrahmen einräumt, den der Agent nutzt, um nicht nur im Interesse des Prinzipals, sondern im Eigeninteresse zu handeln[408]. Im Gesellschaftsrecht ist dieses Problem nicht unbekannt; in der klassischen Fallgestaltung nutzt die Unternehmensleitung ihren Wissensvorsprung gegenüber den Eigentümern der Gesellschaft zu ihrem eigenen Nutzen aus[409]. Eine paralleles Agenturproblem ist auch im Verhältnis Stimmrechtsberater – Aktionär zu erkennen: Zur Ausübung des Stimmrechts beauftragt der Anleger den Proxy Advisor und gesteht ihm bei der Formulierung der Stimmempfehlung einen gewissen Ermessensspielraum zu. Im Gegensatz zur Unternehmensleitung verfügt ein Stimmrechtsberater jedoch nicht direkt über die Macht, eine Entscheidung für den Anleger zu treffen. Die Entscheidung über die Stimmrechtsausübung verbleibt nämlich letztlich diesem. Faktisch anders ist die Lage zu beurteilen, wenn Anleger den Empfehlungen des Stimmrechtsberaters blind vertrauen. Doch auch wenn der Aktionär sich mit der Stimmempfehlung auseinandersetzt und eine eigene Abstimmungsentscheidung trifft, ist von einem Prinzipal-Agenten-Verhältnis auszugehen[410]: Ein Agenturproblem tritt nämlich nicht nur auf, wenn Eigentum an und Kontrolle über eine Gesellschaft auseinanderfallen, sondern in allen Fällen, in denen bei einem Geschäftsbesorgungsverhältnis der Auftragnehmer einen Wissensvorsprung gegenüber dem Auftraggeber und einen eigenen Ermessensspielraum besitzt[411]. Eine faktische Macht zur Beeinflussung der Stimmrechtsberater ist ohnehin anzunehmen, da sich der Aktionär auf die von ihm gelieferten Informationen verlassen muss; eine Kontrolle des Stimmrechtsberater lohnt für den Aktionär nämlich wie gezeigt nicht[412]. Weiterhin bestehen widerstreitende Interessen auf Seiten des Aktionärs und des Stimmrechtsberaters[413]. Zunächst ist offensichtlich, dass in einem gegenseitigen Vertragsverhältnis auseinanderfallende Interessen bestehen. Im vorliegenden Fall müsste dem beauftra-

---

408 *Kumpan/Leyens*, ECFR 2008, 72, 79f; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 404ff; *Seibert*, ZRP 2011, 166-169.

409 Vgl. hierzu nur *Kuckelkorn*, Börsen-Zeitung 07.03.2002, 13; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 7f; ausführlich zu den durch das Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle bei Fremdgeschäftsführung in Gesellschaften entstehenden Problemen *Fama/Jensen*, J.L. & Econ. 26 (1983), 301ff.

410 Überzeugend *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 102f.

411 *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, S. 138f.

412 Siehe hierzu unter § 2 E. VI. 2.

413 Zu den Interessenkonflikten, die Stimmrechtsberatern vorgeworfen werden, siehe unter § 2 E. I. Jeder dieser Interessenkonflikte ist eine potentielle Motivation zur Ausnutzung des Einflusses aus dem Prinzipal-Agenten-Verhältnis.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

genden Aktionär an einer möglichst umfangreichen, qualitativ hochwertigen und dennoch kostengünstigen Beratung gelegen sein. Der Stimmrechtsberater hingegen ist daran interessiert möglichst wenig Aufwand zu betreiben, da sein Honorar aufwandsunabhängig fällig wird[414]. Bedeutender ist allerdings der Interessenkonflikt, dem ein Stimmrechtsberater, namentlich *ISS*, aufgrund paralleler Corporate Governance Beratung unterliegt[415]. So ist zu besorgen, dass *ISS* bezüglich eines Emittenten, der von der *ISS*-Tochter *ICS* beratend wird, eine Stimmempfehlung abgibt, die nicht im Interesse des Aktionärs steht, sondern aufgrund der bestehenden Geschäftsbeziehung zum Emittenten dessen Interessen in den Vordergrund stellt. Es ist deshalb nicht, wie teilweise angenommen[416], eine Auflösung, sondern die Schaffung eines weiteren Prinzipal-Agenten-Problems durch die Mandatierung von Stimmrechtsberatern zu konstatieren[417].

VIII. Zusammenfassung der Kritik in Thesen

Die vielfältige Kritik an den Stimmrechtsberatern ist weitestgehend berechtigt. Festzuhalten ist:

1) Stimmrechtsberater unterliegen mehreren Interessenkonflikten, die die Objektivität ihrer Stimmempfehlungen in Frage stellen. Besonders problematisch ist die vom Marktführer *ISS* parallel angebotene Corporate Governance Beratung für Emittenten.
2) Zu besorgen ist weiterhin, dass die Qualität vieler Stimmempfehlungen mangelhaft ist. Grund hierfür sind zunächst in Teilen unsauber oder unvollständig zusammengetragene Tatsachengrundlagen. Aufgrund der hohen Anzahl an zu erstellenden Empfehlungen innerhalb der kur-

414 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 104f.

415 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 119; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 105ff; zum Interessenkonflikt von *ISS* siehe unter § 2 E. I. 1.

416 So aber *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 104.

417 So auch *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 119; *Seibert*, ZRP 2011, 166-169; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 226; *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 403ff; *Langenbucher* spricht von einem mehrstöckigen Prinzipal-Agenten-Problem, *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 734; der in diesem Zusammenhang mehrfach genannte Begriff „*agents watching agents*" findet sich bei *Black*, UCLA L. Rev. 39 (1991), 811.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zen Hauptversammlungssaison stellt sich die Frage, ob die Empfehlungen von hinreichend qualifizierten Mitarbeitern, die letztlich Saisonarbeiter sind, erstellt werden. Wegen der Masse an Empfehlungen wird überdies oftmals ein one-size-fits-all Ansatz verfolgt, der die Besonderheiten und Umstände eines Emittenten außer Acht lässt und die Leistung des Stimmrechtsberaters effektiv auf ein Abgleichen der Hauptversammlungsagenden mit Stimmrechtsrichtlinien verkürzt.

3) Auf Seiten der Emittenten ist problematisch, dass die Stimmempfehlungen oftmals nicht vorhersehbar sind, da der Prozess der Erstellung der Stimmempfehlung einer „*black box*" gleicht. Die Intransparenz der Empfehlungserstellung fördert mithin den Anreiz auf Seiten der Stimmrechtsberater opportunistisch zu handeln, da unlautere Praktiken schwerer aufzudecken sind. Sind die Empfehlungen des Stimmrechtsberaters aus Sicht des Emittenten falsch, etwa weil sie aufgrund einer unrichtigen Tatsachengrundlage ergangen sind, so fehlt es in vielen Fällen an der Möglichkeit, hierauf hinzuweisen.
4) Der erhebliche Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Corporate Governance ist überaus kritisch zu sehen. Aufgrund des one-size-fits-all Ansatzes werden Unternehmen, die neue, innovative Wege gehen, daran gehindert, ihre Corporate Governance Praxis weiterzuentwickeln. Schwerwiegender ist jedoch vielmehr, dass die Stimmrechtsberater oftmals die Besonderheiten der nationalen Rechtsordnungen ignorieren. Neben der Verdrängung der Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex bereitet insbesondere die Nichtvereinbarkeit angloamerikanischer Corporate Governance Vorstellungen, die von Stimmrechtsberater transportiert werden, mit der dualistischen Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft Sorge.
5) Eine Verbesserung der Qualität und damit Auflösung einiger Kritikpunkte durch Wettbewerb innerhalb der Branche ist nicht zu erwarten. Verantwortlich hierfür sind die duopolistische Marktstruktur und die erheblichen Marktzutrittsschranken, die dem Markteintritt eines neuen Wettbewerbers entgegenstehen. Zudem mangelt es an einer ernstzunehmenden Kontrolle durch die beauftragenden institutionellen Investoren.
6) Stimmrechtsberater vermindern zwar die Kosten der Überwachung der Unternehmensleitung durch ihre Beratungsleistung. Zur Auflösung des klassischen Prinzipal-Agenten-Problems können sie jedoch nur begrenzt beitragen. Im Gegenteil verursachen sie ein weiteres Agenturproblem, das zu einer weiteren Mediatisierung der Kontrolle durch die Eigner der Gesellschaft führt.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 3 Bestehende rechtliche Rahmenbedingungen

Mit der Aktionärsrechterichtlinie II werden Stimmrechtsberater das erste Mal gezielt reguliert. Um den herausgearbeiteten Kritikpunkten an der Tätigkeit der Stimmrechtsberater begegnen zu können, müssen auch die bereits bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen in die Untersuchung miteinbezogen werden. Wenngleich hierin kein Schwerpunkt der Arbeit liegt, ist die Befassung mit der bisherigen Regulierung durch allgemeine Vorschriften erforderlich, um gegebenenfalls den Erlass sich widersprechender Regelungen aufzudecken sowie eine Überregulierung zu vermeiden. Bestenfalls ergänzen die im Zuge der Umsetzung einzuführenden Regelungen bestehendes Recht und knüpfen dort an, wo die bisherige Rechtslage nicht im Stande ist, die Stimmrechtsberatung hinreichend zu regulieren. Neben der Selbstregulierung der Branche durch die Best Practice Principles (A.) ist zu prüfen, inwieweit die Tätigkeit der Stimmrechtsberater unter bereits bestehende Vorschriften des Kapitalmarktrechts und des Aktienrechts (B.) fällt. Zusätzlich ist der Frage nachzugehen, ob, inwiefern und wem gegenüber Stimmrechtsberater haften, wenn sie „falsche" Stimmempfehlungen erstellen (D.).

A. Selbstverpflichtung durch die Best Practice Principles

Obschon mit der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie erstmalig die Tätigkeit der Stimmrechtsberater hoheitlich geregelt wird, handelt es sich nicht um den ersten Ansatz zur Regulierung der Branche. Um der Kritik zu begegnen, und wohl auch um eine weitergehende Regulierung zuvorzukommen, hat sich ein Großteil der Stimmrechtsberatungsbranche zusammengeschlossen und sich selbst, ohne Beteiligung staatlicher Stellen, einen Verhaltenskodex gegeben: Die Best Practice Principles (BPP). Mit der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie 2017 werden die Vorschriften der Best Practice Principles nicht obsolet werden, sondern in ihrer Bedeutung aufgewertet. Art. 3j I ARL II sieht nämlich vor, dass die Mitgliedsstaaten sicherzustellen haben, dass die Stimmrechtsberater öffentlich Bezug auf einen Verhaltenskodex nehmen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

I. Entstehung der Best Practice Principles

Im Laufe des Jahres 2011 sammelte die *ESMA* Materialien von verschiedenen Aktionärsgruppen, um die Marktstruktur und die Methoden der Stimmrechtsberatungsbranche mit Hinblick auf eine mögliche europäische Regulierung zu verstehen[418]. Ihre Ergebnisse veröffentlichte sie 2012 in einem Discussion Paper, auf das weitere Rückmeldungen von Marktteilnehmern folgten[419]. In ihrem Final Report resümierte die *ESMA* 2013, dass sie kein Marktversagen in der Stimmrechtsberaterbranche erkennen könne, weshalb eine zwingende europäische Regulierung zu diesem Zeitpunkt nicht gerechtfertigt sei[420]. Defizite erkannte die *ESMA* jedoch in den Bereichen Transparenz und Offenlegung. Fortschritte in diesen Bereichen wären dazu geeignet, Investoren die Dienstleistung der Stimmrechtsberater verständlicher zu machen und ihnen Sicherheit im Umgang mit den Beratern zu geben. Daraus zog die *ESMA* den Schluss, dass der angemessene Umgang mit den aufgedeckten Problematiken sei, die Stimmrechtsberatungsbranchen zunächst dazu aufzufordern, sich selbst einen Verhaltenskodex zu geben[421]. Als Reaktion darauf schlossen sich die Stimmrechtsberater *Glass Lewis*, *ISS*, *IVOX*, *Manifest*, *PIRC und Proxinvest* zur *Best Practice Principles Group (BBPG)* zusammen, um bereits ein Jahr später, nämlich 2014, mit den *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* (*Best Practice Principles*) einen Verhaltenskodex für die Branche aufzustellen[422].

Die Best Practice Principles entstanden ohne staatliche Beteiligung, unter Leitung von *Prof. Dr. Dirk A. Zetzsche*, der als Chairman der Best Practice Principles Group fungierte. *Prof. Zetzsches* Tätigkeit in dieser Funktion wurde von der ESMA logistisch, wie auch finanziell unterstützt[423]. Dies stellte allerdings nicht die einzige Zusammenarbeit der Stimmrechtsberater und der *ESMA* bei der Erstellung der Best Practice Principles dar[424]:

---

418 *ESMA*, Discussion Paper, S. 8.
419 *ESMA*, Discussion Paper.
420 *ESMA*, Final Report, S. 27.
421 *ESMA*, Final Report, S. 27.
422 *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis; dazu *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685ff.
423 BPP (Fn. 422), S. 4.
424 Die folgenden, durchaus interessanten Informationen zu den Hintergründen der Best Practice Principles und ihrer beabsichtigen Stellung und Bedeutung aus Sicht der Union finden sich bei *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 AktG Rn. 92 Fn. 136.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Vielmehr sind die Grundsätze der Richtlinie und der BPP aufeinander abgestimmt. So lag bei der Abschlusssitzung der *Best Practice Principles Group* im Februar 2014 ein inoffizieller Vorentwurf des Reformvorschlags der Aktionärsrechterichtlinie vor. Der Entwurf der ARL II wurde überdies im Herbst 2014 speziell auf die Kodexinitiative der *ESMA* angepasst, um dem Verhaltenskodex und auch der damit einhergehenden Überwachung durch die *ESMA* mehr Geltung zu verschaffen. Grund dafür dürfte gewesen sein, dass eine ausdrückliche Zuständigkeit der *ESMA* in Corporate Governance Fragen politisch schwer durchsetzbar ist, da die diesbezüglichen Traditionen großer Mitgliedsstaaten miteinander unvereinbar sind[425]. Die Abstimmung zwischen Kommission und *ESMA* zeigen, dass den BPP mehr als nur die Rolle einer freiwilligen Selbstregulierung der Branche im Vorlauf der Regulierung durch zwingendes Recht zukommt. Zwar verpflichtet Art. 3j I ARL II die Stimmrechtsberater nicht dazu, auf einen bestimmten Verhaltenskodex Bezug zu nehmen; die Richtlinie meint damit dennoch die BPP[426].

II. Inhalt der Best Practice Principles

Anstatt eines detaillierten Verhaltenskodex mit einer Vielzahl von Einzelregelungen entschied sich die *Best Practice Principles Group* für einen sehr allgemein gehaltenen Kodex, der lediglich aus drei Principles besteht, die sich mit folgenden Themen befassen: 1. Qualität der Leistungen, 2. Umgang mit Interessenkonflikten und 3. Kommunikationsrichtlinien.

Die Principles werden durch sog. Guidance, also Leitlinien konkretisiert, deren Aufbau stets gleich gestaltet ist: In der Introduction finden sich generelle Ausführungen zu Inhalt und Ziel des Principles. Daran schließen sich Erklärungen und Konkretisierungen einzelner Maßnahmen an, die der Umsetzung des Principles dienen sollen. Im Endeffekt handelt es sich bei der Guidance um eine Empfehlung, wie die Principles umgesetzt werden können. Die BBP verfolgen dabei den Comply-or-Explain Ansatz, sodass die Stimmrechtsberater bei Abweichung von den Principles oder der Guidance lediglich eine Entsprechenserklärung abzugeben haben, an die

425 *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 AktG Rn. 92 Fn. 136 nennt beispielhaft das sich stark unterscheidende Corporate Governance Verständnis von England und Deutschland.

426 *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 AktG Rn. 97.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

der Kodex Mindestanforderungen stellt[427]. Dies soll den einzelnen Beratern die Möglichkeit einräumen, darzustellen, inwiefern die Principles mit dem Geschäftsmodell und der Herangehensweise des jeweiligen Beraters vereinbar sind[428]. Dies wird damit begründet, dass eine Orientierung an den Geschäftsmodellen der großen Anbieter *ISS* und *Glass Lewis* kleinere Anbieter benachteiligen und den ohnehin schon kaum vorhandenen Wettbewerb weiter schwächen würde[429]. Die Entsprechenserklärung ist auf der Website der BPPG zu veröffentlichen[430]. Den Anwendungsbereich hat die BPPG weit gezogen: Neben der Abgabe konkreter Empfehlungen zur Stimmrechtsausübung auf der Hauptversammlung börsennotierter Gesellschaften, fallen alle Leistungen, die nach Einberufung der Hauptversammlung im Zusammenhang mit dem Inhalt der Stimmabgabe erbracht werden, unter die Vorgaben der BPP[431]. Ausgenommen davon sind Unterstützung im Prozess der Stimmabgabe (Vote Agency) und das Sammeln von Stimmrechten (Proxy Solicitation)[432].

Im Folgenden soll der Inhalt der Principles und der dazugehörigen Guidance in komprimierter Form dargestellt werden[433].

---

427 *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 7, Comply or Explain "Signatories […] should deliver meaningful, relevant and detailed explanations that enable the reader to understand their approach. The explanations should be substantiated and adapted to the signatory's particular situation und should convincingly indicate why a specific aspect justifies an exemption […]".

428 BPP (Fn. 422), S. 7.

429 *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 AktG Rn. 105.

430 BPP (Fn. 422), S. 8.

431 BPP (Fn. 422), S. 9: „Signatories analyse the corporate disclosures of listed companies with a view to informing investors voting decisions. Services include the provision of research advice or voting recommendations, that relate specifically to the exercise of voting rights", vgl. dazu und zu den Vor- und Nachteilen dieser weiten Definition *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 AktG Rn. 101; zum Begriff der Stimmrechtsberatung gem. der ARL II siehe unter § 5 C. I.

432 BBP, S. 9; *Zetzsche*, Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group Developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis, S. 5, 7.

433 Eine inhaltliche Zusammenfassung der BPP findet sich auch bei *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 142ff und bei *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 134ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

1. Principle One: Service Quality

"Principle One"[434] legt fest, dass die Unterzeichner der BPP nur Dienstleistungen anbieten sollen, die sie in Übereinkunft mit den Vorstellungen der Kunden erbringen können. Zudem sollen sie die Methodik ihrer Recherchen und, falls vorhanden, ihre hauseigenen Stimmrechtsrichtlinien veröffentlichen.

Diesen Grundsatz erläutert die Guidance wie folgt[435]: In der Einleitung wird gefordert, dass die Stimmrechtsberater erklären, wie sie sicherstellen, dass ihre Recherchen in Übereinkunft mit ihrer Methodik und ihren Stimmrechtsrichtlinien durchgeführt werden. Weiterhin sollen sie veranschaulichen, welchen Aufwand sie unternehmen, um zu verifizieren, dass Recherche und Analyse unabhängig, unvoreingenommen und frei von unzulässigem Einfluss sind.

Sodann wird gefordert, dass die den Stimmempfehlungen zugrundeliegende Recherche und Analyse sachbezogen und genau erstellt und von geeignetem Personal geprüft werden. Gegenüber dem Kunden sollten die Berater durch Dokumentation in der Lage sein aufzuzeigen, dass ihre Berichte, Analysen, Beratung und Empfehlungen als vertretbar und angemessen bezeichnet werden können. Hierzu soll ein Kontrollsystem installiert werden, das sicherstellt, dass die bei der Empfehlungserstellung verwendeten Informationen zuverlässig sind. Zudem sollen die verwendeten Datenquellen gespeichert werden. Weiterhin sollen Maßnahmen ergriffen werden, um die Qualität der Empfehlungen zu verifizieren, etwa durch ein System der doppelten Kontrolle. Hinsichtlich der verwendeten Informationen sollen die Berater gegenüber den Kunden transparent sein und insbesondere darauf hinweisen, wenn sie in Kontakt mit dem Emittenten oder antragstellenden Aktionären standen. Diesbezüglich sollte auf die Verwendung, Einbeziehung oder Wiedergabe von externen privaten Informationen hingewiesen werden, damit sich der Kunde ein Bild machen kann, welchen Beitrag Drittinformationen bei der Stimmempfehlung spielen.

---

434 *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 11, 12: „Signatories provide services that are delivered in accordance with client specifications. Signatories should have and publicly disclose their research methodology and, if applicable, "house" voting policies.".

435 Im Folgenden handelt es sich um eine inhaltliche Zusammenfassung der Guidance zu Principle One, vgl. *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 12ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Unter der Überschrift „Research Methology" wird sodann gefordert, dass die Berater ihre Entwicklungsgrundsätze veröffentlichen. Darin sollen neben der generellen Vorgehensweise aufgeführt werden, welche Informationen verwendet und in welchem Umfang nationale Besonderheiten berücksichtigt werden. Zudem soll angegeben werden, inwiefern individuelle oder eigene Stimmrechtsrichtlinien Verwendung finden, sowie welche Kontrollsysteme bestehen, um die Verlässlichkeit verwendeter Informationen sicherzustellen.

Als nächsten Punkt greift die Guidance den Umgang mit Stimmrechtsrichtlinien auf. Neben kundenspezifischen Stimmrechtsrichtlinien können die Berater auch anhand selbst entwickelter – sog. Hausstimmrechtsrichtlinien – Stimmempfehlungen erstellen. Diese Hausstimmrechtsrichtlinien sollen von den Beratern veröffentlicht werden. Dabei soll insbesondere erläutert werden, inwiefern nationale Besonderheiten in den Richtlinien berücksichtigt wurden und ob und wie mit der Entsprechenserklärung von Emittenten bei Abweichung von nationalen Corporate Governance Kodices umgegangen wird. Zusätzlich sollen die Berater angeben, ob sie bei ihren Recherchen ESG- und Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigen. Weiterhin soll offengelegt werden, wie und in welchem zeitlichen Abstand Stimmrechtsrichtlinien erstellt, überarbeitet, aktualisiert und inwieweit Rückmeldungen aus der Wissenschaft und von Marktteilnehmern in diesen Prozess miteinbezogen werden. Kundenindividuelle Stimmrechtsrichtlinien und Informationen, die dem Geschäftsmodell der Berater zugrunde liegen, namentlich insbesondere Urheberrechte, sind nicht offenzulegen.

Im Anschluss befasst sich die Guidance mit der Qualifikation und der Fortbildung der Mitarbeiter der Berater. So sollen zumutbare Anstrengungen unternommen werden, um sicherzustellen, dass die Mitarbeiter hinreichend ausgebildet, kompetent und erfahren sind, um die ihnen anvertrauten Aufgaben wahrzunehmen. Sollten Teile der Dienstleistung ausgelagert werden, so müssen die Berater dennoch die Kontrolle über die ausgelagerte Leistung behalten. Art und Umfang der Kontrolle sind zu erläutern.

Sodann wird ausgeführt, dass die Berater unter Berücksichtigung der Verfügbarkeit von Informationen gegenüber ihren Kunden verpflichtet sind, ihre Leistung rechtzeitig zu erbringen. Es sind angemessene Bemühungen anzustellen, um möglichst aktuelle Informationen der Empfehlung zugrunde zu legen. Überdies sollen die Berater Regeln zum Umgang mit Beschwerden und Rückmeldungen erstellen und veröffentlichen. Sollten die Berater nicht in der Lage sein, die Leistung entsprechend der Absprache mit dem Kunden zu erbringen, so sollen sie darauf hinweisen. Beispielhaft hierfür werden Unstimmigkeiten in den Hauptversammlungsun-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

terlagen oder unüberprüfbare Informationen von Dritten genannt. Um die Kunden bei der Einhaltung ihrer Sorgfaltspflichten zu unterstützen, sollen die Berater hierfür ein System bereitstellen. Letztlich sollen die Berater auf Nachfrage institutionelle Investoren bei der Einhaltung etwaiger Offenlegungspflichten hinsichtlich deren Aktionärsverantwortung unterstützen.

2. Principle Two: Conflict-of-Interest Management

Nach „Principle Two"[436] haben sich die Berater Richtlinien zum Umgang mit Interessenkonflikten zu geben und diese zu veröffentlichen. Darin sollen die erläutern, welche Schritte sie unternehmen, um bestehenden und potenziellen Interessenkonflikten zu begegnen.

In der Einleitung der Guidance wird herausgestellt, dass die Berater angemessene Bemühungen anzustellen haben, um sicherzustellen, dass Recherche und Geschäftsverhalten unabhängig, fair, verständlich, nicht irreführend, unbefangen und frei von unzulässiger Beeinflussung erfolgen[437]. In den Richtlinien zum Umgang mit Interessenkonflikten sollen zunächst bestehende Konflikte erklärt werden. Es soll dargestellt werden, wann und auf welchem Wege potenzielle Konflikte offengelegt werden. Die Mitarbeiter sind im Umgang mit Interessenkonflikten zu schulen.

In der Guidance wird nicht definiert, was einen Interessenkonflikt darstellt; dies obliegt im Einzelfall dem jeweiligen Berater. In einer nicht abschließenden Liste finden sich jedoch die bekannten Konfliktsituationen[438]. Wie Interessenkonflikte zu lösen sind, wird in der Guidance ebenfalls nicht konkretisiert; wiederum findet sich eine Liste möglicher Maßnahmen. Schließlich wird der Umgang mit nicht auflösbaren Interessenkonflikten festgehalten: Die Berater haben dem Kunden den Konflikt unverzüglich anzuzeigen und danach die Vorgehensweise der erstellten Richtlinie zum Umgang mit Interessenkonflikten zu befolgen.

---

436 *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 11, 16: „Signatories should have and publicly disclose a conflicts-of-interest policy that details their procedures for addressing potential or actual conflicts-of-interest that may arise in connection with the provision of services.".

437 Im Folgenden handelt es sich um eine inhaltliche Zusammenfassung der Guidance zu Principle Two, vgl. *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 16f.

438 Zu den einzelnen Interessenkonflikten, denen ein Stimmrechtsberater unterliegen kann, siehe § 2 E. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

3. Principle Three: Communications Policy

„Principle Three"[439] befasst sich mit der Kommunikation zwischen Berater, Emittent, antragstellendem Aktionär, anderen Stakeholdern, den Medien und der Öffentlichkeit (kurz Dritte). Für die Kommunikation sollen sich die Berater ebenfalls Richtlinien geben und diese veröffentlichen.

Im Rahmen der Guidance wird einleitend gefordert, dass die Berater ihre Herangehensweise bei der Kommunikation mit Dritten erläutern sollten, wobei es den Beratern zusteht zu entscheiden, ob, und in welchem Format sie in den Dialog mit Dritten eintreten[440].

Zunächst wird auf die Kommunikation mit Emittenten, antragstellenden Aktionären, anderen Stakeholdern und deren Berater eingegangen. Hierzu sollen sich die Berater eine Richtlinie geben. Es wird gefordert, dass die Berater in ihren Stimmempfehlungen offenlegen, ob, in welcher Form, in welchem Umfang und mit welchem Ergebnis sie bei Recherche und Analyse in Kontakt mit diesen Drittparteien standen. Erneut findet sich eine nicht abschließende Liste, die Punkte aufgreift, die die Berater in ihre Richtlinie aufnehmen sollen.

Getrennt davon sollen die Berater eine weitere Richtlinie für den Umgang mit den Medien und der Öffentlichkeit ausarbeiten und veröffentlichen. Diese soll zumindest erklären, welche Mitarbeiter berechtigt sind, sich in den Medien zu äußern. Zudem soll der Umgang mit dem Fall, dass Stimmempfehlungen vor Übermittlung an den Kunden veröffentlicht werden, erläutert werden.

Zum Schluss wird darauf hingewiesen, dass die Berater nicht für die unbefugte (Weiter-) Verwendung ihrer Materialien haften und sich allzeit an die geltenden Gesetze und Vorschriften halten.

III. Bewertung der Best Practice Principles

Bei der Bewertung der BPP soll zunächst nicht die Frage gestellt werden, ob durch die Selbstregulierung die Kritikpunkte, denen sich die Stimm-

---

439 *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 11, 18: "Signatories should have and publicly disclose their policy (or policies) for communication with issuers, shareholder proponents, other stakeholders, media and the public."

440 Im Folgenden handelt es sich um eine inhaltliche Zusammenfassung der Guidance zu Principle Three, vgl. *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis, S. 18f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberater ausgesetzt sehen, aufgelöst werden konnten. Die BPP sind als Baustein im Rahmen der Regulierung der Branche durch die ARL II aufzufassen, da ihnen nach der Vorstellung der Kommission und *ESMA* bei der Konkretisierung der Offenlegung eine Rolle zukommt. Deshalb soll sich die Bewertung an dieser Stelle auf ein kritisches Herausstellen positiver wie negativer Aspekte der BPP beschränken. Bei der Bewertung ist zunächst auf die Beurteilung durch die die BPP initiierende *ESMA* einzugehen (dazu unter 1.). Sodann sollen die inhaltlichen Vorgaben des Verhaltenskodex analysiert (2.) und die Entscheidung für den Comply-or-Explain Ansatz evaluiert werden (3.). Letztlich ist ein Blick auf die Durchsetzung der BPP zu werfen (4).

1. Beurteilung durch die ESMA

In ihrem Final Report, in dem die *ESMA* 2013 die Einführung eines Verhaltenskodex durch die Stimmrechtsberatungsindustrie empfahl, kündigte sie zugleich eine Überprüfung eines solchen Kodex an, der sie mit ihrem Follow-Up Report 2015 nachgekommen ist[441]. Der Follow-Up Report basiert auf 31 Rückmeldungen, die die *ESMA* im Sommer 2015 von Investoren, Emittenten, Stimmrechtsberatern und anderen Stakeholdern erreichten, sowie auf Erkenntnissen aus Treffen mit Unterzeichnern der BPP und einer Konferenz mit 25 Marktteilnehmern[442]. In ihrer Rezension greift die *ESMA* die Reichweite der BPP[443], sowie die interne Governance der BPPG auf[444], geht im Schwerpunkt aber der Frage nach, ob die BPP die im Final Report 2013 gesetzten Erwartungen an einen Verhaltenskodex erfüllen[445]. Die Untersuchung des Follow-Up Reports ist auf dessen Schwerpunkt zu beschränken, lässt sich doch hieraus erkennen, inwiefern durch die BPP die inhaltlichen Vorstellungen von *ESMA* und Kommission aufgenommen und umgesetzt wurden.

Bei der Rezension der Selbstregulierung durch einen Verhaltenskodex prüft die *ESMA* systematisch anhand von Indikatoren die Einhaltung der

441 *ESMA*, Follow-up Report on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis.
442 Follow-Up Report, S. 10f (Fn. 441).
443 Vgl. dazu S. 11-14 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
444 Vgl. S. 33-38 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
445 Vgl. S. 14-33 des Follow-Up Reports (Fn. 441).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

von ihr 2013 geäußerten Erwartungen[446]. Nach einer Auseinandersetzung mit dem Text der BPP, untersucht die *ESMA* auch, ob sich die Principles auch in den Entsprechenserklärungen der Unterzeichner der BPP wiederspiegeln. Schließlich wird auch auf die Übereinstimmung der tatsächlichen Vorgehensweise mit dem Inhalt der abgegebenen Entsprechenserklärungen eingegangen. Diese Prüfungsvorgehen ist einerseits positiv zu bewerten, da es sowohl den Blick auf den Text der BPP als auch auf dessen formelle, wie auch tatsächliche Umsetzung durch die Berater in den Fokus rückt. Andererseits führt dieses schematische Vorgehen dazu, dass dem Follow-Up Report an vielen Stellen mehr der Charakter eines Abhakens der formellen Erwartungen aus dem Final Report statt einer inhaltlichen Bewertung der BPP zukommt[447]. Nichtsdestotrotz soll in Kürze auf Aspekte eingegangen werden, die aus Sicht der *ESMA* weiterer Verbesserung bedürfen. Vorweg ist jedoch festzuhalten, dass die *ESMA* die Selbstregulierungsbestrebungen weitestgehend positiv beurteilt und insgesamt mit der Einführung der BPP zufrieden ist[448].

Zuerst sollen die Ausführungen zu den BPP selbst behandelt werden. Eine erste Unstimmigkeit deckt die *ESMA* hier in der Guidance zu Principle Two unter dem Punkt „Conflict Disclosure" auf[449]. Zunächst heißt es dort, dass Interessenkonflikte, die nicht erfolgreich bewältigt werden können, dem Kunden zu melden sind. Im Anschluss daran soll der Berater nach den BPP dennoch den Konflikt nach den Vorgaben der Richtlinie zur Bewältigung von Interessenkonflikten bewältigen; dies ist widersprüchlich. In diesem Zusammenhang empfiehlt die *ESMA* die Begriffe des tatsächlichen und potentiellen, sowie des bewältigbaren und nicht bewältigbaren Konflikts zu präzisieren. Gleiches gilt sowohl für die Unterscheidung zwischen „abschwächen" und „bewältigen" eines Konflikts als auch für die Beziehung zwischen diesen Konzepten. Weiteren Verbesse-

446 Die Erwartungen an einen Verhaltenskodex hat die ESMA in ihrem Final Report komprimiert zusammengestellt, vgl. *ESMA*, Final Report, S. 8-10; dieser Auszug des Final Reports 2013 findet sich nochmals als Annex II im Follow-Up Report, S. 43-45 (Fn. 441).

447 Dies ESMA liefert eine tabellarische Auswertung anhand zur Bewertung der BPP aus den Erwartungen des Final Reports entnommenen Indikatoren, vgl. Follow-Up Report (Fn. 441), S. 41f.

448 Zum Fazit der ESMA vgl. *ESMA*, Follow-up Report on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, S. 38ff; vgl. auch die tabellarische Auswertung, S. 41f des Follow-Up Reports (Fn. 441).

449 Vgl. dazu Rz.45 des Follow-Up Reports (Fn. 441); es wird sich mit dem Text der BPP (Fn. 422) auf deren S. 17 befasst.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rungsbedarf erkennt die *ESMA* hinsichtlich der Veröffentlichung der „Research Methology“[450]. Hierbei behandeln die BPP hauptsächlich, wie recherchiert wird und wie Informationen zusammengetragen werden. An dieser Stelle erwartet die *ESMA* hingegen auch Ausführungen dazu, wie die Rechercheergebnisse und die Informationen in die Empfehlung einfließen, und wie die Stimmrechtsrichtlinien angewandt werden, um konkrete Stimmempfehlungen zu erstellen[451]. Auf Schwächen wird auch bei der Beachtung nationaler Besonderheiten hingewiesen[452]. Der Final Report 2013 äußert, dass sich die Berater mit den lokalen Besonderheiten und den gesetzlichen Vorgaben und Regulierungen, denen die Emittenten unterfallen, auszukennen haben. Die BPP fordern lediglich, dass offengelegt wird, ob überhaupt, und falls ja in welchem Umfang, nationale Besonderheiten bei der Stimmrechtsberatung Berücksichtigung finden. Wenngleich dies nicht unter die im Final Report an die Berater gestellten Erwartungen fällt, so haben im Rahmen der Rückmeldungen zum Follow-Up Report mehrere Marktteilnehmer gefordert, dass die BPP die Stimmrechtsberater dazu verpflichten sollten, offenzulegen, wenn ihre Stimmrechtsrichtlinien nicht mit den nationalen Besonderheiten übereinstimmen[453]. Ebenso sollen sie verpflichtet werden klarzustellen, dass sich ein analysierter Emittent an die nationalen Besonderheiten und Vorschriften hält, falls der Stimmrechtsberater eine Stimmrechtsrichtlinie verwendet, die die Besonderheiten nicht berücksichtigt[454].

Im Weiteren befasst sich der Follow-Up Report mit den Entsprechenserklärungen der Unterzeichner. Die *ESMA* stört sich daran, dass nicht alle Berater die klare Aussage treffen, Interessenkonflikte mit Kunden zu vermeiden[455]. Ebenso sind die Ausführungen in den Compliance-Erklärungen sehr knapp oder inexistent bezüglich der nur eingeschränkten Möglichkeit zur Leistungserbringung, etwa in Fällen unvollständiger Daten[456]. Unsauberkeiten bemängelt die *ESMA* auch bei den Entsprechenserklärun-

450 Die Research Methology wird auf S. 13 der BPP behandelt (Fn. 422).
451 Vgl. Rz.57 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
452 Vgl. Rz.59 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
453 Vgl. Rz.61 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
454 Vgl. Rz.61 des Follow-Up Reports (Fn. 441); auch die Regierungskommission DCGK fordert, dass in der konkreten Stimmrechtsempfehlung darauf hingewiesen wird, wenn eine Empfehlung von den Vorgaben nationaler Vorschriften abweicht, *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, Stellungnahme im Rahmen der Konsultation zu den Best Practice Principles, S. 1.
455 Vgl. Rz.72 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
456 Vgl. Rz.77 des Follow-Up Reports (Fn. 441).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gen hinsichtlich der Berücksichtigung nationaler Besonderheiten[457]. Zwar geben alle Unterzeichner der BPP an, dass sie dies tun würden, entgegen den Vorgaben der BPP schweigen sie sich jedoch aus, wenn es darum geht, ob die Kunden darüber in Kenntnis gesetzt werden, wie die Berücksichtigung nationaler Besonderheiten erfolgt. So sei etwa fraglich, ob den Kunden mitgeteilt wird, dass der Berater eine Empfehlung ausspricht, die nationalen Besonderheiten zuwiderläuft. Ausdrücklich hingewiesen sei noch, dass alle Unterzeichner der BPP im Rahmen des Comply-or-Explain Ansatzes die Option Comply gewählt haben, obschon die *ESMA* aufdecken konnte, dass die Vorgaben der BPP nicht stets eingehalten wurden[458].

Schließlich befasst sich der Follow-Up Report auch mit der tatsächlichen Umsetzung des Inhalts der Entsprechenserklärungen durch die Stimmrechtsberater, mit besonderem Augenmerk darauf, ob bereits Änderungen in der Geschäftsführung seit Unterzeichnung der BPP erkennbar sind[459]. In diesen Teil der Untersuchung war die *ESMA* auf freiwillige Angaben von Stimmrechtsberatern und anderen Marktteilnehmern angewiesen; hinzu kommt, dass zum Zeitpunkt der Evaluierung erst ein Jahr seit Veröffentlichung der BPP vergangen war. Fortschritte erkennt die *ESMA* hinsichtlich der Transparenz; Veränderungen in der Tätigkeitsausübung können hingegen noch nicht beobachtet werden. Stark verbesserungswürdig scheint noch die Offenlegung von Interessenkonflikten: So bemängeln Investoren, dass sie sehr knapp vor der Hauptversammlung über bestehende Interessenkonflikte informiert werden, sodass eine Koordination zeitliche Schwierigkeiten hervorruft[460]. Hinsichtlich der Berücksichtigung nationaler und unternehmensspezifischer Besonderheiten fordern – wenig überraschend – alle konsultierten Emittenten eine Steigerung der Leistung der Berater[461]. Die allermeisten Emittenten wünschen sich überdies die Möglichkeit die Stimmempfehlungen kommentieren zu können[462]. *Glass Lewis* ist auf diese Forderungen insoweit eingegangen, als dass den Emittenten nicht die Stimmempfehlung aber ein reiner Datenbericht zur Kontrolle vorgelegt wird, um die Verwendung falscher Daten zu vermeiden[463]. Von Seiten der Investoren sind auch Stimmen zu hören, die ein Abweichen von nationalen Besonderheiten als sinnvoll erachten, wenn damit nationale

457 Vgl. Rz.83 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
458 Vgl. Follow-Up Report, S. 28 (Fn. 441).
459 Vgl. Rz.87 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
460 Vgl. Rz.93 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
461 Vgl. Rz.98 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
462 Vgl. Rz.101 des Follow-Up Reports (Fn. 441).
463 *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 127.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Corporate Governance in die Richtung einer aktionärsfreundlicheren Haltung verbessert werden könne[464].

2017 startete die BPPG eine Consultation Phase zur Erstellung eines weiteren Review Berichts[465]. Eine überarbeitete Fassung der BPP, die die Rückmeldungen der Marktteilnehmer aufgreifen soll, ist für Mitte Juli 2019 angekündigt gewesen[466], zum Zeitpunkt der Fertigstellung der Untersuchung jedoch noch nicht veröffentlicht worden.

2. Inhaltliche Analyse der BPP

Inhaltlich sind die BPP wie gezeigt stark an die Vorschläge der *ESMA* angelehnt[467]. Positiv zu bewerten ist, dass die Bereiche Transparenz, Qualität und Interessenkonflikte behandelt werden. Die im Rahmen der Umsetzung der BPP von den Stimmrechtsberatern zu veröffentlichenden Daten haben sicherlich auch dem Ziel der *ESMA*, die Tätigkeit der Berater transparenter und damit für die Kunden verständlicher zu machen, gedient. Erfreulich ist weiterhin, dass der Blick dabei auf den Umgang mit nationalen Besonderheiten gerichtet worden ist und gegenüber den Emittenten klargestellt wurde, in welcher Form sie Feedback an die Berater richten können, und inwiefern Rückmeldungen bei der Überarbeitung der Stimmrechtsrichtlinien Beachtung finden.

Der Aufbau der BPP setzt sich aus den bewusst allgemein gehaltenen Principles und den diese erläuternden Guidance zusammen. Leider sind jedoch nicht nur die Principles allgemein gehalten, sondern auch die Leitlinien, die die Principles präzisieren sollten. In Teilen handelt es sich um allgemeine Ausführungen und Wiederholungen der Principles. Die konkrete Ausgestaltung der BPP leidet an vielen Stellen an Ungenauigkeiten und bleibt in der Formulierung vage. Dies mag einerseits den Vorteil bieten, dass die einzelnen Berater ihr bestendendes Geschäftsmodell und ihre Praktiken aufrechterhalten können, was für ein diversifiziertes Marktangebot sorgen kann. Andererseits leidet darunter die Vergleichbarkeit der Angebote der Stimmrechtsberater. Schwerwiegender sind allerdings die Aus-

464 Vgl. Rz.99 des Follow-Up Reports (Fn. 441); so bereits schon *ESMA*, Final Report, S. 16 Rz.56.

465 <https://bppgrp.info/2017-consultation/> (Stand: 20.07.2019).

466 <https://bppgrp.info/june-2019-review-process-update/> (Stand: 20.07.2019).

467 Ebenso eine inhaltliche Bewertung der BPP durchführend *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 147ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wirkungen auf die von den BPP ausgehende, disziplinierende Wirkung: Bleibt der Verhaltenskodex ungenau und vage, so fällt es nicht schwer ihn einzuhalten. Einfallstor für eine pro forma Einhaltung sind einerseits unscharfe Formulierungen wie „reasonably[468]“, „reasonable efforts[469]“ und „adequate[470]“, die in den BPP nicht ausgefüllt werden. Für Berater ist es einfach ihre eigene Tätigkeit unter solch weite Begrifflichkeiten zu subsumieren[471]. An mehreren Stellen räumen die BPP den Beratern einen weiten Ermessenspielraum ein; beispielhaft genannt sei hierfür, dass nur auslagerte Arbeitsschritte zu kontrollieren sind, die die Qualität der zu erbringenden Leistung beeinflussen könnte[472]. Welche Arbeitsschritte hierunter fallen, unterliegt wiederum der Beurteilung des outsourcenden Beraters.

Weiterhin entscheiden sich die BPP mehrfach gegen ein konkretes Vorgehen; hinsichtlich der von den einzelnen Beratern zu erstellenden Richtlinien oder Vorgehensweisen werden diesen lediglich allgemeine Kataloge an Vorgehensweisen an die Hand gegeben. Dies räumt den Beratern erneut großen Spielraum ein und sorgt überdies dafür, dass sie aufgrund der mangelnden Präzision der Vorgabe problemlos angeben können, die BPP eingehalten zu haben. Insbesondere bei der Bewältigung von Interessenkonflikten wäre es überaus wünschenswert gewesen, wenn die BPP einzelnen auftretenden Konflikten gesonderte Bewältigungsmaßnahmen zugeordnet hätten, anstatt sich auf einen allgemeinen Katalog zu beschränken[473].

Neben der unscharfen Formulierung und den Ungenauigkeiten sind auch die weiten Ausnahmen für den eingeschränkten Nutzen der BPP verantwortlich: Sowohl hinsichtlich der „Research Methology“ als auch bei Stimmrechtsrichtlinien räumen die BPP den Beratern die Möglichkeit ein, von der Veröffentlichung von Informationen abzusehen, die die Geschäftsinteressen der Berater beeinträchtigen könnten; sprich alles, was nach An-

468 Vgl. etwa BPP (Fn. 422), S. 12: “Signatories should have systems and controls in place so that they can reasonably ensure the reliability of the information used in the research process”.

469 Vgl. etwa BBP, S. 14 (Fn. 422): „Signatories should describe what reasonable efforts they make to ensure their research and analysis are independent […]“.

470 Vgl. etwa BPP, S. 12 (Fn. 422): „Signatories should be able to demonstrate to their clients that their reports […] are prepared to a standard that can be substantiated as reasonable and adequate“.

471 Ebenso *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 149.

472 BPP, S. 14 (Fn. 422).

473 Vgl BPP, S. 17 (Fn. 422); *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 148.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sicht der Berater ein Geschäftsgeheimnis darstellt oder in sonstiger Weise für Mitbewerber von Interesse wäre. Es ist zwar verständlich, dass die Berater nicht ihren vollständigen Geschäftsablauf offenlegen wollen, jedoch bietet sich hierdurch erneut eine Möglichkeit Informationen, die zur Beurteilung der Geschäftstätigkeit von Interesse wären und für Transparenz sorgen würden, unter Verschluss zu halten. Insbesondere ermöglichen es die BPP den Beratern sowohl bei der Offenlegung der Entstehung von Stimmrechtsrichtlinien als auch bei der Entwicklung von Stimmempfehlungen entscheidende Punkte auszulassen, ohne dies erkennbar zu machen.

Von Interesse ist ebenfalls ein Blick auf die Begründung des Schweizer Stimmrechtsberaters *Ethos*, der sich gegen eine Unterzeichnung der BPP entschieden hat: *Ethos* hält die BPP für ineffektiv und nicht ausreichend, was die Vermeidung von Interessenkonflikten anbelangt. Besonders stören sich die Schweizer daran, dass ein Unterzeichner der BPP weiterhin parallel zur Stimmrechtsberatung Emittenten in Corporate Governance Fragen berät[474]. In der Tat weist *Ethos* hierbei auf einen entscheidenden Punkt der BPP hin: Es fehlt an einem klaren Bekenntnis zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Die Vorgaben der BPP beschränken sich in weiten Teilen auf ein Dokumentieren und Offenlegen tatsächlicher und potenzieller Interessenkonflikte. Wie bereits kritisiert, bleiben die BPP insbesondere bei der Bewältigung von Interessenkonflikten ungenau und beschränken sich auf die Aufzählung möglicher Ansätze zur Bewältigung von Interessenkonflikten. Bei der Offenlegung von Interessenkonflikten fehlt weiterhin die Verpflichtung konkrete Interessenkonflikte offenzulegen; eine Offenlegung soll nur abstrakt in der Richtlinie zur Bewältigung von Interessenkonflikten erfolgen. Nach den BPP ist ein tatsächlich bestehender Interessenkonflikt lediglich zwingend offenzulegen, wenn er nicht bewältigbar ist. Jedoch hat dies erst zum Zeitpunkt der Leistungserbringung zu geschehen[475]. Für den Kunden ist es dann zu spät einen anderen Berater zu beauftragen[476]. Nicht aufgegriffen haben die BPP Forderungen, eine Regelung bezüglich der ausreichenden Quantität an qualifizierten Mitarbeitern

474 Diese Kritik richtet sich offensichtlich gegen ISS, die als größter Marktteilnehmer und einziger Anbieter paralleler Corporate Governance Beratung wohl auch erheblichen Einfluss bei der Ausarbeitung der BPP gehabt haben werden.

475 Vgl. BPP (Fn. 422), S. 17 unter „Conflict Disclosure ".

476 Ähnlich *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 150f, der Offenlegung zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses fordert, da Investoren nur dann in der Lage seien eine informierte Entscheidung über die Beauftragung des Beraters zu treffen; ebenso *EFAMA*, EFAMA Reply to the Public Consultation on Best Practice Principles for

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

einzustellen[477]. Das Thema der temporären Arbeitskräfte während der Hauptversammlungssaison und deren Qualifikation wird überhaupt nicht behandelt[478]. In der als unscharf identifizierten Passage zum Outsourcing von Arbeitsschritten fehlt überdies eine grundsätzliche Verpflichtung zur Offenlegung, welche Arbeiten ausgelagert werden[479]. Ebenso verzichten die BPP auf eine nachträgliche Veröffentlichung der Stimmempfehlungen[480].

3. Durchsetzung der Best Practice Principles

Bei den BPP hat man im Rahmen der Selbstregulierung den Comply-or-Explain Ansatz gewählt[481]. Diese Entscheidung ist auf Zustimmung vieler Marktteilnehmer gestoßen[482]. Eine Selbstregulierung bietet gegenüber hoheitlichen Maßnahmen verschiedene Vorzüge[483]. Bei der Regulierung der Stimmrechtsberaterbranche sind zwei Vorteile der privaten Rechtssetzung zu betonen: Erstens ist die Stimmrechtsberatungsindustrie noch relativ jung und genaue statistische Erkenntnisse über sie liegen nur in begrenz-

---

Governance Research Providers, S. 9; dem ist entgegenzuhalten, dass zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses bei der Vielzahl der Portfoliounternehmen nicht immer erkennbar sein wird, inwieweit potentielle Interessenkonflikte auftreten können und inwiefern diese etwa durch interne Personalumstrukturierungen im einzelnen Fall bewältigt oder vermieden werden können. Dem Ansatz die Offenlegung vorzuziehen, ist dennoch grundlegend zuzustimmen.

477 So *Deutsches Aktieninstitut*, Issuers should bei allowed to react to Proxy Advisors' Voting Recommendations, S. 6; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 148f.

478 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 150.

479 Eine Beschreibung der ausgelagerten Arbeiten fordernd *Association of British Investors*, Best Practice Principles on Corporate Governance Research, S. 6; ebenso *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 150.

480 *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 129.

481 Auf die möglichen kartellrechtlichen Grenzen einer verbindlichen Regelung, die Vorgaben zu Normen und Standards beinhaltet, hinweisend *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 106.

482 *ESMA*, Final Report, S. 23 Rn. 86.

483 Allgemein zu den Vorteilen privater Selbstregulierung *Michael*, Admin. L. Rev. 47 (1995), 171, 181ff; ausführlich zum Comply-or-Explain Ansatz der BPP, *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 151ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tem Umfang vor[484]. Die Flexibilität der BPP kommt dem entgegen, da unkompliziert und schnell Änderungen an ihnen vorgenommen werden können, um sie auf tatsächliche, technische und rechtliche Veränderungen anzupassen.

Zweitens schafft man die Möglichkeit eine internationale Regulierung zu erreichen. Stimmrechtsberater, vor allem die Marktführer *ISS* und *Glass Lewis* sind global tätig, ihre Kunden und die analysierten Emittenten sind in der ganzen Welt ansässig und unterliegen somit einer Vielzahl von Jurisdiktionen. Mit der Selbstregulierung bietet sich die Chance einer einheitlichen Regelung, die über nationale und Unionsgrenzen hinausgeht.

Der privaten Regulierung sind jedoch auch Schwächen eigen, an denen die BPP leiden[485]. Bei der Erstellung der BPP wurden mit den Investoren und den Emittenten einige Interessengruppen nicht ausreichend berücksichtigt; die BPPG setzt sich ausschließlich aus Stimmrechtsberatern zusammen[486]. Besonders hervorsticht allerdings die mangelnde Verbindlichkeit und das Problem der Durchsetzung der BPP. Die Wirkung des Verhaltenskodex wird maßgeblich daran zu beurteilen sein, ob seine Einhaltung durchgesetzt werden kann[487].

Die BPP setzen bei der Durchsetzung auf den Dreiklang aus Veröffentlichung der Entsprechenserklärung, Beschwerdemechanismus für Investoren und Emittenten und einer Prüfung der Auswirkungen des Kodex und der Entsprechenserklärungen durch die *ESMA*[488]. Der Verhaltenskodex sieht jedoch keine Konsequenzen bei Nichteinhaltung vor und enthält auch keine Mittel zur Durchsetzung. Letztlich wird bei der Durchsetzung

---

484 Zu den statistischen Erkenntnissen hinsichtlich des Einflusses der Stimmrechtsberater siehe unter § 2 D. I. 1.

485 Allgemein zu den Nachteilen privater Selbstregulierung *Michael*, Admin. L. Rev. 47 (1995), 171, 189ff; *Bühler*, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, S. 68ff; *Buck-Heeb/Dieckmann*, Selbstregulierung im Privatrecht, S. 229ff; *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 80ff; ausführlich zum Comply-or-Explain Ansatz der BPP, *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 155ff.

486 Die Möglichkeit zur Stellungnahme im Rahmen der Konsultation vor Veröffentlichung der BPP kann dieses Manko selbstverständlich nicht ausgleichen; so auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 156, der die Annahme, die finale Version der BPP sei Ausdruck eines pluralistischen Interessenbildes, als euphemistisch bezeichnet.

487 *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 132.

488 *Zetzsche*, Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group Developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis, S. 19f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

der BPP auf Marktmechanismen vertraut: In der Theorie ist der Berater durch die Abgabe der Entsprechenserklärung faktisch dazu verpflichtet den Kodex einzuhalten, oder überzeugende Abweichungsbegründungen zu formulieren, um nicht an Ansehen im Markt zu verlieren. Sonst würden Kunden durch die Mandatierung eines Konkurrenten reagieren.[489] Angesichts der oligopolen Marktstruktur ist das Argument der Selbstregulierung der Branche durch Wettbewerb ein sehr schwaches[490]. Hinzukommt, dass keine ausreichende Überwachung der Einhaltung der BPP vorgesehen ist. Zwar werden die BPP, die zugehörigen Entsprechenserklärungen und ihre Einhaltung von der *ESMA* in regelmäßigen Abständen überprüft, jedoch sind die Ausführungen der *ESMA* allgemein und bewerten nicht das Vorgehen der einzelnen Stimmrechtsberater[491]. Es fehlt letztlich an einer durchsetzbaren Verpflichtung der Stimmrechtsberater, eine wahrheitsgemäße und vollständige Entsprechenserklärung abzugeben. Nur wenn die Überwachung der Einhaltung gesichert ist, können Abweichungen und Fehlverhalten aufgedeckt werden, sodass der Markt auf Nichteinhaltungen reagieren könnte.[492] Die hieraus resultierende Gefahr einer nicht offengelegten Abweichung von den BPP hat sich, wie der Follow-Up Report zeigt, bereits realisiert[493]. Bezeichnend für das Selbstverständnis der Branche und die Durchsetzung der BPP ist, dass sich mit der Begründung, die Besonderheiten der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Unternehmensgrößen berücksichtigen zu können, ein dem Comply-or-Explain Ansatz folgender Kodex gegeben wurde, letztlich aber kein Unterzeichner der BPP sich dazu entschied, von der Möglichkeit der begründeten Abweichung offiziell Gebrauch zu machen.

---

489 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 155ff; zum Comply-or-Explain Ansatz beim DCGK *Borges*, ZGR 2003, 508, 524f.

490 Das Argument ist jedoch nicht ganz von der Hand zu weisen, da es mit *Glass Lewis* immerhin einen Marktteilnehmer gibt, der aufgrund der Interessenkonflikte von ISS konkurrenzfähig wurde; so auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 158; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 321, führt die oligopole Marktstruktur als Hauptgrund gegen einen Verhaltenskodex an.

491 So erstmals im Rahmen des Follow-Up Reports (Fn. 441).

492 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 158; eine gesetzliche Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung fordernd *Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.*, Stellungnahme zur Konsultation "Best Practice Principles for Governance Research Providers", S. 1.

493 Vgl. Follow-Up Report, S. 28 (Fn. 441).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

IV. Fazit

Mit den BPP sind weite Teile der Stimmrechtsberaterbranche der Aufforderung der *ESMA* nach Selbstregulierung durch einen Verhaltenskodex nachgekommen. Inhaltlich befassen sich die BPP mit der Qualität der Stimmrechtsberatung (Principle One), wobei auf Offenlegung und Transparenz gesetzt wird, mit dem Umgang mit Interessenkonflikten (Principle Two) und der Kommunikation der Berater mit Emittenten und anderen Marktteilnehmern (Principle Three). Die allgemeinen Principles der BBP werden durch Handlungsempfehlungen zur Umsetzung der Leitsätze (sog. Guidance) flankiert. Die den Verhaltenskodex unterzeichnenden Stimmrechtsberater sollen im Rahmen einer Entsprechenserklärung angeben, ob und inwieweit sie den Vorgaben der BPP nachgekommen sind.

Die Bedeutung des Verhaltenskodex erschöpft sich nicht in der Rolle eines Vorläufers zur nun anstehenden hoheitlichen Regulierung durch die ARL II. In Art. 3j I ARL II werden die Stimmrechtsberater dazu aufgefordert, ihrer Verpflichtung zu Transparenz und Offenlegung durch Bezugnahme auf einen Verhaltenskodex nachzukommen. Zwar ist dieser Verhaltenskodex nicht spezifiziert, jedoch meint die Union damit die BPP. In diesem Zusammenhang ist auch die Bewertung der BPP durchzuführen. Anstelle der Frage, ob die aufgeworfene Kritik an den Stimmrechtsberater mit den BPP entkräftet werden kann, sollen positive Aspekte und noch offene Regelungslücken aufgedeckt werden.

Die aufgrund der BPP zu veröffentlichenden Daten haben die Stimmrechtsberatungsbranche sicherlich transparenter gemacht. Emittenten und Kunden dürfte es nunmehr leichter fallen zu beurteilen, welche Erwartungen sie an die Zusammenarbeit mit einem Stimmrechtsberater stellen können. Zumindest in groben Zügen ist nun nachvollziehbar, welche Informationen einer Stimmempfehlung zugrunde liegen und aufgrund welcher Prozesse Stimmrechtsrichtlinien erarbeitet und aktualisiert werden. Zudem wird klar, welche Hausstimmrechtsrichtlinien die Stimmrechtsberater im Angebot haben und inwiefern Kontakt mit ihnen aufgenommen werden kann. Letztlich sind auch Schritte zum Umgang mit Interessenkonflikten offengelegt worden, die Kunden bei der Auswahl eines Beraters einsehen können. Zusammenfassend bietet sich durch den Verhaltenskodex und die Entsprechenserklärungen ein Bild der Branche und ermöglicht dem Kunden einen Vergleich der angebotenen Leistungen. Zudem besteht durch die BPP die Chance eine grenzüberschreitende Regulierung zu erreichen, die in der Lage ist, internationale Standards zu setzen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Dennoch gibt es eine Vielzahl von Aspekten, die unzureichend oder überhaupt nicht von den BPP thematisiert werden. Zunächst bleiben die BPP an vielen Stellen ungenau und vage, etwa was die Qualifikation und insbesondere die Zahl der an der einzelnen Beratung beteiligten Mitarbeiter betrifft. Hinzu kommen schwer zu überprüfende Ausnahmemöglichkeiten. In diesem Sinne beschränken sich die Anforderungen der BPP an die Transparenz der Stimmempfehlung hauptsächlich auf das Offenlegen der Recherche und der Informationssammlung; ausgenommen wird die konkrete Erstellung der Abstimmungsempfehlung. Mängel zeigen sich auch bei der Berücksichtigung nationaler Besonderheiten. Dies gilt sowohl für die BPP, als auch für die Entsprechenserklärungen zu den BPP. Man beschränkt sich auf Angaben über die Kenntnis lokaler Vorschriften. Deren Beachtung wird hingegen nicht thematisiert[494]. Ob Stimmrechtsberater in Kontakt mit Emittenten treten, steht ihnen weiterhin frei: Eine Kommentierungsmöglichkeit für Emittenten wurde ebenso wenig festgeschrieben. Beim Umgang mit Interessenkonflikten fällt insbesondere auf, dass die Konflikte erst (zu) spät aufgedeckt werden müssen. Insgesamt verfolgen die BPP tendenziell den Ansatz, Interessenkonflikte zu bewältigen, anstatt sie zu vermeiden. Bei der Bewältigung lässt der Kodex den Beratern große Freiheit. So werden etwa den unterschiedlichen Konflikten keine spezifischen Bewältigungsmaßnahmen zugeordnet; in mancher Hinsicht entsteht der Eindruck, es gehe eher um ein Verwalten, denn um ein Bewältigen von Interessenkonflikten. Letztlich kann die Durchsetzung der ohnehin schon wenig strengen BPP nicht überzeugen. Bis dato fehlt es an einer Verpflichtung, eine wahrheitsgemäße und vollständige Entsprechenserklärung abzugeben. Der Kodex selbst sieht keine Konsequenzen bei Nichteinhaltung oder falschen Entsprechenserklärungen vor.

B. Kapitalmarkt- und aktienrechtliche Rahmenbedingungen

Neben der Selbstregulierung der Branche durch die BPP ist im Weiteren zu untersuchen, ob die Tätigkeit der Stimmrechtsberatung bereits unter bestehende kapitalmarkt- oder aktienrechtliche Vorschriften zu subsumieren ist.

494 Auch *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 120 stellt eine Differenzierung von Kenntnis und Beachtung von unternehmensspezifischen Besonderheiten fest.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

I. Meldepflichten gem. §§ 33 ff. WpHG

Gem. § 33 I S. 1 WpHG entsteht für denjenigen, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3, 5, 10, etc. Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten erreicht, überschreitet oder unterschreitet, die Verpflichtung dies dem Emittenten und der *BaFin* unverzüglich, spätestens binnen vier Handelstagen zu melden[495]. Diese Meldepflicht erweitert § 34 WpHG für Fälle, in denen der Meldepflichtige sich die Stimmrechte aus Aktien zurechnen lassen muss, die einem anderen gehören. Ziel dieser Regelungen ist es, Transparenz hinsichtlich sich ändernder Stimmrechtsanteile zu schaffen, um das Vertrauen der Anleger und damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu erhöhen[496]. Anknüpfungspunkt für eine Zurechnung von Stimmrechten ist dabei stets, dass der Meldepflichtige die Möglichkeit der Einflussnahme auf die Stimmrechte aus ihm nicht gehörenden Aktien hat. Der Markt soll also über die tatsächlichen Machtverhältnisse informiert werden.[497] Aufgrund des nicht unerheblichen Einflusses von Stimmrechtsberatern auf die Abstimmungsentscheidungen institutioneller Investoren[498], ist eine Anwendung der Meldepflichten auf die Berater nicht fernliegend. Von einer eigenen Beteiligung eines Stimmrechtsberaters in den von § 33 I S. 1 WpHG geforderten Höhen an einem Emittenten ist nicht auszugehen. Die Meldepflichten könnten also nur dann Anwendung finden, wenn ein Zurechnungstatbestand

---

495 Die §§ 33ff. WpHG wurden durch das Zweite Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23.07.2017, BGBl. I S. 1693 geändert. Dadurch wurden die §§ 21 ff WpHG, abgesehen von kleinen Änderungen, die in den folgenden Betrachtungen unbedeutend sind, und Ersetzung von Verweisen wie etwa „§ 22 Abs. I" durch „§ 34 Abs. I" zu den §§ 33 ff WpHG, vgl. BGBL. I S. 1720f. Aufgrund dieser wort- und inhaltsgleichen Verschiebung der Regelungen über die Meldepflichten durch die Gesetzesänderung sind Kommentierungen und sonstige Stellungnahmen zu den §§ 21ff WpHG aF grundsätzlich nach Einzelfallprüfung unverändert anwendbar auf die §§ 33ff. WpHG nF.

496 *Petersen*, in: Spindler/Stilz, Anhang, Vor §§ 33ff. WpHG, Rn. 2; *Schürnbrand/Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Vor §§ 21ff WpHG Rn. 1.

497 *Schürnbrand/Habersack,* in: Emmerich/Habersack, § 22 WpHG Rn. 1; *Schneider,* in: Assmann/Schneider/Mülbert, § 34 WpHG Rn. 3f.

498 Zum Einfluss der Stimmrechtsberater siehe unter § 2 D.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

des § 34 WpHG verwirklicht wird. In Betracht kommen hierbei insbesondere § 34 I S. 1 Nr. 6 WpHG und § 34 II WpHG[499].

1. Zurechnung von Stimmrechten über § 34 I S. 1 Nr. 6 WpHG

Nach § 34 I S. 1 Nr. 6 Var. 1 WpHG werden die Stimmrechte zugerechnet, wenn sie einem Dritten anvertraut sind. Anvertraut sind die Stimmrechte, wenn derjenige, dem sie zugerechnet werden sollen, als selbstständiger Vertreter die Interessen des Aktionärs wahrnimmt und in den dadurch gezogenen Grenzen die Stimmrechte im eigenen Ermessen ausüben kann[500]. Alternativ kann eine Zurechnung auch erfolgen, wenn ein Bevollmächtigter die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben kann in Fällen, in denen keine besondere Weisung des Aktionärs vorliegt, § 34 I S. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG. Käme es für die Zurechnung nach Variante 1 nur auf die Ausübung der Stimmrechte im eigenen Ermessen an, so wäre das Tatbestandsmerkmal „Anvertrautsein" überflüssig. Hierfür ist vielmehr ein besonderes Vertrauensverhältnis erforderlich[501]. Diese Voraussetzung erfüllt ein Stimmrechtsberater nicht[502].

Oftmals werden Stimmrechtsberater aber nicht nur zur Erstellung von Abstimmungsempfehlungen beauftragt, sondern man mandatiert und bevollmächtigt sie zusätzlich zur Ausübung des Stimmrechts. Vertreten wird nunmehr, dass eine Zurechnung der Stimmrechte auf einen Stimmrechtsberater zu erfolgen hat, dem bei Ausübung des Stimmrechts ein eigenes Ermessen zusteht und der erklärt, die Empfehlung des Stimmrechtsberaters *ohne jeglichen Vorbehalt* befolgen zu wollen. Das eigene Ermessen der Stimmrechtsberater ergebe sich aus den Beurteilungsspielräumen, die den

499 Vgl. dazu bereits *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 145ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 310ff; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 211ff; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 255ff.

500 *Schneider,* in: Assmann/Schneider/Mülbert, § 22 WpHG Rn. 98; *Schilha,* in: Bürgers/Körber, § 22 WpHG Rn. 11; zu den Grundsätzen der Zurechnung von Stimmrechtsanteilen nach § 22 WpHG aF vgl. *Veil/Dolff*, AG 2010, 385ff.

501 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 651.

502 So im Ergebnis auch *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 311, Rn. 1285.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Proxy Advisors in den Stimmrechtsrichtlinien eingeräumt werden[503]. Eine restriktivere Auffassung will nur in dem Ausnahmefall, dass der bevollmächtigende Aktionär bereits vor Erstellung der Abstimmungsempfehlung verbindlich erklärt, der Stimmrechtsberater möge die Abstimmung nach seinen Empfehlungen ausführen, eine Zurechnung vornehmen. Dies jedoch sei schon nicht mehr der Fall, wenn der Aktionär vor Ausübung des Stimmrechts eine Abstimmungsempfehlung erhalte und der Stimmrechtsberater auf eine mögliche Weisung des Aktionärs warte[504].

Zur Beantwortung der Frage, ob nun ein zur Ausübung des Stimmrechts bevollmächtigter Stimmrechtsberater, der keine Weisung des Aktionärs erhält, unter § 34 I S. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG zu subsumieren ist, kann auf die parallel geführte Diskussion bei Kreditinstituten Bezug genommen werden. § 135 I S. 3, 4 AktG sehen vor, dass das zur Stimmrechtsausübung bevollmächtigte Kreditinstitut die Stimmrechte nur entsprechend der im Interesse der Aktionäre erarbeiteten und diesen zugeleiteten Abstimmungsvorschlägen bzw. den Vorschlägen von Vorstand und Aufsichtsrat ausüben kann. Aufgrund dieser rechtlichen Bindung geht man davon aus, dass Kreditinstituten kein eigenes Ermessen im Sinne des § 34 I S. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG zusteht. Begründet wird dies damit, dass sich die Aktionäre stillschweigend die Vorschläge des Kreditinstituts zu eigen machen[505]. Dieses Ergebnis ist auf Stimmrechtsberater zu übertragen: Durch die den Aktionären zugeleiteten Stimmempfehlungen sind die Stimmrechtsberater wie die Kreditinstitute bei der Stimmrechtsausübung gebunden. Zu fragen ist nunmehr noch, ob diese Bindung, die dazu führt, dass kein eigenes Ermessen beim Bevollmächtigten verbleibt, ebenso besteht, wenn der Aktionär die Stimmempfehlung vor der Abstimmung nicht einsieht. Dann folgt der Aktionär der Empfehlung des ausführenden Stimmrechtsberaters tatsächlich „blind". Dem Proxy Advisor ist dies dann auch bewusst; für ihn ist nämlich erkennbar, ob der Aktionär die Stimmempfehlung im System eingesehen hat oder nicht. Man könnte nun vertreten, dass der Aktionär sich die Empfehlung nur dann zu eigen machen kann, wenn er diese einsieht. Eine treffende Bezeichnung für Fälle, in denen der Kunde den

503 *Vaupel*, AG 2011, 63, 75; *Vaupel* nennt nur zwei Beispiele von Investoren, die bekanntgegeben haben, den Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters vorbehaltslos zu folgen, vgl. *Vaupel*, AG 2011, 63, 64 Fn. 14; andere Beispiele findet man auch nicht bei *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 90.

504 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94.

505 *Veil,* in: Schmidt/Lutter, § 22 WpHG Rn. 26; Schwark/Zimmer, KMRK, § 22 WpHG Rn. 15; *Wehowsky,* in: Erbs/Kohlhaas (219. EL), § 22 WpHG Rn. 20; aA *Witt*, AG 1998, 171, 176.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Stimmrechtsberater zur Abstimmung bevollmächtigt, die Empfehlung selbst aber nicht einsieht bzw. überprüft und somit wohl tatsächlich „blind" dem Stimmrechtsberater folgt, liefert der Begriff der *Auto Voting*[506]. In der Praxis ging man in solchen Fällen nach Ablauf einer bestimmten Frist (48 Stunden) von der Billigung der Empfehlung durch den Kunden aus, auch wenn die Empfehlung nicht abgerufen worden war. Diese Vorgehensweise haben die Stimmrechtsberater mittlerweile durch ausdrückliche Zustimmungserklärungen ersetzt, die die Kunden nach Abruf der Empfehlung abgeben können[507]. Letztlich stellt sich jedoch in dieser Konstellation des *Auto Votings* ebenso die Frage, wie ein Kunde sich die Abstimmungsempfehlung zu eigen machen soll, wenn er die Zustimmungserklärungen nach etwa nur wenigen Sekunden erteilt. Diese Problematik besteht gleichlaufend bei bevollmächtigten Kreditinstituten. Auch hier ist es abwegig, davon auszugehen, dass alle Depotkunden die bereitgestellten Abstimmungsempfehlungen studieren und sich schließlich zu eigen machen. Doch hierauf kommt es nicht an: Entscheidend für den Ausschluss eines Ermessens des Kreditinstituts bzw. eines Stimmrechtsberaters nach § 34 I S. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG ist nicht, dass der Aktionär seine Herrschaft über das Stimmrecht ausübt, sondern nur, dass sie letztlich in seinen Händen verbleibt[508]. Eine Zurechnung scheidet demnach in den allermeisten Fällen aus[509]. Lediglich in der Ausnahmekonstellation, dass der Aktionär gegenüber dem Stimmrechtsberater *vorab* verbindlich erklärt, den Empfehlungen zu folgen, kann ein eigenes Ermessen des Stimmrechtsberaters und damit eine Zurechnung der Stimmrechte bejaht werden[510].

506 Zum Begriff des Auto Voting *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 695; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 21.

507 *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 21 Fn. 29.

508 Überzeugend *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 24.

509 So auch *Veil*, in: Schmidt/Lutter, § 22 WpHG Rn. 26; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 312f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 258; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93.

510 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93; so auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 312f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 259.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Zurechnung von Stimmrechten über § 34 II WpHG – „Acting in Concert“

Weiterhin kommt eine Zurechnung über § 34 II WpHG in Frage. Einem Meldepflichtigen werden danach Stimmrechte eines Dritten zugerechnet, wenn der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen mit dem Dritten sein Verhalten in Bezug auf den Emittenten aufgrund einer Vereinbarung oder auf sonstige Weise abstimmt. Ausgenommen davon sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Voraussetzung für ein abgestimmtes Verhalten ist, dass der Meldepflichtige und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten in sonstiger Weise zusammenwirken, § 34 II S. 2 WpHG.

a) Zurechnung auf den Stimmrechtsberater

Einem Stimmrechtsberater können die Stimmrechte der von ihm beratenen Aktionäre also nur zugerechnet werden, wenn zwischen ihm und dem Kunden eine Abstimmung über das Stimmverhalten durch Vereinbarung oder auf sonstige Weise stattgefunden hat. Da eine Abstimmung auf sonstige Weise ausreicht, bedarf es keines rechtlich durchsetzbaren Anspruchs auf das „acting in concert“[511]. Allerdings ist ein „kommunikativer Prozess“ zwischen den Parteien erforderlich, der eine bewusste Zusammenarbeit zur Koordinierung eines gleichgerichteten Stimmverhaltens zum Ziel hat[512].

Ein Zusammenwirken in dieser Weise ist zwischen den Aktionären und dem Stimmrechtsberater zu verneinen: Die Stimmrechtsberater erteilen Empfehlungen zur Stimmrechtsausübung; die Abstimmung des Stimmrechtsverhaltens zwischen Aktionär und Stimmrechtsberater ist hierbei nicht beabsichtigt[513]. Die Empfehlung ist für den Aktionär nicht bindend,

---

511 Ausreichend ist vielmehr auch ein „gentlemen's agreement“, so *Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, § 34 WpHG Rn. 141; *Schilha*, in: Bürgers/Körber, Aktiengesetz, § 22 WpHG Rn. 16; *Bayer*, in: MüKo-AktG, § 33 WpHG Rn. 39.

512 *Veil*, in: Schmidt/Lutter, § 22 WpHG Rn. 35; *Bayer*, in: MüKo-AktG, § 34 WpHG Rn. 37; *Casper*, ZIP 2003, 1469, 1475; *Liebscher*, ZIP 2002, 1005, 1007; *Seibt*, ZIP 2004, 1829, 1832.

513 *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 316.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

die letztliche Stimmrechtsherrschaft verbleibt bei ihm[514]. Nimmt der Stimmrechtsberater nicht zugleich die Stimmrechtsausübung für den Aktionär wahr, so weiß er letztlich nicht, ob der Empfehlung gefolgt wird[515].

Ebenso wenig kann umgekehrt der Aktionär anhand der ihm erteilten Empfehlung zwingend davon ausgehen, dass der Stimmrechtsberater die Stimmrechte aus seinen eigenen Aktien gleichlaufend ausübt[516]. Die Erstellung von Stimmempfehlungen ist nämlich lediglich die Erfüllung der Verbindlichkeit aus dem Stimmrechtsberatungsvertrag und gibt keine verbindliche Auskunft über das beabsichtigte Abstimmungsverhalten des Stimmrechtsberaters aus eigenen Aktien[517]. Kommt es dennoch zu einer gleichlaufenden Stimmrechtsausübung, ist diese jedenfalls nicht Ergebnis einer Abrede[518]. Die bloß gleichgerichtete Stimmrechtsausübung reicht wiederum nicht für ein abgestimmtes Verhalten aus[519].

Nimmt man wiederum den Ausnahmefall an, dass sich der Aktionär vorab verbindlich zur ungeprüften Übernahme der Empfehlungen verpflichtet und der Stimmrechtsberater zur Ausübung der Stimmrechte beauftragt ist, kann dennoch kein bewusstes Zusammenwirken aufgrund eines kommunikativen Prozesses angenommen werden[520]. Zwar gibt hier der Aktionär eine eindeutige Willensbekundung ab, jedoch fehlt es an einer korrespondierenden Erklärung des Beraters. Wie soeben erläutert besteht für den Aktionär keine Gewissheit, dass der Stimmrechtsberater die Stimmrechte aus eigenen Aktien gleichlaufend ausüben bzw. von welchen

514 *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 316.

515 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 316; *Vaupel*, AG 2011, 63; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94

516 Der Stimmrechtsberater kann bei Ausübung der Stimmrechte aus eigenen Aktien von anderen Interessen gelenkt sein, vgl. *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 264.

517 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 262; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 316.

518 *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543f.

519 *Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, § 34 WpHG Rn. 143; *Bayer*, in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 34 WpHG Rn. 37; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568, 587; OLG Frankfurt a.M. NZG 2004, 865, 868; *Casper*, ZIP 2003, 1469, 1475; *Liebscher*, ZIP 2002, 1005, 1007; *Seibt*, ZIP 2004, 1829, 1832.

520 Ebenso *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 264f und *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 317; aA *Vaupel*, AG 2011, 63; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94; *Schneider*, ZGR 2007, 440, 449.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Interessen er dabei geleitet wird.[521] Deshalb ist auch in dieser Ausnahmekonstellation kein kommunikativer Prozess, sondern lediglich eine einseitige Willenserklärung zu sehen.

b) Zurechnung unter den von einem Proxy Advisor beratenen Aktionären

Eine gegenseitige Zurechnung der Stimmrechtsanteile ist ebenso zwischen den institutionellen Investoren, die von demselben Stimmrechtsberater Empfehlungen erstellt bekommen, zu erwägen. In dieser Konstellation fehlt es an einer unmittelbaren Kontaktaufnahme zwischen den Investoren. Dies allein führt jedoch nicht bereits zwingend zu einem Ausscheiden der Zurechnung nach § 34 II WpHG. Anerkannt ist, dass die Kontaktaufnahme auch über einen Dritten, der als Mittelsperson fungiert, erfolgen kann.[522] Dabei entfallen jedoch nicht die bereits zuvor genannten Voraussetzungen: Es muss aufgrund eines kommunikativen Vorgangs zumindest zur Abstimmung kommen, bei der den Aktionären das Stimmverhalten des jeweils anderen im Voraus bekannt ist[523].

So wird die Ansicht vertreten, dass ein bewusstes Zusammenwirken in sonstiger Weise vorliege, wenn mehrere Investoren den Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters folgen[524]. Dem ist zu widersprechen: Richtig ist zwar, dass viele Investoren den Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters folgen und somit ein jeder bei Befolgung seine Stimmrechtsmacht vergrößert. Unklar ist für den einzelnen Investor im Einzelfall jedoch stets, welche und wie viele Stimmen von einer Empfehlung des Stimmrechtsberaters geleitet werden könnten[525]. Hinzu kommt der Zweifel, ob im konkre-

521 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 264; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 317.

522 *Casper*, ZIP 2003, 1469, 1475; im Hinblick auf Stimmrechtsberater *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 263.

523 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 263.

524 *Vaupel*, AG 2011, 63, 76, der aber von einer Zurechnung absehen will, wenn für den einzelnen Investor nicht erkennbar ist, wie hoch der Stimmrechtsanteil der anderen Aktionäre, die faktisch den Empfehlungen des Stimmrechtsberaters folgen, ist. In diesem Fall kann der Aktionär nämlich nicht seiner wertpapierrechtlichen Meldepflicht nachkommen, sodass ein Verlust des Stimmrechts nicht angemessen sei; *Vaupel* folgend *Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, § 34 WpHG Rn. 181.

525 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 149.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ten Einzelfall die beratenen Investoren der Empfehlung des Stimmrechtsberaters Folge leisten oder ob sie davon abweichen[526]. Obschon Stimmrechtsberater die Stimmen vieler Anleger bündeln, handelt es sich bei gleichlaufender Stimmrechtsausübung letztlich nicht um das Ergebnis eines abgestimmten Verhaltens, sondern „nur um die Nebenfolge von eigenständigen Abstimmungsentscheidungen“[527]. Richtigerweise reicht die alleinige Mandatierung desselben Stimmrechtsberaters weder für einen kommunikativen Vorgang noch für eine gewisse Bindungswirkung eines Zusammenwirkens aus, das für eine Zurechnung nach § 34 II WpHG erforderlich wäre[528].

Anders könnte die Lage wiederum zu beurteilen sein, wenn man davon ausgeht, dass ein Investor öffentlich verbindlich erklärt, den Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters zu folgen[529]. Zweifelhaft ist bereits, ob eine öffentliche Bekanntgabe den Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters zu folgen eine an einen anderen Investor gerichtete Absichtserklärung darstellt[530]. Geht man davon aus, muss diese Absichtserklärung von einem anderen Anleger auf vergleichbare Weise erwidert werden. Nur so können beide Aktionäre davon ausgehen, dass der andere in Folge einer Kommunikation seine Stimmrechte gleich ausüben will[531].

Gegen eine Zurechnung von Stimmrechten nur aufgrund von Empfehlungen desselben Stimmrechtsberaters spricht überdies die an eine nicht erfüllte Meldepflicht geknüpfte Rechtsfolge[532]. Kämen die denselben Stimmrechtsberater beauftragenden Investoren einer solchen Meldepflicht aufgrund einer gegenseitigen Zurechnung der Stimmrechte nach § 34 II

526 *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544.

527 So *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94.

528 Ebenfalls eine Zurechnung ablehnend *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 149f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 318f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 263f; *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1116.

529 Hier sei nochmals darauf hingewiesen, dass es sich dabei um eine Ausnahmekonstellation handelt, die in der Praxis höchst selten vorkommt, vgl. dazu schon die Nachweise in Fn. 250.

530 Dies bejahend *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94; ablehnend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 265; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 319f; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544f.

531 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 265; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 320.

532 Ausführlich zur Angemessenheit der Rechtsfolge *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 219ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

WpHG nicht nach, so verlören sie ihre Stimmrechte, § 44 I S. 1 WpHG[533]. Gegen diese harte Rechtsfolge lassen sich mehrere Gründe einwenden: Erstens wäre es für die betroffenen Investoren in der Regel faktisch unmöglich, ein Übertreten der Grenzschwellen des § 33 I WpHG zu erkennen. Diese Überschreitung könnte der einzelne Investor nämlich nur feststellen, wenn er wüsste, welche anderen Anleger den Empfehlungen des Stimmrechtsberaters tatsächlich folgen und über wie viele Stimmrechte sie verfügen.[534] Hiergegen mag man einwenden, der Wortlaut des § 44 WpHG sehe kein Verschulden beim Unterlassen der Meldung vor. Nach herrschender Ansicht setzt ein Rechtsverlust nach § 44 WpHG allerdings voraus, dass der Aktionär seiner Meldepflicht schuldhaft, also vorsätzlich oder fahrlässig nicht nachgekommen ist[535]. Ein zweiter Grund gegen den Rechtsverlust bei Mandatierung desselben Stimmrechtsberaters sind die Folgen für den Emittenten: Es bestünde die Gefahr, dass Beschlussvorschläge in der Hauptversammlung nicht mehr die erforderliche Mehrheit finden, was eine erhebliche Rechtsunsicherheit für das Unternehmen mit sich bringen würde[536]. Folglich ist in der Regel keine gegenseitige Zurechnung der Stimmrechte nach § 34 II WpHG vorzunehmen.

3. Ergebnis

Die Voraussetzungen einer Zurechnung der Stimmrechte nach § 34 I S. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG werden in den allermeisten Fällen nicht vorliegen. Fälle, in denen sich Investoren öffentlich gegenüber ihrem Stimmrechtsberater verpflichten den Empfehlungen stets blind zu vertrauen, sind kaum bekannt. Es wäre angesichts der treuhänderischen Verpflichtung gegenüber den Anlegern auch schwierig zu vermitteln, warum sich ein Investor nicht

533 Bis zum 2. FiMaNoG vom 23.07.2017 geregelt in § 28 WpHG aF, vgl. dazu bereits Fn. 495.

534 *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 545f; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 219.

535 OLG München, Urt. v. 09.09.2009 – 7 U 1997/09 = AG 2009, 793; *Scholz*, AG 2009, 313, 319; *Widder*, NZG 2004, 275, 276; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 545; *Kocher/Widder*, ZIP 2010, 1326, 1328; aA *Hägele*, NZG 2000, 726, 727.

536 *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 546; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 221; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 154.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

einmal in Fällen, denen besondere Bedeutung zukommt, ein Vetorecht bzw. eine Einzelfallprüfung vorbehält[537].

Eine Zurechnung auf den Stimmrechtsberater nach § 34 II WpHG ist generell auszuschließen. Der Investor kann hier nicht mit Sicherheit annehmen, dass der Stimmrechtsberater Stimmrechte aus eigenen Aktien gleichlaufend mit der erstellten Empfehlung ausübt, wenngleich dies naheliegend ist. Überdies handelt es sich auch bei gleichlaufender Stimmrechtsausübung nicht um das Ergebnis eines kommunikativen Vorgangs, der zu einem Zusammenwirken von Investor und Stimmrechtsberater führt. Die Stimmempfehlung ist nämlich keine Absichtserklärung, sondern nur die Erfüllung der Leistungspflicht aus dem Stimmrechtsberatungsvertrag.

Ebenfalls nur in Ausnahmekonstellationen kann eine Zurechnung unter den Investoren nach § 34 II WpHG bejaht werden. Sollten dennoch einmal deren Voraussetzungen erfüllt sein, wird eine Zurechnung an der Einzelfallausnahme des § 34 II S. 1 WpHG scheitern[538].

Zusammenfassend bleibt mithin festzuhalten, dass eine Zurechnung von Stimmrechten, die zu einer Meldepflicht nach den §§ 33 ff. WpHG führen könnte, nur in Ausnahmekonstellationen anzunehmen ist, die beim faktischen Einsatz von Stimmrechtsberatern äußert selten vorkommen dürften.

II. Pflichtangebot gem. § 35 II WpÜG

Der Zurechnung von Stimmrechten kommt nicht nur im Wertpapierhandelsgesetz, sondern auch im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Bedeutung zu. In Betracht kommt eine Zurechnung der Stimmrechte auf den Stimmrechtsberater oder den Investor nach § 30 WpÜG, die zu einer Kontrollerlangung über die Gesellschaft führen könnte[539]. Kontrolle über eine Gesellschaft erlangt, wer 30 % der Stimmrechte an einer Gesellschaft aus eigenen Aktien oder durch Zurechnung nach § 30 WpÜG hält, § 29 II WpÜG. Folge der Kontrollerlangung ist die Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots, § 35 II WpÜG.

---

537 Ähnlich auch *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 152.

538 Vgl hierzu *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 265f.

539 Vgl. hierzu bereits *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 267ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 320ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 34 WpHG und § 30 WpÜG sind, abgesehen von den übernahmerechtlichen Besonderheiten, wortlautidentisch. Hierdurch wollte der Gesetzgeber vermeiden, dass es zu Irritationen am Kapitalmarkt durch unterschiedliche Zurechnungsmethoden kommt[540]. Deshalb wird vertreten, dass die Vorschriften immer gleich auszulegen seien[541]. Einer stets parallelen Auslegung widersprechen andere Autoren mit dem Argument, dass § 34 WpHG und § 30 WpÜG unterschiedliche Regelungszwecke verfolgen[542]. Betrachtet man nun eine mögliche Zurechnung der Stimmrechte auf einen Stimmrechtsberater, so ist vollständig auf die zu den einzelnen Konstellationen des § 34 WpHG erfolgten Darstellungen zu verweisen. Es besteht - insbesondere angesichts der noch weitergehenden Rechtsfolge des § 35 II WpÜG - kein Anlass unter übernahmerechtlichen Gesichtspunkten von der wertpapierhandelsrechtlichen Beurteilung abzuweichen[543].

III. Marktmissbrauchsrecht

1. Insiderrecht

Die Stimmrechtsberatung wirft auch insiderrechtliche Fragen auf. Interessant ist insbesondere, ob und unter welchen Voraussetzungen Stimmrechtsberater Insider im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung sein können und wie sich ein potenzielles Insiderwissen auf die Erstellung von Stimmempfehlungen auswirkt.

---

540 Vgl. Begründung der BReg. zum Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, BT-Drucks. 14/7034, S. 53, 70.

541 *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 410; *Liebscher*, ZIP 2002, 1005, 1009; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568, 608f.

542 *Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, § 34 WpHG Rn. 13; *ders.*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, § 30 WpÜG Rn. 14; *Gätsch/Schäfer*, NZG 2008, 846, 848; *Borges*, ZIP 2007, 357, 361.

543 Ebenso *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 320ff; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 268; aA *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94f, die wiederum in der Konstellation, dass Aktionäre gegenüber dem Stimmrechtsberater verbindlich erklären der Empfehlung blind zu folgen, deren Stimmen dem Stimmrechtsberater zurechnen wollen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

a) Insiderstellung durch Erstellung von Stimmempfehlungen

Der Begriff der Insiderinformation wird in Art. 7 I a) MAR legaldefiniert[544]: Insiderinformationen sind nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt werden würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Art. 7 IV MAR konkretisiert die Erheblichkeit der Kursbeeinflussung dahingehend, dass dies bei Informationen der Fall ist, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde[545]. Zur Erstellung der Stimmempfehlungen nutzen die Stimmrechtsberater hauptsächlich öffentlich zugängliche Informationen. Diese analysieren sie und erstellen anhand von Stimmrechtsrichtlinien Stimmempfehlungen für institutionelle Investoren[546]. Solange nur öffentlich zugängliche Informationen analysiert werden, kann eine Stimmempfehlung somit keine Insiderinformation sein, wenngleich sie aufgrund der Analyse Informationen enthalten kann, die nicht öffentlich bekannt sind und damit dem Stimmrechtsberater bzw. dem Kunden einen Informationsvorsprung gegenüber anderen Marktteilnehmern gewähren kann. Dies bekräftigt der Wortlaut des Erwägungsgrundes 28 der MAR[547]. Damit werden selbst erarbeitete Informationen von Art. 7 I a)

544 Verordnung (EU) Nr. 59672014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und Rates und der Richtlinie 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, Abl. EU 2014 L 173/1.

545 Zur Frage, wann eine Information zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet ist *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, 14.14ff; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsgesetz, Art. 7 MAR Rn. 78ff; *Kumpan*, in: *Baumbach/Hopt*, Handelsgesetzbuch, Art. 7 MAR Rn. 7ff; Beispiele zu kursrelevanten Personalentscheidungen aus den letzten Jahren bei *Koch*, AG 2017, 129, 140.

546 Zum Vorgang der Erstellung einer Stimmrechtsempfehlung siehe bereits unter § 2 A. I.

547 EG 28 MAR: „Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, sollen nicht als Insiderinformationen angesehen werden und die bloße Tatsache, dass Geschäfte auf der Grundlage von Analysen und Bewertungen getätigt werden, sollte daher nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten."; für Stimmrechtsberater zum selben Ergebnis kommend *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 28.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

MAR ausgenommen[548]. Problematisch erscheint hingegen die potenziell ausufernden Rückausnahmen, die in Satz 2 und 3 des Erwägungsgrundes 28 der MAR formuliert sind[549]. Zwar werden Stimmempfehlungen nicht per se vor der Hauptversammlung veröffentlicht[550]; jedoch ist es möglich, dass vor einer Abstimmung die Empfehlungsrichtung eines bedeutenden Stimmrechtsberaters öffentlich wird. Eine solche Empfehlung ist in Fällen besonders enger und richtungsweisender Abstimmungen mit Sicherheit in der Lage, den Ausgang der Hauptversammlungsentscheidung und damit letztlich auch den Kurs des betroffenen Emittenten zu beeinflussen[551]. Angesichts der hier in Bezug auf Stimmempfehlungen dargestellten Problematik, die vermehrt noch Schwierigkeiten bei einer Anwendung auf Journalisten, die bekannte Informationen zusammenfassen und bewerten, hervorrufen würde, überzeugt der Vorschlag die Rückausnahme dahingehend auszulegen, dass lediglich solche Analysen und Bewertungen erfasst werden, die zum Zwecke der Veröffentlichung und Verbreitung erstellt wur-

548 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 60; *Klöhn*, AG 2016, 423, 427f.

549 Wortlaut: „Wird jedoch *beispielsweise* [Hervorhebung nur hier] die Veröffentlichung oder Verbreitung der Informationen vom Markt routinemäßig erwartet und trägt diese Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten bei oder enthält sie Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können, so können diese Informationen Insiderinformationen darstellen. Um festzustellen, ob sie auf der Grundlage von Insiderinformationen handeln würden, müssen die Marktteilnehmer deshalb berücksichtigen, in welchem Umfang die Informationen nichtöffentlich sind und welche Auswirkungen auf Finanzinstrumente möglich wären, wenn sie vor der Veröffentlichung oder Verbreitung handeln würden." Auf die drohende Ausweitung der Rückausnahme, die ja nur ein mögliches Beispiel darstellen soll, hinweisend *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 60a; kritisch ebenso *Klöhn*, AG 2016, 423, 427f; problematisch könnte eine weite Auslegung der Rückausnahme auch für die von der *ISS*-Tochter *ICS* erstellten Corporate Governance Ratings sein. Hierauf soll jedoch nicht eingegangen werden.

550 Eine absolut einheitliche Abstimmungsempfehlung eines Stimmrechtsberaters für alle Kunden kann es ohnehin nicht stets geben aufgrund der sich unterscheidenden, den Empfehlungen zugrundeliegenden Stimmrechtsrichtlinien.

551 Erforderlich für die Bejahung einer Insiderinformation wäre überdies, dass die Information dazu geeignet wäre den Kurs des analysierten Emittenten erheblich zu beeinflussen; dies wäre ggf. im Einzelfall zu prüfen. Zur Ermittlung der Kurserheblichkeit *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 54ff; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, 14.22ff; *Hilgendorf/Kusche*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, Art. 7 MAR Rn. 75.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

den und die deshalb besonders kursrelevant sein dürften[552]. Zudem seien für eine Rückausnahme die in Satz 2 des Erwägungsgrundes 28 der MAR geforderten Voraussetzungen zu erfüllen[553]. Es ist daher festzuhalten, dass die Erstellung einer Stimmempfehlung allein aus öffentlich zugänglichen Informationen nicht als Insiderinformation im Sinne des Art. 7 MAR zu bewerten ist.

b) Insiderstellung aufgrund informellen Kontakts zum Emittenten

Allerdings finden auch informelle Gespräche zwischen Emittenten und Stimmrechtsberatern statt[554]. Zu einem solchen Gespräch kann es kommen, wenn ein Emittent einen Stimmrechtsberater kontaktiert, um den Abstimmungsvorschlag der Verwaltung zu bewerben[555]. Ebenso möglich ist es, dass ein Stimmrechtsberater den Kontakt zu einem Emittenten sucht, um sich insbesondere in schwierigen und bedeutenden Abstimmungsfragen ein genaueres Bild der Ideen der Verwaltung zu machen, bevor er eine Stimmempfehlung für die Kunden formuliert. Im Rahmen eines solchen Austauschs mit einem Emittenten kann es vorkommen, dass ein Stimmrechtsberater Kenntnis über Informationen erlangt, die unter die Definition der Insiderinformation gem. Art. 7 MAR fallen. Wer Insider im Sinne der Marktmissbrauchsordnung ist, regelt Art. 8 IV MAR. Ein Stimmrechtsberater könnte Insider im Sinne des Art. 8 IV Unterabsatz I c) MAR sein[556]. Berufsinsider ist danach, wer Kenntnis von der Insiderinformation ursächlich aufgrund von Arbeit, Beruf oder Aufgabe und damit

552 Ausführlich für eine einschränkende Auslegung wirbt *Klöhn*, der u.a. mit der bisherigen Rechtslage argumentiert und dem sich aus dem Gesetzgebungsverfahren ergebenden Willen des Gesetzgebers, daran nichts zu ändern *Klöhn*, AG 2016, 423, 428; siehe ebenfalls eingehend *Klöhn*, WM 2016, 1665ff; dem folgend *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 60a.

553 *Klöhn*, AG 2016, 423, 428; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 60a.

554 Zum informellen Kontakt mit Emittenten bei der Erstellung von Stimmrechtsempfehlungen, siehe bereits unter § 2 A. I.

555 Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit von informellem Kontakt zwischen Aktionären und der Verwaltung, siehe § 4. E. I. 3. b), c).

556 Wortlaut Art. 8 IV c) MAR: „Dieser Artikel gilt für jede Person, die über Insiderinformationen verfügt, weil sie c) aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen hat."

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nicht rein privat erlangt[557]. Mitarbeiter eines Stimmrechtsberaters, die im Rahmen von informellen Gesprächen mit Vorstand oder Aufsichtsrat Insiderinformationen erlangen, tun dies aufgrund ihrer Arbeit und nicht auf lediglich privatem Wege[558]. Hält man die Mitarbeiter eines Stimmrechtsberaters nicht für Berufsinsider, so wären sie jedenfalls unter den Auffangtatbestand des Art. IV Unterabsatz II MAR zu fassen, nachdem jede Person Insider ist, die unter anderen Umständen Insiderinformationen erlangt hat[559].

c) Rechtsfolgen einer Insiderstellung

Ein Insider unterfällt der Verbotstrias des Art. 14 MAR: Untersagt ist das Tätigen von Insidergeschäften, die Empfehlung bzw. Anstiftung zum Tätigen von Insidergeschäften, sowie die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. In einer Stimmempfehlung, die ein Berater, der im Besitz von Insiderinformationen ist, erstellt hat, könnte eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen zu sehen sein. Der Begriff der Offenlegung ist wie der bisherige Begriff der Weitergabe des § 14 I Nr. 2 WpHG aF zu verstehen, d.h. sowohl das Mitteilen als auch das Zugänglichmachen erfüllt den objektiven Tatbestand[560]. Damit ist jedoch nicht abschließend die Erstellung einer Stimmempfehlung für die Hauptversammlung eines Emittenten verboten, von dessen Unternehmensleitung ein Stimmrechtsberater in einem informellen Gespräch oder auf andere Weise in den Besitz einer Insiderinformation gelangt ist. Die Stimmempfehlung selbst darf die Insiderinformation nicht enthalten, denn sonst läge

557 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 128; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, 14.32.

558 aA *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 29, der nicht nachvollziehbarerweise auf die Berechtigung des Stimmrechtsberaters zur Weitergabe der Insiderinformation abstellt, anstatt die tatsächlich relevante Situation, nämlich den Erhalt von Insiderinformationen durch einen Stimmrechtsberater zu beurteilen.

559 So *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 29. Der Unterschied zwischen einem sog. Primärinsider nach Unterabsatz I und einem Sekundärinsider nach Unterabsatz II liegt lediglich darin, dass sich der Primärinsider nicht darauf berufen kann, er habe nicht um die Insiderqualität der Information gewusst, *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 331, 338.

560 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 103; zum Begriff der Weitergabe nach § 14 I Nr. 2 WpHG aF vgl. auch *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 14 WpHG Rn. 41ff; *Sethe,* in: Assmann/Schütze, HdB Kapitalanlagerecht, § 8 Rn. 118ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ein Verstoß gegen das Offenlegungsverbot des Art. 14 c) MAR vor. Allein, dass eine Insiderinformation in den der Abstimmungsempfehlung zugrundeliegenden Entscheidungsprozess Eingang findet, dürfte hingegen nicht als Offenlegung einer Insiderinformation zu qualifizieren sein. Die Erstellung von Stimmempfehlungen unter Einbeziehung von Insiderinformationen bleibt damit weiter möglich, solange die Insiderinformation dem Kunden nicht konkret benannt und ihm nicht als Beweggrund für die Empfehlung angeführt wird[561].

2. Anlageempfehlung, Art. 20 I MAR

Die Stimmrechtsberatung könnte als Anlageempfehlung gem. Art. 20 I Var. 1 MAR zu qualifizieren sein. Der persönliche Anwendungsbereich der Norm ist eröffnet, da er sich schlichtweg auf „Personen" erstreckt. Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung sind Empfehlungen zu Anlageentscheidungen, vgl. Art. 3 I Nr. 35 MAR[562]. Eine Anlageentscheidung kann im Kauf, Verkauf oder Halten eines Finanzinstruments liegen[563]. Die Stimmrechtsberatung ist jedoch ausschließlich auf eine Empfehlung zur Ausübung von bestehenden Aktionärsrechten gerichtet. Es handelt sich folglich nicht um eine Empfehlung zum Handel mit Aktien, sondern um die Wahrnehmung der (Stimm-) Rechte aus Aktien[564].

---

561 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 276; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 29, der zurecht darauf hinweist, dass durch den Erhalt von Insiderinformationen zusätzliche Organisationsmaßnahmen ergriffen werden müssen und Ermittlungen von Straf- und Aufsichtsbehörden drohen.

562 Die Legaldefinition in Art. 3 I Nr. 35 MAR lautet: „Anlageempfehlungen" bezeichnet Informationen mit expliziten oder impliziten Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten, die für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sind, einschließlich einer Beurteilung des aktuellen oder künftigen Wertes oder Kurses solcher Instrumente".

563 Während nach alter Rechtslage des § 34b WpHG aF eine konkrete Handlungsanweisung wie kaufen, verkaufen oder halten erforderlich war, genügt nunmehr auch eine indirekte Empfehlung, *Roth/Blessing*, in; *Szesny/Kuthe*, Kapitalmarkt Compliance, Kap. 19 Rn. 35f; *Koller*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR, Rn. 20.

564 Ebenso *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 30; zu § 34b WpHG aF *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 270f; aA *Vaupel*, AG 2011, 63, 70f, der bei Abstimmungen auf der Hauptversammlung, die die Vermögensinteressen der Aktionäre betreffen, namentlich Dividendenverwendung, sowie Kapital-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

IV. § 135 AktG

Aus aktienrechtlicher Sicht könnten Stimmrechtsberater bei ihrer Arbeit insbesondere durch § 135 AktG reguliert sein[565]. Für Kreditinstitute, die Stimmrechtsvertretung anbieten, sieht § 135 AktG gewisse Verhaltensvorschriften vor. Neben Vorgaben zur Legitimation und Reichweite der Vertreterstellung der Kreditinstitute enthält § 135 II S. 2 AktG eine Bindung an die Interessen der Aktionäre, sowie Anforderungen an eine Compliance Organisation, die auch für Stimmrechtsberater von Bedeutung wären. Diese Verhaltenspflichten weitet § 135 VIII AktG auf Aktionärsvereinigungen und Personen, die sich geschäftsmäßig zur Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung erbieten, aus. Unter letztere Definition sollen vor allem regelmäßig handelnde Stimmrechtsvertreter fallen, um ein im Vergleich zu Kreditinstituten vergleichbares Schutzniveau für Aktionäre zu gewährleisten[566]. Ein Erbieten im Sinne des § 135 VIII Hs. 1 Var. 2 AktG ist anzunehmen, wenn einer Mehrzahl von Personen die Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung angeboten wird[567]. Die Tätigkeit der reinen Stimmrechtsberatung fällt nicht hierunter[568]. Tritt ein Stimmrechtsberater darüber hinaus als Stimmrechtsvertreter seiner Kunden in der Hauptversammlung auf, so findet § 135 AktG unmittelbare Anwendung auf ihn. Dies trifft jedoch nur auf einen kleinen Teil der Stimmrechtsberater zu[569]. Häufig bieten Stimmrechtsberater ihren Kunden neben der Stimmrechtsberatung die Organisation des Prozesses für die Stimmrechtsausübung an[570].

---

und Strukturmaßnahmen, in der Stimmrechtsberatung eine Anlageempfehlung sehen will.

565 Zum aktenrechtlichen Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG) und dem Nachinformationsanspruch des Aktionärs (§ 131 IV AktG), sowie deren Bedeutung zur Begrenzung informellen Kontakts zwischen Unternehmensleitung und Stimmrechtsberatern, siehe unter § 4 E. I. 3. b).

566 *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 135 AktG Rn. 62; *Arnold,* in: Müko-AktG, § 135 AktG Rn. 34.

567 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 105a; *Arnold,* in: Müko-AktG, § 135 AktG Rn. 35; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 135 AktG Rn. 63.

568 *Herrler,* in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 48; eindeutig nur ablehnend, wenn der Stimmrechtsberater nicht zugleich die Stimmrechtsausübung übernimmt *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 41; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 106b; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 135 AktG Rn. 60.

569 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 20, der insoweit nur die DSW nennt, die zugleich als Stimmrechtsberater agiert.

570 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 21.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Zu fragen ist nunmehr nach einer analogen Anwendung des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater. Eine Analogie wäre angezeigt, wenn neben einer vergleichbaren Interessenlage zwischen den Sachverhalten auch eine planwidrige Gesetzeslücke bestünde[571]. Bei der in § 135 AktG geregelten Stimmrechtsvertretung gibt der Stimmrechtsvertreter eine eigene Willenserklärung über die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien des vertretenen Anlegers ab. Ein Zweck des § 135 AktG ist es zu verhindern, dass die Stimmrechtsvertreter die Vollmacht in ihrem eigenen Interesse und zu Lasten des Aktionärs ausüben[572]. Bei der Stimmrechtsberatung verbleibt die Entscheidung über die Ausübung des Stimmrechts hingegen beim Aktionär. Dies gilt auch für den Fall, dass der Stimmrechtsberater zusätzlich zur Ausübung des Stimmrechts vom Kunden beauftragt worden ist. Problematisch ist an dieser Stelle erneut, dass viele Anleger den Empfehlungen der Stimmrechtsberater blind folgen, d.h. sie die Stimmrechtsentscheidung des Beraters ungeprüft übernehmen, was effektiv zu einer Konzentration der Stimmrechtsmacht beim mandatierten Stimmrechtsberater führt. In dieser Konstellation droht ein Missbrauch der Stimmrechte im eigenen Interesse durch den Stimmrechtsberater, der durchaus mit der § 135 AktG zugrundeliegenden Interessenlage vergleichbar ist[573]. Wenngleich Parallelen zur Interessenlage bei Stimmrechtsvertretern bestehen, darf nicht übersehen werden, dass auch der „blind" folgende Aktionär die Stimmrechtsentscheidung trifft und der von ihm beauftragte Stimmrechtsberater die Stimme nicht als eigene Willenserklärung im Sinne eines Vertreters, sondern nur im Rahmen der vom Aktionär übernommenen Abstimmungsempfehlung ausüben kann. Gegen eine generell analoge Anwendung spricht überdies, dass keineswegs in allen Fällen, in denen ein Stimmrechtsberater die Stimmrechtsausübung für einen Anleger organisiert, dieser der Empfehlung blind gefolgt ist. Der Prozess der Stimmrechtsausübung erfolgt ebenso mit Hilfe des Stimmrechtsberaters, wenn der erteilten Stimmempfehlung nicht gefolgt wird. Wenn man über eine Analogie

571 BGHZ 105, 140, 143; 110, 183, 193; 120, 239, 252; *Larenz/Canaris*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 194ff; *Canaris*, in: FS Bydlinski, S. 47, 82ff.

572 *Herrler*, in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 1; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 2.

573 Auf dieser Grundlage eine analoge Anwendung bejahend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 283; im Ergebnis auch *Vaupel*, AG 2011, 63, 71; unentschieden *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 286; ablehnend, jedoch mit nicht überzeugender Begründung *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 143f, siehe dazu Fn. 582.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nachdenkt, muss sichergestellt sein, dass diese nur in gezielten Fällen, in denen die Interessenlage tatsächlich vergleichbar ist, zur Anwendung kommt. Einen solch differenzierenden Vorschlag macht *Zetzsche,* der drei einschränkende Kriterien erfüllt sehen will, um eine analoge Anwendung des § 135 AktG zu bejahen[574]: Erstens müsse der Stimmrechtsberater eine konkrete Stimmempfehlung erstellen. Zweitens müsse die Empfehlung auf einer Ermessensausübung des Stimmrechtsberaters beruhen. Drittens wird gefordert, dass vor der Abstimmung keine Freigabe nach inhaltlicher Prüfung durch den Anleger erfolgen dürfe. Eine Freigabe ohne inhaltliche Prüfung soll vorliegen, wenn die Abstimmungsempfehlung nach Ablauf einer Frist oder nach Freigabe durch den Anleger erfolgt, dieser aber die Empfehlung nur für Sekunden oder gar nicht eingesehen hat und sie sich damit nicht zu eigen machen konnte. Bei Anwendung von *Zetzsches* Kriterien kann grundsätzlich vom Vorliegen einer vergleichbaren Interessenlage ausgegangen werden. Der Stimmrechtsberater kontrolliert hier den Abstimmungsprozess und letztlich ist es seine ungeprüfte Empfehlung, die der Stimmausübung auf der Hauptversammlung zugrunde liegt.

Problematisch bleibt hierbei, dass in praxi die Aktionäre den Empfehlungen aktiv zustimmen, sie also ausdrücklich billigen. Von einer Übernahme der Empfehlung kann zwar nicht ausgegangen werden, wenn der Kunde umfangreiche Dokumente nicht einsieht und die Empfehlung nach kürzester Zeit billigt. *Zetzsche* führt hier das Extrembeispiel von einer Sekunde zwischen Aufruf der Empfehlung und Billigung an[575]. Nach geltender Rechtslage wird aber kaum zu fordern sein, dass ein Stimmrechtsberater neben der Einholung der Zustimmung zusätzliche Kontrollen einführt, um sicherzugehen, dass sich der Kunde tatsächlich ausführlich genug mit der Empfehlung auseinandergesetzt hat, um sie inhaltlich durchdrungen zu haben. Wollte man diesen Weg gehen, wäre ein Eingreifen des Gesetzgebers erforderlich. Eine solche Regelung würde zudem zu einem zusätzlichen bürokratischen Aufwand führen und wäre in der Praxis leicht umgehbar.

Zweifel am Vorliegen einer vergleichbaren Interessenlage weckt indes ein Blick auf den Regelungszweck des § 135 AktG. Mit der Stimmrechtsvertretung wollte der Gesetzgeber ursprünglich die Macht der Banken auf der Hauptversammlung beschränken. Mittlerweile dürfte jedoch die Erhöhung der Hauptversammlungspräsenzen zum Schutz von Kleinanlegern

574 Vgl. hierzu im Folgenden *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 21.
575 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

im Vordergrund stehen[576]. Das Vollmachtsstimmrecht der Depotbanken und Stimmrechtsvertreter soll also Kleinanleger schützen. Die institutionellen Anleger, die Stimmrechtsberater beauftragen, bedürfen dieses Schutzes hingegen nicht[577]. Neben der vergleichbaren Interessenlage müsste zudem eine planwidrige Regelungslücke vorliegen. Der § 135 AktG wurde in den letzten zwei Jahrzehnten mehrfach geändert, ohne dass der Gesetzgeber es für erforderlich erachtet hat, den Anwendungsbereich in diesem Zuge auf die Stimmrechtsberatung auszuweiten[578]. Wenngleich die Stimmrechtsberatungsbranche eine recht junge ist und ihr Aufstieg erst in den letzten Jahren erheblich an Aufschwung gewonnen hat, hatte der Gesetzgeber sie bereits im Gesetzgebungsverfahren zum ARUG im Blick[579]. Hierbei wurde eruiert, ob es Banken, die keine eigenen Abstimmungsvorschläge bereitstellen, erlaubt ist, auf die Abstimmungsempfehlungen von Aktionärsvereinigungen und Stimmrechtsberatern zurückzugreifen[580]. Klar ist damit zumindest, dass der Gesetzgeber die reine Beratung und Erstellung von Empfehlungen nicht unter die Vorschriften des § 135 II AktG fallen lassen wollte[581]. Darauf, dass sich der Gesetzgeber damals schon über die sich faktisch bei Stimmrechtsberatern ansammelnde Stimmmacht bewusst war und trotzdem von einer Regelung für Fälle der Stimmrechtsausübung durch Stimmrechtsberater abgesehen hat, kann jedoch nicht geschlossen werden.

576 *Arnold*, in. MüKo-AktG, § 135 Rn. 5; § 135 AktG in seiner jetzigen Fassung ist ein Kompromiss zwischen der Regulierung des Depotstimmrechts der Banken und der Erhöhung der Hauptversammlungspräsenzen, *Riekers*, in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 1; zur Bedeutung und Entwicklung des § 135 AktG im Rahmen des Shareholder Activism siehe unter § 4 B. II. 1.

577 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 286.

578 Zur Entwicklung des § 135 AktG siehe unter § 4 B. II. 1.

579 Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) vom 30. Juli 2009, BGBl. I S. 2479; so auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 286.

580 Vgl. Referentenentwurf zum ARUG, § 135 I S. 5 Nr. 2 AktG, S. 49 (abrufbar unter: <www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/16_wp/aktionaersrechterl/refe_neu.pdf?__blob=publicationFile&v=1>, Stand 20.07.2019).

581 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 287.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Zuletzt wird auch die Anwendbarkeit deutschen Rechts bei analoger Anwendung des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater angezweifelt[582]. Da die bedeutenden Stimmrechtsberater ihren Sitz in den USA haben, ist dies jedoch ein entscheidender Faktor. Der Anknüpfungspunkt bei analoger Anwendung wäre die Stimmrechtsvertretung, die wie die Stimmrechtsausübung dem Gesellschaftsstatut unterfällt[583]. Nach überwiegender Auffassung gilt § 135 AktG auch für ausländische Kreditinstitute[584]. Bei analoger Anwendung wäre diese Erkenntnis auf Stimmrechtsberater zu übertragen[585].

Zusammenfassend ist damit eine direkte Anwendung des § 135 AktG klar zu verneinen. Eine generelle analoge Anwendung bei gleichzeitiger Stimmrechtsausübung unter Mitwirkung des Stimmrechtsberaters ist ebenfalls abzulehnen. Unter Annahme einschränkender Kriterien, die sicherstellen, dass im konkreten Fall der Stimmrechtsberater faktisch die Abstimmung vom Anleger ungeprüft durchführt, kommt eine abweichende Bewertung in Betracht. Hierbei stellt sich jedoch das rechtstatsächliche Problem, ob ein Anleger, der die Abstimmung freigegeben hat, nicht doch nur „blind" dem Stimmrechtsberater folgt. Überdies bestehen nicht gänzlich unberechtigte Zweifel an der vergleichbaren Interessenlage sowie an der planwidrigen Regelungslücke. Wollte man den Aktionärsschutz des § 135 AktG auf institutionelle Anleger, die Stimmrechtsberater beauftragen, ausweiten, so bedürfte es eines Eingreifens des Gesetzgebers[586].

---

582 So *Kuhla*, der sich dabei fälschlicherweise auf *Noack*, Stimmrechtsberatung wie Stimmrechtsvollmacht regulieren? - Unternehmensrechtliche Notizen, <*notizen.duslaw.de/2011/08/*> bezieht. *Noack* verneint die Anwendbarkeit deutschen Rechts auf den Stimmrechtsberatungsvertrag, nicht jedoch die Anknüpfung an die Stimmrechtsvertretung. *Kuhla* folgert schließlich daraus, dass eine Analogie aufgrund der rechtsanwendungsrechtlichen Unsicherheiten ausscheiden müsse; vgl. dazu *Kuhla,* Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 143f.

583 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 11; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 714ff, 723.

584 *Hirschmann,* in: Hölters, § 135 AktG Rn. 4; *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 29; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 11; dies gilt jedenfalls, wenn es um die Wirksamkeit der Stimmrechtsausübung geht; ob die einzelnen Verhaltens- und Organisationspflichten für ausländische Kreditinstitute gelten wird hingegen uneinheitlich beantwortet vgl. dazu nur *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 12; einschränkend, jedoch die dadurch entstehenden Regelungslücken durch analoge Anwendung der Regelung für inländische Kreditinstitute wieder schließend *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 135 AktG Rn. 6.

585 So auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 284.

586 Dieser Vorschlag wird vom Regierungsentwurf zum ARUG II aufgegriffen, siehe dazu unter § 6 B. IV.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

V. Ergebnis

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das geltende Kapitalmarkt- und Aktienrecht für die Stimmrechtsberater von sehr geringer Relevanz ist. Zumeist ist der Anwendungsbereich der Normen nicht eröffnet oder die Tätigkeit der Stimmrechtsberatung, auch in Kombination mit der Stimmrechtsausübung für den beauftragenden Aktionär, nicht unter die betreffenden Vorschriften zu fassen. Lediglich in Ausnahmekonstellationen, die sich etwa im Rahmen der wertpapierhandelsrechtlichen Übernahmevorschriften oder bei § 135 AktG bilden lassen, kann die Tätigkeit der Proxy Advisors unter deren materielle Anforderungen subsumiert werden.

C. Die Haftung von Stimmrechtsberatern

Unterfielen Stimmrechtsberater einer wirksamen Haftung für mangelhafte Stimmempfehlungen, bestünde für sie ein hinreichender Anreiz, „gute" Abstimmungsempfehlungen zu formulieren[587]. Allerdings unterliegen Stimmrechtsberater keinem speziellen Haftungsregime. Ihre Verantwortung richtet sich mithin lediglich nach den allgemeinen zivilrechtlichen Vorgaben.[588] Zu denken ist an vertragliche Ansprüche der beauftragenden Investoren gegen die Stimmrechtsberater sowie an vertragsähnliche und deliktische Ansprüche der betroffenen Emittenten.

Vorweggenommen sei, dass die ganz herrschende Meinung in der Literatur das zivilrechtliche Haftungsregime eindeutig und zu Recht für nicht ausreichend hält, um gegenüber den Stimmrechtsberatern eine effektive Disziplinierungswirkung entfalten zu können.[589] Eine eingehende Untersuchung soll mithin unterbleiben. Eine überprüfende Auseinandersetzung

587 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 160f; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 233; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 284.

588 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 284.

589 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 257; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 306ff; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 215; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 312; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 157; aus Schweizer Sicht *Wohlmann/Gerber*, SZW 2014, 284, 295; haftungsfreundlicher *Vaupel*, AG 2011, 63, 64ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hat dennoch überblicksartig[590] insofern zu erfolgen, als im Hinblick auf Regulierungsbestrebungen nachvollzogen werden muss, woran eine Haftung der Stimmrechtsberater für fehlerhafte Stimmrechtsberatung im Allgemeinen scheitert (dazu unter I.). Von Interesse ist die Haftung der Stimmrechtsberater gegenüber ihren Kunden, mehr noch aber gegenüber den Emittenten[591]. Auf Fragen hinsichtlich möglicher Emittentenansprüche ist deshalb zudem im Rahmen einzelner, ausgewählter Haftungsnormen punktuell einzugehen (II.)[592]

I. Allgemeine Problematiken im Rahmen der Haftung von Stimmrechtsberatern

Jeglicher Auseinandersetzung mit konkreten Ansprüchen aus zivilrechtlicher Haftung vorgelagert sind die Fragen der Anwendbarkeit deutschen Rechts (dazu unter 1.) und der Nachweisbarkeit der allgemeinen Haftungsvoraussetzungen (2.).

1. Anwendbarkeit deutschen Rechts

Die Stimmrechtsberatung ist ein internationales Geschäftsfeld. Die beiden größten Stimmrechtsberater *ISS* und *Glass Lewis* haben sowohl ihren satzungsmäßigen als auch ihren Verwaltungssitz in den Vereinigten Staaten. Bei einem Großteil ihrer Auftraggeber handelt es sich um ausländische institutionelle Investoren[593]. Mithin stellt sich die Frage nach der Anwendbarkeit deutschen Rechts, und zwar in Hinblick auf vertragliche, delikti-

590 Zur Haftung der Stimmrechtsberater vgl. etwa *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 124ff; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 233ff; ausführlich *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 284ff; sehr detailliert *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 160ff.

591 Die außenstehenden Aktionäre der Gesellschaft sind noch weiter vom Stimmrechtsberater entfernt als die Gesellschaft selbst. Auf eine Auseinandersetzung mit eigenen haftungsrechtlichen Ansprüchen der außenstehenden Aktionäre soll deshalb verzichtet werden.

592 Eine Unterteilung in allgemeine und spezielle Haftungsproblematiken nimmt auch *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 233ff, 240ff vor.

593 Siehe dazu bereits unter § 2 C.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sche und etwaige Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter[594].

a) Vertragliche Ansprüche

Ob deutsches Recht hinsichtlich vertraglicher Haftung Anwendung findet, richtet sich nach dem Vertragsstatut des internationalen Privatrechts. Vorrangig bestimmt sich dieses nach der Rechtswahl der Vertragsparteien, Art. 3 I S. 1 Rom I-VO[595]. Aufgrund des internationalen Kundenkreises ist davon auszugehen, dass *ISS* und *Glass Lewis* in ihren Stimmrechtsberatungsverträgen die Anwendung amerikanischen Rechts vereinbaren. Nimmt man dennoch an, dass Stimmrechtsberater (noch) keine Rechtswahl in ihren Verträgen getroffen haben, bestimmt sich das anzuwendende Recht nach Art. 4 I Rom I-VO. Der Vertrag zwischen Stimmrechtsberater und institutionellem Investor müsste dazu einem der Vertragstypen des Art. 4 I Rom I-VO zuzuordnen sein. Anknüpfungspunkt für die beratende Leistung der Proxy Advisors ist der Dienstleistungsvertrag nach Art. 4 I b) Rom I-VO[596], wonach alle Dienstleistungen dem Recht des Staates unterfallen, in dem der Dienstleister seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat. Der Begriff des Dienstleistungsvertrags i.S.d. Art. 4 I b) Rom I-VO ist weit und autonom auszulegen[597]. Mithin sind sämtliche auf eine zweckgerichtete Tätigkeit zielende Rechtsgeschäfte darunter zu fassen[598]. Dazu gehören so-

---

594 Zur Anwendbarkeit deutschen Rechts vgl. *Vaupel*, AG 2011, 63, 64; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 234ff; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 285; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 160ff.

595 Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I-VO), ABl.EU L 177/6 v. 04.07.2008, berichtigt durch ABl.EU L 309/87 v. 24.11.2009.

596 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 285f; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 235f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 164f.

597 *Martiny,* in: MüKo-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 35; *Staudinger,* in: Schulze, BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 4; *Ferrari,* in: Ferrari et al., IPR-Kommentar, Art. 4 Rom I-VO Rn. 27.

598 *Staudinger,* in: Schulze, BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 4; weitere ähnliche Definitionsansätze bei *Martiny,* in: MüKo-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 35ff; *Spickhoff,* in: BeckOK-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 9f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wohl der Dienst-, Werk-, und Geschäftsbesorgungsvertrag deutschen Rechts[599].

Das anwendbare Recht richtet sich mithin bei Nichtvorliegen einer Rechtswahl nach dem Recht des Staates, in dem der Stimmrechtsberater seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat. Der gewöhnliche Aufenthalt juristischer Personen im Sinne der Art. 19 I Rom I-VO ist der Staat, in dem sich ihre Hauptverwaltung befindet. *ISS* und *Glass Lewis* haben ihre jeweiligen Hauptverwaltungen in den USA[600]. *Glass Lewis* verfügt darüber hinaus mit der *IVOX Glass Lewis GmbH* zudem über eine rechtlich selbstständige Tochtergesellschaft in Deutschland[601]. *ISS* betreibt zwar Büros in München und Berlin, jedoch ist nicht ersichtlich, dass es sich dabei um rechtlich selbstständige Tochtergesellschaften handelt[602]. Jedoch wird in Art. 19 II Rom I-VO der Ort dem gewöhnlichen Aufenthaltsort gleichgestellt, an dem im Rahmen des Betriebs einer Zweigniederlassung, Agentur oder sonstiger Niederlassung der Vertrag geschlossen wird oder an dem die Zweigniederlassung, Agentur oder sonstige Niederlassung zur Erfüllung gemäß dem Vertrag verantwortlich ist. Der Begriff der Niederlassung wird in Art. 19 II Rom-VO nicht weiter definiert, ist aber unter Anlehnung an die Rechtsprechung des EuGH zum Parallelbegriff in Art. 7 Nr. 5 Brüssel Ia-VO[603] wie folgt auszulegen[604]: „[M]it dem Begriff der Zweigniederlassung, der Agentur oder der sonstigen Niederlassung [ist] ein Mittelpunkt geschäftlicher Tätigkeit gemeint, der auf Dauer als Außenstelle eines Stammhauses hervortritt, eine Geschäftsführung hat und sachlich so ausgestattet ist, dass er in der Weise Geschäfte mit Dritten betreiben kann, dass diese, obgleich sie wissen, dass möglicherweise ein Rechtsverhältnis mit dem im Ausland ansässigen Stammhaus begründet wird, sich nicht unmit-

599 *Spickhoff*, in: BeckOK-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 26, 27, 33; *Martiny*, in: MüKo-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 46.

600 <www.issgovernance.com/contact/contact-us/> (Stand: 20.07.2019); <www.glasslewis.com/contact-us/> (Stand: 20.07.2019).

601 <www.glasslewis.com/contact-us/> (Stand: 20.07.2019).

602 <www.issgovernance.com/contact/contact-us/> (Stand: 20.07.2019).

603 Verordnung (EU) Nr. 1215/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2012 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen, ABl.EU L 351/1 v. 20.12.2012, berichtigt durch ABl.EU L 264/43 v. 30.09.2016.

604 *Ferrari*, in: Ferrari et al., IPR-Kommentar, Art. 19 Rom I-VO Rn. 16; *Martiny*, in: MüKo-BGB, Art. 19 Rom I-VO Rn. 14; *Spickhoff*, in: BeckOK-BGB, Art. 19 Rom I-VO Rn. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

telbar an dieses zu wenden brauchen, sondern Geschäfte am Mittelpunkt geschäftlicher Tätigkeit abschließen können, der dessen Außenstelle ist."[605]

Beauftragen institutionelle Investoren die *IVOX Glass Lewis GmbH,* ist also unzweifelhaft deutsches Recht anwendbar[606]. Es ist davon auszugehen, dass das Münchener und das Berliner Büro von *ISS* so ausgestattet sind, dass sie über eine eigene Geschäftsführung verfügen und selbstständig Geschäfte mit Investoren betreiben können. So ist anzunehmen, dass sich Investoren aus dem deutschsprachigen Raum zunächst an die deutschen Büros wenden und mit diesen auch in regelmäßigem Kontakt stehen. Unter diesen Voraussetzungen ist von der Anwendbarkeit deutschen Rechts auszugehen.[607] Gleiches hat zu gelten, wenn ein ausländischer Investor sich gezielt wegen einer Beteiligung an einem deutschen Emittenten mit den deutschen Büros von *ISS* in Verbindung setzt. Anders ist die Lage hingegen zu beurteilen, wenn es nicht gezielt um eine Beteiligung in Deutschland geht, sondern der Investor mit seinem gesamten, internationalen Beteiligungsportfolio, welches auch Anteile an deutschen Emittenten umfasst, eine ganzheitliche Beratung von *ISS* abnimmt. Insofern kann es nicht darauf ankommen, welches nationale Büro letztlich die Vorbereitung einer Hauptversammlung übernimmt und in dessen Folge eventuell auch die Stimmempfehlung formuliert, sondern auf den für den institutionellen Investoren offenkundigen Vertragspartner. Art. 19 II Rom I-VO stellt nämlich insoweit darauf ab, welche Niederlassung für die Erfüllung verantwortlich ist. Aus Sicht des Vertragspartners darf es durch interne Organisation der Arbeitsabläufe des Stimmrechtsberaters aber nicht dazu kommen, dass vom Recht des Staates in dem der Vertragsschluss stattfindet – von einer Rechtswahl abgesehen – abgewichen wird.

b) Deliktische Ansprüche

Hinsichtlich außervertraglicher Ansprüche aus unerlaubter Handlung kommt das Recht des Staates zur Anwendung, in dem der Schaden ein-

605 EuGH, Entscheidung vom 22.11.1978 – 33/79 - *Somafer/Saar-Ferngas* = BeckRS 2004, 70835.

606 So auch *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 167.

607 Vor der Eröffnung deutscher *ISS*-Büros hypothetisch bereits *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 167.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tritt, Art. 4 I Rom II-VO[608]. Tritt der Schaden, etwa durch Absinken des Aktienkurses, bei einem Aktionär im Ausland ein, kommt deutsches Recht nicht zur Anwendung. Erleidet hingegen die deutsche Aktiengesellschaft einen Schaden, finden die Vorschriften des deutschen Deliktsrechts Anwendung.[609]

c) Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Für die deutsche Aktiengesellschaft kommen neben Ansprüchen aus unerlaubter Handlung Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter in Betracht[610]. Die kollisionsrechtliche Einordnung des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ist nicht abschließend geklärt; umstritten ist, ob sie sich nach der Rom I- oder der Rom II-VO richtet[611]. Geht man von der Anwendung der Rom I-VO aus, gilt das Recht, das für den Stimmrechtsberatungsvertrag gilt. Insoweit sei auf die Ausführungen zur Anwendbarkeit deutschen Rechts bei vertraglichen Ansprüchen verwiesen. Richtet sich die Einordnung hingegen nach der Rom II-VO, so richtet sich das anwendbare Recht nach Art. 4 I Rom II-VO, mithin bei Schäden der deutschen Gesellschaft nach deutschem Recht.[612]

608 Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht („Rom II"), ABl.EU L 199/40 v. 31.07.2007, berichtigt durch ABl.EU L 310/52 v. 09.11.2012.

609 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 168ff; *Vaupel*, AG 2011, 63, 69; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 237.

610 Dazu noch im Einzelnen unter § 3 B. II. 1.

611 Zum Streitstand m.w.N. *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 170ff; ausführlich auch *Dutta*, IPrax 2009, 293.

612 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 296; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 236; für die Anwendung der Rom II-VO auf Verträge mit Schutzwirkung zugunsten Dritter explizit im Zusammenhang der Stimmrechtsberatung, *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 170ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Nachweis allgemeiner Haftungsvoraussetzungen

a) Fehlerhaftigkeit der Stimmempfehlung

Zur Begründung einer Haftung ist zunächst eine Pflichtverletzung beziehungsweise eine Verletzung eines Rechtsguts erforderlich. Allgemeiner Anknüpfungspunkt hierfür ist die Frage, wann eine Stimmempfehlung eines Stimmrechtsberaters als fehlerhaft anzusehen ist und wie der Nachweis hierüber erbracht werden kann.

Probleme bei der Beurteilung der Fehlerhaftigkeit bereitet die Frage, an welchem objektiven Maßstab die Stimmempfehlungen zu messen sind[613]. Wie allgemein bei Informationsintermediären besteht auch hier die Problematik, dass die Leistung der Stimmrechtsberater von subjektiven Überzeugungen und Werturteilen geprägt wird. Eine klassische Einteilung von Entscheidungen zu Fragen der Corporate Governance in die Kategorien richtig und falsch kann mithin nur schwerlich vorgenommen werden.[614] Dies zeigt sich etwa an den sich unterscheidenden Stimmrechtsrichtlinien der einzelnen Stimmrechtsberater sowie an den ihnen im Einzelfall eingeräumten Ermessensspielräumen[615]. Ein offensichtliches Fehlverhalten wird nur in Ausnahmefällen nachzuweisen sein[616]. Eine andere Beurteilung ergibt sich ebenso wenig, wenn man die *Warentest*-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, die eine objektive, neutrale und sachkundige Erstellung verlangt, auf die Stimmempfehlung überträgt. Wiederum wird der Nachweis kaum gelingen.[617]

613 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 238; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 129; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 289ff.

614 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 289; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 238; zu Ratingagenturen *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 627f; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1704.

615 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 129; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 238.

616 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 290; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 157; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 142; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 238.

617 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 238; näher dazu *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 290ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Haftungsbegründende Kausalität

Weiterhin stellt sich die Problematik, dass nachzuweisen wäre, dass sich ein Fehlverhalten des Stimmrechtsberaters in der Empfehlung niedergeschlagen hat; zugespitzt also, dass der Stimmrechtsberater, hätte er auf Grundlage richtiger Information bzw. objektiv und neutral bzw. im Rahmen der Vorgaben der Richtlinien die Empfehlung erstellt, zu einer Zustimmung anstelle einer Ablehnung des Beschlussvorschlages oder umgekehrt geraten hätte[618].

Zudem ist zu fragen, ob die Empfehlung des Stimmrechtsberaters kausal für die Abstimmung durch den institutionellen Investor war. In einem Urteil zur Stimmrechtsvertretung verlangt der Bundesgerichtshof im Rahmen des § 826 BGB insoweit den Nachweis des Anlegers, dass er aufgrund einer Fehlinformation und nicht aus eigener Überzeugung die Entscheidung getroffen habe.[619] Diesen Nachweis dürften die Investoren in der Regel erbringen können; die Kausalitätskette kann nicht dadurch durchbrochen werden, dass der Stimmempfehlung, die ja gerade die Leistung ist, für die die Stimmrechtsberater vergütet werden, vom Investor übernommen wird[620]. Aufgrund der treuhänderischen Pflichten der Investoren ist von ihnen aber zumindest eine kursorische Prüfung der Stimmempfehlungen zu erwarten. Kommen sie dem nicht nach, führt dies zu einem Mitverschulden nach § 254 BGB.[621]

c) Schaden

Ein Schaden kann eintreten, wenn eine fehlerhafte Empfehlung zu einer nachteiligen Unternehmensentwicklung führt. Dies kann sowohl die Auszahlung einer niedrigeren Dividende als auch das Absinken des Börsenkur-

618 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 292.

619 BGH, Urteil v. 07.01.2008 – II ZR 220/05 = NZG 2008, 382, 384; hierauf hinweisend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 292; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 240; allgemein auf die Problematik der haftungsbegründenden Kausalität hinweisend *Schäfer*, NZG 2005, 985, 986; *Körner*, NJW 2004, 3386, 3387.

620 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 293f.

621 *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 142; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 294ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ses der Gesellschaft zur Folge haben[622]. Problematisch erscheint zunächst die Feststellung der Schadenshöhe. Dabei ist der tatsächliche Börsenkurs mit dem fiktiven Kurs bei fehlerfreier Empfehlung in Verhältnis zu setzen[623]. Eine genaue Bezifferung wird für den Kläger insoweit unmöglich sein; sie ist jedoch auch nicht erforderlich, denn durch die Beweiserleichterung des § 287 ZPO genügt es, wenn der Geschädigte Anknüpfungstatsachen zur Schätzung des Schadens darlegt[624]. Dies wird durch Schätzungen von Analysten oder Vergleiche mit ähnlichen Unternehmen derselben Branche gelingen[625].

d) Haftungsausfüllende Kausalität

Erheblich größere Schwierigkeiten als die Bestimmung der Schadenshöhe bereitet der Nachweis der haftungsausfüllenden Kausalität zwischen der fehlgeleiteten Abstimmung und dem eingetretenen Schaden. So stellt sich zunächst das Problem des Nachweises, dass die konkrete Abstimmung auf Empfehlung eines Stimmrechtsberaters ursächlich für den Ausgang einer Abstimmung war und bei einer anderslautenden Empfehlung ein anderes Ergebnis zustande gekommen wäre[626]. Hinzu kommt, dass nachgewiesen werden müsste, dass es gerade aufgrund des getroffenen Hauptversammlungsbeschlusses zur nachteiligen Unternehmensentwicklung gekommen ist[627]. So hängt aber etwa der Börsenkurs einer Aktiengesellschaft von einer Vielzahl von Faktoren ab, die erst zusammen preisbildende Wirkung ent-

622 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 293; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 239; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 131f; eingehend zu ersatzfähigen Schadenspositionen *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 289ff.

623 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 132.

624 *Foerste*, in: Musielak/Voit, § 287 ZPO Rn. 7; *Saenger*, in: Saenger, § 278 ZPO Rn. 14.

625 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 132f.

626 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 132; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 293; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 301; *Vaupel*, AG 2011, 63, 73.

627 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 293; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 301.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

falten[628]. Folglich werden die erforderlichen Nachweise, wenn überhaupt, nur in absoluten Ausnahmekonstellationen erbracht werden können[629].

II. Ausgewählte Problematiken im Rahmen der Haftung gegenüber Emittenten

Im Folgenden soll noch in gebotener Kürze zu einigen ausgewählten Problematiken im Rahmen spezieller Haftungstatbestände Stellung genommen werden, die für den Emittenten, auf dessen Hauptversammlung Stimmrechte aufgrund der Stimmempfehlungen ausgeübt werden, von Bedeutung sind. Denn der Gesellschaft steht kein vertraglicher Schadensersatzanspruch gegen den Stimmrechtsberater zu.

1. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Eine Haftung der Stimmrechtsberater gegenüber dem Emittenten käme insbesondere in Betracht, wenn es sich bei dem Vertrag zwischen dem Investor und dem Stimmrechtsberater um einen Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten des Emittenten handeln würde[630]. Nach der Theorie vom Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ist der Dritte in die Sorgfalts- und Obhutspflichten des Vertrages miteinbezogen, wenn Leistungs- und Gläubigernähe vorliegen, für den Schuldner erkennbar sind und der Dritte zudem schutzbedürftig ist[631].

---

628 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 301; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 293.

629 Im Ergebnis ebenso *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 293; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 132; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 301; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 239f.

630 Dazu *Vaupel*, AG 2011, 63, 65ff; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 144ff; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 295ff; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 248ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 180ff; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 133ff; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 735ff.

631 *Janoschek,* in: BeckOK-BGB, § 328 Rn. 52ff; *Stadler,* in: Jauernig, § 328 BGB Rn. 24ff; *Schulze,* in Schulze, BGB:, § 328 BGB Rn. 14ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

a) Leistungsnähe

Die Leistungsnähe des Dritten liegt vor, wenn er bestimmungsgemäß mit der Hauptleistung in Berührung kommt und somit eine Schutzpflichtverletzung ihn ebenso trifft wie den Gläubiger[632]. Bejahen ließe sich dies generell mit der Überlegung, dass der Emittent ja mittelbar von der Empfehlung betroffen ist, wenn der institutionelle Investor dieser folgt und sie dadurch Niederschlag in der Hauptversammlung findet. Hierdurch komme die Gesellschaft bestimmungsgemäß in Berührung mit der Empfehlung[633]. Gegen eine solche vorschnelle Bejahung der Leistungsnähe spricht hingegen, dass der Stimmempfehlung und der Stimmausübung noch die Entscheidung des institutionellen Investors zwischengelagert ist. Hierdurch kommt die Gesellschaft mithin mit der Leistung der Stimmrechtsberater nicht wie der Hauptgläubiger in Berührung, auch wenn die Empfehlung für die Stimmausübung übernommen wird[634]. Anders ist die Lage wiederum zu beurteilen, wenn die Empfehlung ohne eigene Prüfung vom Investor „blind" übernommen wird. In diesem Fall kommt die Gesellschaft genau wie der Investor in Berührung mit der Stimmempfehlung[635]. Hinzu kommen Zweifel an der Leistungsnähe in Konstellationen auf, in denen sich das Gesellschaftsinteresse nicht mit dem Interesse des beratenen Aktionärs decken[636].

b) Gläubigernähe

Die Gläubigernähe eines Dritten kann angenommen werden, wenn der Gläubiger ein berechtigtes Interesse an der Einbeziehung des Dritten in den Schutzbereich des Vertrages hat, weil dieser mit der Hauptforderung genau-

632 *Gottwald,* in: MüKo-BGB, § 328 Rn. 184; *Grüneberg,* in: Palandt, § 328 BGB Rn. 17; *Schulze,* in: Schulze, BGB, § 328 BGB Rn. 14.

633 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 135; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 249f; generalisierend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 296f; mit abweichender Begründung i.E. aber ebenso *Vaupel*, AG 2011, 63, 66.

634 *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 144; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 185ff.

635 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 186f.

636 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 736f; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 144.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

so in Kontakt kommt wie der Gläubiger[637]. Von Teilen der Literatur wird die Gläubigernähe der Gesellschaft generell mit der Begründung angenommen, dass Grund und Ziel der Mandatierung von Stimmrechtsberatern die Verbesserung der Corporate Governance und daraus resultierend eine Steigerung des Unternehmenswertes sei, die auch aus Sicht der Investoren unweigerlich zu einer Förderung des Wohls der Gesellschaft beitragen müsse. Deshalb liefen die Interessen der Gesellschaft und der beratenen Investoren gleich.[638] Dem ist zu entgegnen, dass die Gründe zur Mandatierung eines Stimmrechtsberaters nicht primär in der Steigerung des Börsenwertes der Gesellschaft liegen werden[639]. Ganz allgemein ist nicht davon auszugehen, dass die Interessen des beauftragenden institutionellen Investors und die der Gesellschaft stets gleichlaufen. Zwar mag es häufig Beschlussgegenstände geben, in denen sich das Interesse der Gesellschaft und des Investors decken, sie können aber auch grundverschieden sein[640]. Bei einem Interessengleichlauf von Gesellschaft und Investor könnte grundsätzlich von einem Interesse der Einbeziehung in den Vertrag ausgegangen werden. Überzeugend erscheint deshalb der Ansatz *Wünschmanns*, die Gläubigernähe zu bejahen, wenn sich Gesellschaftsinteresse und das Interesse des beauftragenden Investors decken. Dies könnte zumindest in den Fällen angenommen werden, in denen die mitgliedschaftliche Treuepflicht dem Investor vorschreibt, die Ausübung seines Stimmrechts allein am Interesse der Gesellschaft auszurichten.[641] Solche Beschlussgegenstände fallen in die Kategorie der uneigennützigen Mitgliedschaftsrechte, bei denen das Individualinteresse des Aktionärs hinter den Interessen der Gesellschaft zurückzustehen hat[642]. Es ist

637 *Grüneberg*, in: Palandt, § 328 BGB Rn. 17a; *Schulze*, in: Schulze, BGB, § 328 BGB Rn. 16; *Gottwald*, in: MüKo-BGB, § 328 Rn. 184.

638 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 297f; *Vaupel*, AG 2011, 63, 67.

639 Hierauf hinweisend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 251; zu den Gründen für die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters siehe unter § 2 C.

640 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 736; ausführlich *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 191ff.

641 Vgl. *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 208ff; zur mitgliedschaftlichen Treuepflicht der Aktionäre siehe noch unter § 4 D. II. 1. a); zur Frage, ob auch Stimmrechtsberater gegenüber der Gesellschaft eine mitgliedschaftliche Treuepflicht haben unter § 4 D. II. 2. a).

642 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 208f; zur Unterteilung in eigennützige und uneigennützige Mitgliedschaftsrechte siehe unter § 4 D. II. 1. a) aa).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

anzunehmen, dass ein Investor in einer solchen Konstellation ein berechtigtes Interesse daran hat, die Gesellschaft in den Schutzbereich des Stimmrechtsberatungsvertrages miteinzubeziehen, allein schon deshalb, weil er sich bei treupflichtwidriger Stimmrechtsausübung gegenüber der Gesellschaft unter Umständen schadensersatzpflichtig macht[643]. Von einem Gleichlauf der Interessen von Investor und Gesellschaft kann folglich nur ausgegangen werden, wenn es sich um einen Beschlussgegenstand handelt, bei dem der Aktionär seine Stimmrechtausübung allein an den Interessen der Gesellschaft auszurichten hat.

Die Gläubigernähe könnte überdies auch in Fällen zu bejahen sein, in denen die Interessen des Investors und der Gesellschaft divergieren, und zwar dann, wenn sich eine Parallele zur Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur „Expertenhaftung" ziehen ließe[644]. So hat der Bundesgerichtshof eine Einbeziehung des Dritten auch bei Gegenläufigkeit der Interessen bejaht, wenn Gutachten, Testate oder ähnliches erstellt werden und diese erkennbar für den Gebrauch gegenüber Dritten bestimmt und diesen aufgrund der Sachkunde des Experten als Entscheidungsgrundlage dienen sollen[645]. *Vaupel* erkennt zwar an, dass die Stimmempfehlungen nicht zur Vorlage an den Vorstand gedacht sind. Er schließt aber aus der Möglichkeit, dass der Vorstand als Reaktion auf eine Empfehlung eines Stimmrechtsberaters seinen Beschlussvorschlag ändert, dass die Empfehlung des Stimmrechtsberaters als Entscheidungsgrundlage des Vorstands dient und deshalb Gläubigernähe zu bejahen sei.[646] Die Expertenhaftung beruht auf der besonderen Sachkunde, die dem Experten vom Dritten entgegengebracht wird, wobei der Bundesgerichtshof in seiner Rechtsprechung darauf abstellt, dass es sich bei dem Experten um eine Person handelt, die über vom Staat anerkannte Sachkunde verfügt, exemplarisch Wirtschaftsprüfer, Steuerberater oder öffentlich bestellte Sachverständige[647]. Grund der Ausweitung der Haftung des Experten auf den Dritten ist dabei seine Funktion beim Abbau der zulasten des Dritten bestehenden In-

---

643 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 210.

644 *Vaupel*, AG 2011, 63, 67.

645 BGH, Urteil v. 10.11.1994 – III ZR 50/94 = NJW 1995, 392; BGH, Urteil v. 18.10.1988 – XI ZR 12/88 = NJW-RR 1989, 696; BGH, Urteil v. 26.11.1986 – IVa ZR 86/85 = NJW 1987, 1758, 1759f; *Gottwald*, in: MüKo-BGB, § 328 Rn. 188 m.w.N.

646 *Vaupel*, AG 2011, 63, 67.

647 Siehe oben Fn. 645.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

formationsasymmetrie[648]. Bei der Stimmrechtsberatung des Investors liegt es jedoch genau umgekehrt: Der beratene Investor ist im Vergleich zum Vorstand schlechter über die Belange der Gesellschaft informiert. Der Vorstand als Vertreter der Gesellschaft verfügt mithin in dieser Konstellation über den Informationsvorsprung.[649] Er muss sich nicht auf die Empfehlung des „Experten" Stimmrechtsberater verlassen, sondern er ist lediglich von ihr berührt[650]. Passt der Vorstand also seinen Beschlussvorschlag an eine Empfehlung des Stimmrechtsberaters an, erfolgt dies nicht etwa, weil er sich auf die Corporate Governance Expertise des Stimmrechtsberaters verlässt. Vielmehr trifft der Vorstand eine strategische Entscheidung zur Vermeidung eines negativen Hauptversammlungsbeschlusses, die auf den faktischen Einfluss der Stimmrechtsberater zurückzuführen ist.[651] Der faktische Einfluss kann jedoch keine Dritthaftung in Anlehnung an die Rechtsprechung zur Expertenhaftung rechtfertigen[652]. Hinzu kommt, dass Stimmrechtsberater nicht – wie vom Bundesgerichtshof gefordert – über staatlich anerkannten Sachverstand verfügen[653].

c) Erkennbarkeit

Weiterhin muss für den Schuldner subjektiv erkennbar, also vorhersehbar sein, für welchen Kreis von Personen Leistungs- und Gläubigernähe zu bejahen sind[654]. Der Stimmrechtsberater erstellt zu einer bestimmten Gesellschaft eine Empfehlung. Hierdurch ist für ihn klar erkennbar, dass eben diese Gesellschaft von seiner Empfehlung betroffen ist.[655]

---

648 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 738.

649 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 738; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 136f; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 AktG Rn. 146.

650 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 137.

651 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 194f.

652 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 195; a.A. *Vaupel*, AG 2011, 63, 67.

653 Vgl. Nachweise in Fn. 645; hierauf hinweisend *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 195.

654 *Gottwald,* in: MüKo-BGB, § 328 Rn. 190; *Schulze,* in: Schulze, BGB, § 328 BGB Rn. 17; *Grüneberg,* in: Palandt, § 328 BGB Rn. 18.

655 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 139f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 298; *Vaupel*, AG 2011, 63, 67; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern,

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

d) Schutzbedürftigkeit

Schließlich müsste die Gesellschaft schutzbedürftig sein. Schutzbedürftigkeit ist anzunehmen, wenn der Dritte aus dem Sachverhalt keinen inhaltsgleichen oder zumindest gleichwertigen Anspruch gegen den Gläubiger oder einen anderen hat[656]. Einen solchen Anspruch des Dritten stellt aber der Anspruch der Gesellschaft gegen den das Stimmrecht entsprechend der Empfehlung ausübenden Aktionär dar, der entsteht, wenn dieser dabei seine mitgliedschaftliche Treuepflicht verletzt[657]. An die Inanspruchnahme aus Verletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht sind jedoch hohe Anforderungen gestellt; praktisch kommt ihr eine geringe Bedeutung zu[658]. Im Verhältnis Stimmrechtsberater – Investor sind die vertraglichen Pflichten des Beraters jedoch im Vergleich zu den verbandsrechtlichen Pflichten des Aktionärs erheblich erhöht[659]. Unterhalb der Schwelle der Treuepflichtverletzung geht *Schwarz* deshalb davon aus, dass der Gesellschaft kein gleichwertiger Anspruch gegen den Aktionär zusteht und deshalb die Schutzbedürftigkeit im Rahmen des Vertrages mit Schutzwirkung zugunsten Dritter zu bejahen ist[660]. Nur kann es unterhalb der Schwelle der Treuepflichtverletzung kaum zu einem kausalen Schaden bei der Gesellschaft kommen[661]: Führt nämlich die Stimmausübung durch den Aktionär – gemeinsam mit anderen Aktionären - zur Verhinderung oder Fassung eines Hauptversammlungsbeschlusses und dadurch zu einem Schaden der Gesellschaft, wird sie in der Regel als treuwidrig anzusehen sein, wodurch

---

S. 213f; zurückhaltend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 252f.

656 *Gottwald*, in: MüKo-BGB, § 328 Rn. 191; *Schulze*, in: Schulze, BGB, § 328 BGB Rn. 18; *Grüneberg*, in: Palandt, § 328 BGB Rn. 18.

657 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 299; *Vaupel*, AG 2011, 63, 67f; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 253f; allgemein zu den Rechtsfolgen bei Verletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht unter § 4 D. II. 1. a) bb).

658 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 301; zu den Anforderungen zur Inanspruchnahme aus Verletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht siehe unter § 4 D. II. 1. a) aa); weitere Nachweise in Fn. 1125ff, 1138.

659 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 301f; *Vaupel*, AG 2011, 63, 68.

660 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 301f; zustimmend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 254; generell für einen Anspruch gegen die Gesellschaft, da auch der Schadensersatz gegen den treuwidrig abstimmenden Aktionär nicht inhaltsgleich ist *Vaupel*, AG 2011, 63, 68.

661 Vgl. dazu *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 215f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

die Schutzbedürftigkeit der Gesellschaft entfällt. Die Voraussetzung des kausalen Schadens und des Anspruchs der Gesellschaft gegen den Aktionär aus Verletzung der Treuepflicht werden deshalb zugleich zu bejahen oder zu verneinen sein. Überdies ist äußerst fraglich, ob es angezeigt ist, der Gesellschaft unterhalb der Schwelle der Treuepflichtverletzung gegenüber dem Stimmrechtsberater einen Anspruch zuzugestehen, der weiter geht als der Anspruch gegen den eigenen Aktionär[662].

2. Deliktische Haftung

Im Rahmen der Ansprüche aus unerlaubter Handlung sei noch in aller Kürze exemplarisch auf zwei ausgewählte Problematiken eingegangen[663].

a) § 824 BGB

In Betracht käme eine Haftung des Stimmrechtsberaters, wenn durch die Stimmempfehlung wahrheitswidrig eine Tatsache behauptet oder verbreitet wird, die geeignet ist, den Kredit eines anderen zu gefährden oder sonstige Nachteile für dessen Erwerb oder Fortkommen herbeiführt, § 824 I BGB. Die Stimmempfehlung ist jedoch durch ein Element der „Stellungnahme, des Dafürhaltens und des Meinens" gekennzeichnet, mithin ein Werturteil und keine Tatsachenbehauptung[664]. In Fragen der Corporate Governance kann in der Regel keine Einteilung in die Kategorien richtig und falsch, also im Hinblick auf das Vorliegen einer Tatsache wahr oder unwahr, erfolgen[665]. Wie die Stimmabgabe, die zur Willensbildung der Gesellschaft durch Beschluss der Hauptversammlung führt, ist auch die

662 Zu diesem Gedanken *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 217ff.

663 Eine Auseinandersetzung mit sonstigen deliktischen Anspruchsgrundlagen findet sich bei *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 306ff; sehr ausführlich zum Ganzen *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 221ff.

664 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 295; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 223, aA *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 246f.

665 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 223; weitere Nachweise in Fn. 614.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Stimmempfehlung von einem subjektiven Element geprägt und Ergebnis einer Beurteilung und Abwägung[666]. Ein Teil eines jeden Stimmempfehlungsberichts (auch als Hauptversammlungsbericht bezeichnet) enthält jedoch auch Ausführungen zu Tatsachen, die der Beurteilung durch den Stimmrechtsberater zugrunde liegen[667]. Enthält eine Aussage Tatsachen und Wertungen, sind diese nicht getrennt voneinander, sondern in einer Gesamtschau einheitlich zu beurteilen[668]. Die Stimmempfehlung als Ganzes ist dabei als Werturteil der Berater einzuordnen: Sie ist das subjektive Ergebnis der Beurteilung des Beschlussvorschlages unter Einbeziehung und Abwägung aller Faktoren, also auch der Tatsachenbehauptungen im Stimmempfehlungsbericht.[669] Eine Haftung nach § 824 BGB scheidet folglich aus.

b) Eingerichteter und ausgeübter Gewerbebetrieb

Eine für die Gesellschaft nachteilige Empfehlung könnte jedoch eine Verletzung eines sonstigen Rechts i.S.v. § 823 I BGB darstellen. In Betracht kommt insbesondere die Verletzung des Rechts am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb[670]. Ein Eingriff in das Rechtsgut des eingerich-

666 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 224f.

667 Hierauf hinweisend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 244f; zum Inhalt dieses Hauptversammlungsberichts siehe bereits unter § 2 A. I. 2.

668 BGH, Urteil vom 30.01.1996 – VI ZR 386/94 = NJW 1996, 1131, 1133; BGH, Urteil v. 25.03.1997 – VI ZR 102/96 = NJW 1997, 2513; *Staudinger*, in: Schulze, BGB, § 824 BGB Rn. 4.

669 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 227f; ohne weitere Begründung ebenso *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 295; aA *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 240ff.

670 Vgl. dazu *Vaupel*, AG 2011, 63, 69; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 254ff; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 307f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 228ff; allgemein zum Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb *Förster*, in: BeckOk-BGB, § 823 Rn. 177ff; *Teichmann*, in: Jauernig, § 823 BGB Rn. 95ff; Überblick zur Kritik am Recht des Gewerbebetreibs bei *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 318ff; zur Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts der Gesellschaft durch Stimmrechtsberater *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 308f; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 233ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

teten und ausgeübten Gewerbebetriebs könnte vorliegen, wenn durch die Empfehlung des Stimmrechtsberaters eine Kapital- oder Strukturmaßnahme nicht durchgeführt werden konnte, oder auch schon, wenn durch die Empfehlung der Eindruck einer schlechten Corporate Governance der Gesellschaft erweckt wird.[671] Der Eingriff müsste weiterhin betriebsbezogen, also unmittelbar gegen das Unternehmen als solches gerichtet sein[672]. Nach dieser Eingrenzung kommt die fehlerhafte Stimmempfehlung als schädigendes Werturteil als Eingriff in Betracht[673]. Im Rahmen der Rechtfertigung des Eingriffs ist bei der durchzuführenden Interessenabwägung jedoch die Meinungsfreiheit aus Art. 5 I GG zu beachten, weshalb angenommen wird, eine Stimmempfehlung sei grundsätzlich nur als ungerechtfertigt anzusehen, wenn es sich bei ihr um Schmähkritik handelt[674]. Jedenfalls ist durch die erforderliche Interessenabwägung die Bejahung eines rechtswidrigen Eingriffs erheblich erschwert[675].

III. Ergebnis

Folglich kann das allgemeine zivilrechtliche Haftungsregime wie bereits angeführt keine effektive Disziplinierung der Stimmrechtsberater herbeiführen[676]. Eine Gesamtschau der dargestellten Problematiken zeigt auf, dass erhebliche Komplikationen auftreten, wenn es darum geht, eine Haftung der Stimmrechtsberater für fehlerhafte Stimmempfehlungen zu begründen. Einem effektiven Haftungsregime stehen aufgrund der internationalen Bezüge zunächst Unsicherheiten hinsichtlich des anwendbaren Rechts, vornehmlich aber erhebliche Schwierigkeiten bezüglich der Beweisführung entgegen. Probleme werden häufig bereits auftreten, wenn das Vorliegen einer fehlerhaften Stimmempfehlung bewiesen werden soll. Der Nachweis der Kausalkette von fehlerhafter Stimmempfehlung bis hin zum Schaden wird lediglich in Evidenzfällen gelingen. Betrachtet man die Ansprüche der Gesellschaft gegen den Stimmrechtsberater, so kommt hin-

671 *Vaupel*, AG 2011, 63, 69.
672 Vgl. nur *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 BGB Rn. 323 m.w.N.
673 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 307; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 255.
674 So *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 307f; *Vaupel*, AG 2011, 63, 70.
675 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 255f.
676 Vgl. bereits die Nachweise in Fn. 589.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zu, dass im Rahmen spezieller Haftungsnormen weitere Einschränkungen und Unsicherheiten die Inanspruchnahme eines Stimmrechtsberaters wegen fehlerhafter Stimmempfehlung, abgesehen von absoluten Ausnahmefällen, ausschließen.

D. Fazit

Zu summieren ist, dass die bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen die Stimmrechtsberatung nicht hinreichend regulieren, um der ihnen entgegengebrachten Kritik effektiv zu begegnen.

Mit der Selbstregulierung der Branche durch die BPP wurde ein erster Schritt in die richtige Richtung unternommen, indem die Stimmrechtsberatungsbranche für Investoren und Emittenten zumindest transparenter gemacht wurde. Wie von einer Selbstregulierung nicht anders zu erwarten, bleiben die zu veröffentlichenden Angaben an vielen, insbesondere an interessanten Stellen zu vage und ungenau. Hinzu kommen vielfältige Ausnahmemöglichkeiten, die den Stimmrechtsberatern große Freiräume lassen, den Aussagegehalt der Entsprechenserklärungen zu den BPP erheblich mindern.

Das geltende Kapitalmarkt- und Aktienrecht ist für die Stimmrechtsberater von geringer Relevanz. Zumeist ist der Anwendungsbereich der Normen nicht eröffnet oder die Tätigkeit der Stimmrechtsberater kann nicht unter die betreffenden Vorschriften gefasst werden. Lediglich in Ausnahmekonstellationen kann die Stimmrechtsberatung unter deren materielle Anforderungen subsumiert werden.

Letztlich vermag das zivilrechtliche Haftungsregime ebenso wenig zu einer Disziplinierung der Stimmrechtsberater-Branche beizutragen. Neben Rechtsanwendungsfragen aufgrund der Internationalität der Stimmrechtsberater und ihrer Kunden verhindern vor allem Nachweisschwierigkeiten eine Haftung der Stimmrechtsberater. Eine Verfolgung durch deutsche Aktiengesellschaften wird überdies durch Probleme im Rahmen spezieller außervertraglicher Haftungstatbestände erschwert.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 4 Stimmrechtsberater und Shareholder Activism im Recht der deutschen Aktiengesellschaft

Anlass der Untersuchung ist die Aktionärsrechterichtlinie 2017, mit der die Union die aktive Einbindung der Aktionäre in das Corporate Governance Gefüge fördern will. Die Ausformungen der aktiven Beteiligung der Aktionäre an der Gesellschaft werden oftmals unter dem Begriff des Shareholder Activism zusammengefasst. Wie eingangs aufgezeigt, möchte die Untersuchung einen Beitrag zur Umsetzung der ARL II liefern und dabei vornehmlich den Blick auf die Rolle der Stimmrechtsberater hinsichtlich ihrer Stellung in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft lenken. Ansatzpunkt der Überlegungen ist dabei die sich verändernde Rolle der Aktionäre im Rahmen der Shareholder Activism-Bewegung und die dabei den Stimmrechtsberatern zukommende Bedeutung. Um die Rolle der Stimmrechtsberater und ihre mögliche Einpassung in das System des deutschen Aktienrechts diskutieren zu können, sollen dafür zunächst die Grundlagen geschaffen werden: Zunächst ist die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft und das Zusammenspiel ihrer Organe darzulegen (A.). Weiterhin ist zu bestimmen, was sich hinter dem Begriff des Shareholder Activism verbirgt und wie sich die rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen der Einflussnahme durch Aktionäre gewandelt haben (B.). Auf dieser Basis wird sodann untersucht, welche Rolle den Stimmrechtsberatern im Rahmen des Shareholder Activism zukommt; sind sie hierbei nur Informationsintermediäre institutioneller Anleger oder entwickeln sie sich zu einer zentralen Figur des Aktionärsaktivismus (C.)? Von diesem Ergebnis ausgehend ist zu summieren, welche Einflussmöglichkeiten einem Stimmrechtsberater offenstehen und welchen allgemeinen Vorschriften ihm bei aktiver Einflussnahme Grenzen setzen (D.). Schließlich sind die Spannungen und Reibungen zwischen den Gesellschaftsorganen der dualistisch geprägten deutschen Aktiengesellschaft herauszuarbeiten, die durch eine aktive Rolle der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism entstehen (E.).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

A. Grundstruktur der deutschen Aktiengesellschaft

I. Die Organe der deutschen Aktiengesellschaft

Als Grundlage für Überlegungen zur Rolle und Einpassung der Stimmrechtsberater in die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft soll zunächst eben diese Organisationsverfassung in ihren Grundzügen dargestellt werden. Die Verfassung der Aktiengesellschaft ist weitestgehend zwingend ausgestaltet. § 23 V S. 1 AktG schreibt fest, dass Abweichungen von den Vorschriften des Aktiengesetzes durch die Satzung nur möglich sind, soweit sie ausdrücklich im Gesetz zugelassen sind. Ergänzungen zur Satzung sind nur zugelassen, wenn das Gesetz keine abschließende Regelung enthält, § 23 V S. 2 AktG. Neben der Verkehrsfähigkeit der Aktie[677] wird hierdurch in erster Linie abgesichert, welche Organe eine Aktiengesellschaft hat und welche Kompetenzen diesen Organen zugeordnet sind[678]. Diese vom Gesetzgeber ausdrücklich festgelegte Kompetenzordnung der Organe Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung soll im Folgenden abgebildet werden.

1. Der Vorstand

Die Vorschriften über den Vorstand finden sich insbesondere in den §§ 76 bis 94 AktG. Weitere Zuständigkeiten des Vorstands sind im jeweiligen Sachzusammenhang geregelt. Nach § 76 I AktG hat der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Weiterhin nimmt er die Geschäftsführung der Gesellschaft wahr, § 77 AktG. Im Gegensatz zur Leitung der Gesellschaft, die persönlich zu erfolgen hat[679], kann er die Geschäftsführung jedoch auf nachgeordnete Ebenen delegieren[680]. Während die Geschäftsführung jede rechtsgeschäftliche oder tatsächliche Handlung

677 *Pentz,* in: MüKo-AktG, § 23 Rn. 158; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 23 AktG Rn. 34; *Limmer,* in: Spindler/Stilz, § 23 AktG Rn. 28.

678 *Wiesner,* in: Münch HdB GesR-IV, § 19 Rn. 10.

679 *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 4; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 18; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 8; zumindest die letztverantwortliche Entscheidung muss in diesem Bereich beim Vorstand verbleiben *Fleischer*, ZIP 2003, 1; *Fleischer*, ZIP 2003, 1, 6; *Kort,* in: GK-AktG, § 76 Rn. 49.

680 *Vedder,* in: Grigoleit, § 77 AktG Rn. 4; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 8.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

der Gesellschaft sein kann[681], bezieht sich die Leitung der Gesellschaft auf die Funktion der Führung der Gesellschaft[682]. Die Leitung der Aktiengesellschaft ist also herausgehobener Teil der Geschäftsführung[683] und umfasst neben sämtlichen Aufgaben, die das Gesetz dem Vorstand als Kollegialorgan zuweist[684], vor allem die Unternehmensplanung unter Festlegung einer Unternehmenspolitik, die Koordinierung des Unternehmens, die Unternehmenskontrolle sowie die Besetzung von Führungsstellen[685].

Aus der Pflicht gem. § 76 I AktG, die Gesellschaft unter *eigener* Verantwortung zu führen, folgt, dass der Vorstand frei von Weisungen des Aufsichtsrats und der Hauptversammlung nach eigenem Ermessen handelt[686]. Eine Veränderung der vorgegebenen Kompetenzordnung durch Weisungen gegenüber dem Vorstand ist mithin nicht möglich. Die Alleinkompetenz des Vorstands zur Leitung der Gesellschaft aus § 76 I AktG spiegelt sich auch in den Vorschriften über Aufsichtsrat und Hauptversammlung wider[687]: So können gem. § 111 IV S. 1 AktG Maßnahmen der Geschäftsführung nicht auf den Aufsichtsrat übertragen werden. Die Hauptversammlung wiederum kann nur über Fragen der Geschäftsführung entscheiden, wenn der Vorstand es von ihr verlangt, § 119 II AktG. § 82 II AktG ermöglicht im Innenverhältnis eine Einschränkung der Geschäftsführungsbefugnisse des Vorstands, die durch die Satzung, die Hauptversammlung, den Aufsichtsrat und die Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat vorgenommen werden kann, aber nur insoweit sich diese „im Rahmen der Vorschriften über die Aktiengesellschaft" bewegen. Zu-

---

681 *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 77 Rn. 6; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 77 AktG Rn. 3; *Dauner-Lieb,* in: Henssler/Strohn, § 77 AktG Rn. 2.

682 *Spindler,* in: MüKo-AktG, Vor § 76 Rn. 49; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 8.

683 *Wiesner,* in: Münch HdB GesR-IV, § 25 Rn. 5; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 8; *Henze*, BB 2000, 209.

684 *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 4; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 9; *Schiessl*, ZGR 1992, 64, 67f; *Martens*, in: FS Fleck, S. 191, 194f; *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 9.

685 *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 4; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 9; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 15f; *Henze*, BB 2000, 209, 210; *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 10.

686 *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 35; *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 Rn. 57; *Seibt,* in: Schmidt/Lutter, § 76 AktG Rn. 21; *Roth*, ZGR 2012, 343, 347; eine Ausnahme hiervon gilt nur für den Vorstand einer beherrschten (§ 308 AktG) oder eingegliederten (§ 323 AktG) Gesellschaft; hierzu *Langenbucher* in: Schmidt/Lutter, § 308 AktG Rn. 21ff; *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 Rn. 102f; *Sina*, AG 1991, 1ff.

687 *Fleischer,* in: Fleischer, HdB Vorstandsrecht, § 1 Rn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lässig sind demnach nur Beschränkungen der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands, die das Aktiengesetz zulässt[688]. Grenzen sind im Besonderen durch die Kompetenzverteilung der Aktiengesellschaft und die Leitungsautonomie des Vorstands gesetzt[689].

Aus der Tatsache, dass der Vorstand die Gesellschaft allein und nach eigenem Ermessen leitet, folgt jedoch nicht, dass er beliebig handeln kann: Gebunden ist der Vorstand bei Ausübung seiner Rechte und Pflichten nämlich an Recht und Gesetz[690] und insbesondere an den statuarischen Unternehmensgegenstand nach § 23 III Nr. 2 AktG[691]. Weiterhin hat der Vorstand bei seinem Handeln den dauerhaften Bestand und die Rentabilität der Gesellschaft zu sichern[692]. Bei seinen Entscheidungen und Handlungen hat der Vorstand die Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer, sonstiger mit dem Unternehmen verbundener Unternehmen und der Öffentlichkeit in einen Ausgleich im Sinne praktischer Konkordanz zu bringen[693]. Zudem unterliegt der Vorstand gegenüber der Gesellschaft organschaftlichen Treuepflichten, aufgrund derer er dem Interesse der Gesellschaft zu dienen und eigene Interessen zurückzustellen hat[694]. Dies zeigt sich etwa im Wettbewerbsverbot[695], dem Verbot der eigenständigen Wahrnehmung von Geschäftschancen[696] oder dem Umgang mit Interessenkon-

688 *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 82 Rn. 30; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 82 Rn. 19.

689 *Bürgers,* in: Bürgers/Körber, § 82 AktG Rn. 10f; *Weber,* in: Hölters, § 82 AktG Rn. 15; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 82 AktG Rn. 8.

690 *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 25; *Zimmermann*, WM 2008, 433, 435; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 403; *Paefgen*, AG 2004, 245, 251f.

691 *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 24; *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 10; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 60.

692 *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 19; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 34; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 68f; *Junge*, in: FS von Caemmerer, S. 547, 554f.

693 Sog. *Stakeholder* Ansatz, siehe dazu *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 24ff; *Henze*, BB 2000, 209, 212; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 360; *Hopt*, ZGR 1993, 534, 536; *Hüffer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 334; *Hüffer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 334, 356f; zum *Shareholder* Ansatz, nach dem die Interessen der Aktionäre Vorrang genießen *Merkt*, RabelsZ 59 (1995), 545, 554; *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, S. 588; *Grundmann*, ZGR 2001, 783, 796.

694 *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 114ff; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 93 AktG Rn. 114ff.

695 Das Wettbewerbsverbot des Vorstands ergibt sich aus § 88 AktG; vgl. hierzu etwa *Fleischer*, AG 2005, 336.

696 Zur Geschäftschancenlehre *Fleischer*, NZG 2003, 985ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

flikten[697]. Darüber hinaus hat der Vorstand bei der Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden, § 93 I S. 1 AktG. Verletzt der Vorstand seine Pflichten, so ist er der Gesellschaft zum Ersatz verpflichtet, § 93 II S. 1 AktG. Nach der in § 93 I S. 2 AktG kodifizierten Business Judgement Rule liegt jedoch keine haftungsauslösende Pflichtverletzung vor, wenn der Vorstand vernünftigerweise annehmen durfte, eine unternehmerische Entscheidung auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft zu treffen. Diese persönlichen Haftungssanktionen dienen auch der Absicherung einer guten Unternehmensführung[698]. Summa summarum lässt sich das gesetzliche Leitbild der Funktion des Vorstands wie folgt charakterisieren: Der Vorstand übernimmt die Leitung der Gesellschaft, wobei er unabhängig von Weisungen der anderen Organe nach eigenem Ermessen unternehmerische Entscheidungen für die Gesellschaft im Rahmen des satzungsmäßigen Unternehmensgegenstands trifft und umsetzt.

2. Der Aufsichtsrat

Die Vorschriften über den Aufsichtsrat finden sich im Wesentlichen in den §§ 95 bis 116 AktG und darüber hinaus im jeweiligen Sachzusammenhang[699]. Mit der Personalkompetenz nach § 84 AktG kommt dem Aufsichtsrat eine erste, bedeutsame Aufgabe zu. Er ist verantwortlich für die Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder und den Abschluss bzw. die Beendigung der von deren organschaftlicher Stellung strikt zu trennenden schuldrechtlichen Anstellungsverträgen[700]. Die Bestellung des Vorstands ist auf maximal fünf Jahre begrenzt, § 84 I S. 1 AktG. Diese Begrenzung sichert die Personalhoheit des Aufsichtsrats, derer er bei längerfristiger Bestellung faktisch verlustig gehen würde[701]. Andererseits wird die

697 Dazu noch unter § 4 E. I. 4.

698 *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit, § 93 AktG Rn. 1; *Hölters*, in: Hölters, § 93 AktG Rn. 8; *Dauner-Lieb*, in: Henssler/Strohn, § 93 AktG Rn. 1; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 93 Rn. 2a; *Bayer/Scholz*, NZG 2014, 926, 928.

699 Eine Aufzählung der einzelnen Aufgaben des Aufsichtsrats findet sich etwa bei *Hambloch-Gesinn/Gesinn*, in: Hölters, § 111 AktG Rn. 2; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 1; *Lutter*, ZHR 159 (1995), 287, 290ff.

700 *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 84 Rn. 10; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 84 Rn. 2; *Mertens/Cahn*, in; KK-AktG, § 84 Rn. 4.

701 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 84 AktG Rn. 1; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 84 Rn. 2; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, § 84 AktG Rn. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Personalkompetenz des Aufsichtsrats durch § 84 III AktG begrenzt. Hiernach ist der Widerruf der Bestellung nur aus wichtigem Grund möglich. Dies sichert die unabhängige Stellung des Vorstands ab, die bei permanent drohender Abberufung ausgehöhlt wäre und dem Aufsichtsrat die Möglichkeit an die Hand gäbe, den Vorstand zu seinem Ausführungsorgan zu degradieren[702].

Die wichtigste Aufgabe, die die Unternehmensverfassung dem Aufsichtsrat zuweist, ist die Überwachung des Vorstands nach § 111 I AktG. Nach dem Wortlaut des § 111 I AktG hat der Aufsichtsrat die Geschäftsführung zu überwachen. Der Begriff der Geschäftsführung ist nicht identisch mit dem des § 77 AktG[703]. Er ist enger gefasst und zielt vor allem auf die Leitungsmaßnahmen des Vorstands ab[704], umfasst aber auch wesentliche Einzelmaßnahmen[705]. Die Überwachung durch den Aufsichtsrat erstreckt sich auf Rechtmäßigkeit, Ordnungsmäßigkeit, Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit der Geschäftsführung[706]. Weiterhin ist Kernaussage des § 111 I AktG die Abgrenzung der Kompetenzen von Vorstand und Aufsichtsrat durch Trennung von Geschäftsführung und Überwachung[707]: Während der Vorstand für die Leitung der Gesellschaft und die Geschäftsführung im Allgemeinen zuständig ist, ist die Aufgabe des Aufsichtsrats dessen Überwachung. Dem Aufsichtsrat selbst können keine Aufgaben der Geschäftsführung zugewiesen werden, § 111 IV S. 1 AktG.

Zur Erfüllung der Überwachungsfunktion hat der Gesetzgeber dem Aufsichtsrat ein Spektrum von Überwachungsinstrumenten an die Hand gegeben. Genannt seien hier nur das Einsichts- und Prüfungsrecht nach § 111 II S. 1 AktG, die Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer nach § 111 I S. 3 AktG, das Recht zum Erlass einer Geschäftsordnung für den Vorstand nach § 77 II S. 1 AktG, das Recht Zustimmungsvorbehalte zu bestimmten Maßnahmen des Vorstands zu erlassen, § 111 IV

---

702 *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 84 Rn. 5; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 84 AktG Rn. 1.

703 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 2; zum Begriff der Geschäftsführung nach § 77 AktG siehe bereits Fn. 681.

704 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 2; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 65; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 7.

705 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 3; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 67.

706 *Hoffmann-Becking,* in: Münch HdB GesR-IV, § 29 Rn. 31; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 14; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 14; *Lutter*, AG 2008, 1, 2; *Lutter/Kremer*, ZGR 1992, 87, 88; ausführlich *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 73ff.

707 *Hambloch-Gesinn/Gesinn,* in: Hölters, § 111 AktG Rn. 4; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 1; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

S. 2 AktG und insbesondere die Informationsrechte aus § 90 AktG[708]. Signifikante Bedeutung kommt bei der Überwachung den Berichten des Vorstands an den Aufsichtsrat gem. § 90 I AktG zu, die der Aufsichtsrat bei Bedarf durch Anforderung von weiteren Berichten gem. § 90 III AktG und durch seine Einsichts- und Prüfungsrechte nach § 111 II AktG ergänzen kann[709]. Überwachung der Geschäftsführung bedeutet zum einen die vergangenheitsbezogene Kontrolle der getroffenen Entscheidungen und der entfalteten Tätigkeit des Vorstands, also die Feststellung und Beanstandung von Mängeln, um diese für die Zukunft zu vermeiden[710]. Hat der Vorstand unrecht- oder unzweckmäßig gehandelt, so stehen dem Aufsichtsrat repressive Mittel wie die Geltendmachung von Ersatzansprüchen nach § 93 II AktG, aber auch präventive Werkzeuge wie die Änderung der Geschäftsordnung des Vorstands nach § 77 II AktG oder die Ausweitung der zustimmungsbedürftigen Geschäfte nach § 111 IV S. 2 AktG zur Verfügung[711].

Das Bild vom Aufsichtsrat als reinem Überwachungsorgan, das die Geschäftsführung des Vorstands nur retrospektiv beurteilt, ist allerdings überholt. Der Aufsichtsrat hat vielmehr das Recht und auch die Pflicht, den Vorstand zu beraten und hierdurch seine Überwachungsfunktion um eine prospektive, präventiv wirkende Komponente zu erweitern[712]. Die gesetzliche Konzeption der Beratung und Kontrolle des Vorstands durch den Aufsichtsrat in strategischen Fragen lässt sich insbesondere an § 90 I Nr. 1 AktG erkennen; die Rede ist vom Bericht der „beabsichtigte[n] Geschäfts-

708 Eine Aufzählung weiterer Überwachungsinstrumente findet sich bei *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 27f.

709 *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 91.

710 *Jaeger,* in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft, I.9.118; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 103; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 29.

711 *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 31ff.

712 Ganz hM, vgl. nur BGH, Urteil v. 25. März 1991, II ZR 188/89 – BGHZ 114, 127, 130, Rz.11 = BGH AG 1991, 312, 313: „In die Zukunft gerichtete Kontrolle des Vorstands", zustimmend hierzu *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats; *Lutter/Kremer*, ZGR 1992, 87ff; *Henning,* in: Frodermann/Janott, Handbuch des Aktienrechts Rn. 5; *Hoffmann-Becking,* in: Münch HdB GesR-IV, § 29 Rn. 44; *Krieger*, ZGR 1985, 338, 340; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 111 Rn. 10; *Henze*, NJW 1998, 3309f; aA *Theisen*, AG 1995, 193, 199f, der Überwachung und Beratung für funktionell miteinander unvereinbar hält; Zweifel hegend, ob der Aufsichtsrat überhaupt in der Lage ist, den Vorstand zu beraten, *Steinmann/Klaus*, AG 1987, 29, 30ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

politik“[713]. Die Formulierungen des § 90 I Nr. 4 AktG[714] und des § 90 III S. 1 AktG[715] belegen ebenso eindeutig, dass sich die beratende Überwachung auf zukunftsbezogene Angelegenheiten erstreckt[716]. Auch der DCGK spricht in Ziff. 5.1.1 davon, dass es „Aufgabe des Aufsichtsrats [ist], den Vorstand bei der Leitung des Unternehmens regelmäßig zu beraten und zu überwachen“[717]. Mithin ist der Aufsichtsrat aufgefordert, den Vorstand laufend hinsichtlich der zukünftigen Ausrichtung der Gesellschaft und der Unternehmenspolitik zu beraten und mit ihm in die Diskussion zu treten[718]. Hieraus ergibt sich zugleich die mit der Beratungspflicht des Aufsichtsrats korrespondierende Pflicht des Vorstands, sich beraten zu lassen[719]. Die Beratung mit dem Aufsichtsrat ist somit kein Angebot an den Vorstand, welches dieser nach Belieben wahrnehmen kann, sondern unterliegt der Entscheidung des Aufsichtsrats[720]. So wird der Aufsichtsrat auch als „institutioneller Ratgeber und Gesprächspartner des Vorstands“ bezeichnet[721]. Der Bundesgerichtshof ist ebenfalls der Ansicht, dass eine prospektive Überwachung nur möglich ist, wenn Vorstand und Aufsichtsrat in ständiger Diskussion und laufender Beratung zueinanderstehen, weshalb die Beratung das „vorrangige Mittel“ der zukunftsbezogenen Kontrol-

713 *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 103; *Deckert*, AG 1997, 109, 111.

714 Vgl. § 90 I Nr. 4 AktG: „Geschäfte, die […] von erheblicher Bedeutung sein können“.

715 Vgl. § 90 III AktG: „Der Aufsichtsrat kann jederzeit einen Bericht verlangen über Angelegenheiten der Gesellschaft, […] die auf die Lage der Gesellschaft von erheblichem Einfluss sein können.“

716 *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 50; *Henze*, BB 2005, 165 nennt die § 90 I Nr. 2 und 3 AktG, sowie § 90 III AktG als Ansatzpunkt dafür, dass die Berichtspflichten nicht nur vergangenheitsbezogen sind, verzichtet dabei aber auf eine eindeutige Differenzierung zwischen gegenwarts- und zukunftsbezogenen Anknüpfungspunkten. Dies muss auch nicht unbedingt erfolgen, zeigt sich doch jedenfalls, dass nicht nur eine retrospektive Überwachung vom Gesetzgeber gewollt sein kann.

717 Siehe hierzu *Lutter*, in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1217ff.

718 *Jaeger,* in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft, I.9.119; sowie bereits die Nachweise in Fn. 712.

719 *Lutter*, AG 1991, 249; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 104; *Habersack,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 111 Rn. 40.

720 Ebda.

721 *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 103.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

le darstelle[722]. Die Notwendigkeit einer laufenden Beratung zur in die Zukunft zielenden Überwachung ergibt sich daraus, dass unternehmerische Entscheidungen in den wenigsten Fällen eindeutig in die Kategorien richtig und falsch eingeordnet werden können. Deshalb stößt eine repressive Überwachung an ihre Grenzen und ist außerstande, eine wirksame Kontrolle des Vorstandshandelns zu sichern[723]. Hier zeigen sich die Vorteile eines Aufsichtsrats, der den Vorstand berät und strategische Fragen mit ihm erörtert. Denn diese Form der Überwachung setzt bereits früher an und ermöglicht die Vermeidung bzw. Vorbeugung von Fehlern bei der Konzeption der Fortentwicklung der Gesellschaft[724]. Neben den Kenntnissen und dem veränderten Blickwinkel, die die Aufsichtsratsmitglieder in die Beratung einbringen[725], entsteht für den Vorstand ein Rechtfertigungsdruck hinsichtlich seiner geplanten Maßnahmen: Bereits vor ihrer Umsetzung muss der Vorstand seine Argumentationslinien auf Stichhaltigkeit und Nachvollziehbarkeit prüfen. Überdies stärkt der Aufsichtsrat den Vorstand in seiner Position, wenn er dessen Entscheidung nach ihrer Erörterung beipflichtet[726].

Die Beratung des Vorstands bleibt dabei stets Teil der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats und ist nicht etwa eine hiervon unabhängige Kompetenz[727]. Hieraus folgt, dass das Initiativrecht und die Festlegung der Geschäftspolitik Aufgabe des Vorstands als Teil dessen Leitungsverantwortung nach § 76 I AktG sind und damit nicht dem Aufsichtsrat gebüh-

722 BGH, Urteil v. 25. März 1991, II ZR 188/89 – BGHZ 114, 127, 130, Rz.11 = BGH AG 1991, 312, 313; zustimmend *Boujong*, AG 1995, 203, 204; der „Diskussion" den Begriff der „Erörterung" vorziehend *Frerk*, AG 1995, 212, 213; bereits zuvor die Beratung als *das* Mittel der Überwachung feststellend, *Krieger*, ZGR 1985, 338, 340; *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 212 Fn. 64.

723 *Krieger*, ZGR 1985, 338, 340; dies zeigt auch die Business Judgement Rule des § 93 I S. 2 AktG, die den Vorstand hinsichtlich unternehmerischer Entscheidungen von der Haftung freistellt, wenn diese auf der Grundlage hinreichender Information getroffen worden sind.

724 *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 103; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 40; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 111 Rn. 10.

725 *Habersack,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 111 Rn. 40.

726 *Habersack,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 111 Rn. 40; diese Überlegung dürfte wiederum das Interesse des Vorstands fördern, den Aufsichtsrat „ins Boot zu holen".

727 *Spindler*, in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 11; *Lutter*, ZHR 159 (1995), 287; *Lutter*, ZHR 159 (1995), 287 *Hoffmann-Becking*, in: Münch HdB GesR-IV, § 29 Rn. 44; offen gelassen von *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ren[728], insbesondere dem Aufsichtsrat kein Weisungsrecht gegenüber dem Vorstand zusteht[729] und der Aufsichtsrat dem Vorstand nicht seine Geschäftspolitik aufdrängen kann[730]. Die Beratung durch den Aufsichtsrat darf nicht so weit gehen, dass die Planungshoheit des Vorstands unterminiert wird[731]. Es bleibt also bei der Trennung von Geschäftsführung und Überwachung.

Im Rahmen der überwachenden Beratung hat der Vorstand Maßnahmen der Geschäftsführung zwar mit dem Aufsichtsrat zu erörtern, er ist aber nicht dazu verpflichtet, den Ansichten des Aufsichtsrats zu folgen. Die finale Entscheidung verbleibt beim Vorstand[732]. Anders sieht dies aus, wenn die Satzung oder der Aufsichtsrat festlegen, dass bestimmte Geschäfte der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen, § 111 IV S. 2 AktG. Die Einführung von Zustimmungsvorbehalten kann gem. § 111 IV S. 2 AktG durch die Satzung oder den Aufsichtsrat erfolgen, aber sie hat auch zwingend zu erfolgen. Überdies können Zustimmungsvorbehalte vom Aufsichtsrat auch ad-hoc eingeführt werden[733]. Es ist der Wille des Gesetzgebers den Aufsichtsrat an wesentlichen Entscheidungen zu beteiligen[734]. Verzichtet wurde im Gesetz jedoch auf inhaltliche Vorgaben der zustimmungspflichtigen Geschäfte, etwa in Form eines Zustimmungskatalogs[735]. Dies bedeutet jedoch nicht, dass der Aufsichtsrat nach seinem Belieben

728 *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 40; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 11; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 103; *Cahn*, AG 2014, 525, 526f; *Hambloch-Gesinn/Gesinn,* in: Hölters, § 111 AktG Rn. 28; aA *Jäger*, DStR 1996, 671, 676, der ein Initiativrecht des Aufsichtsrats fordert.

729 Siehe dazu bereits die Nachweise in Fn. 686.

730 *Spindler*, in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 11; *Lutter/Kremer*, ZGR 1992, 87, 90.

731 *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 19.

732 Ebda.

733 BGHZ 124, 111, 127 Rz.42 = BGH BB 1994, 107ff; *Henze*, BB 2005, 165, 167; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 39; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 115.

734 Begr. RegE. zum Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG), BT-Drucks. 14/8769, S. 17; *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 50; der Gesetzgeber änderte durch das TransPuG im Jahr 2002 den Wortlaut des § 111 IV S. 2 AktG von „kann jedoch" zu „hat jedoch". Dies war aufgrund der erheblichen Ausdünnung bzw. kompletten Aufhebung der Zustimmungskataloge nach Einführung der Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat erforderlich geworden, *Fleischer*, BB 2013, 835, 838, zur historischen Entwicklung der Zustimmungsvorbehalte ebda. ab S. 835ff.

735 *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 55; ein Beispielskatalog findet sich etwa bei *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 118.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Maßnahmen der Geschäftsführung von seiner Zustimmung abhängig machen kann. Durch die Zustimmungsvorbehalte darf es nicht zu einer Durchbrechung der grundsätzliche Kompetenzordnung des Aktiengesetzes kommen: Im dualistischen System müssen Zustimmungsvorbehalte daher die Ausnahme bleiben und dürfen nicht zur Regel werden[736]. Die Zulässigkeit von Zustimmungsvorbehalten ist gesetzlich begrenzt durch das Verbot der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat nach § 111 IV S. 1 AktG bzw. das Leitungsermessen des Vorstands gem. § 76 I AktG[737]. Die Gestaltung der Leitungsmaßnahme, die einem Zustimmungsvorbehalt unterfällt, verbleibt in den Händen des Vorstands. Der Aufsichtsrat kann der Maßnahme also nur so, wie sie ihm vorgelegt wird, zustimmen oder sie zurückweisen; ein eigenständiges Initiativrecht steht ihm auch in diesem Zusammenhang nicht zu[738]. Deswegen ist es auch unzulässig genau dies zu erreichen, indem der Aufsichtsrat nur Zustimmung zu Geschäften erteilt, die er zuvor dem Vorstand angetragen hat[739]. Die Zustimmung des Aufsichtsrats führt ebenso nicht dazu, dass er die alleinige Verantwortung für die Maßnahme trägt, ihm kommt vielmehr nur eine Mitverantwortung zu[740]. Ebenso wie die in die Zukunft gerichteten Berichte nach § 90 AktG verlangen Zustimmungsvorbehalte dem Vorstand ab, den Aufsichtsrat von seinen unternehmerischen Vorhaben zu überzeugen, was wiederum die Beratungsfunktion des Aufsichtsrats stärkt[741].

Der Zustimmung des Aufsichtsrats dürfen also nur Geschäfte unterworfen werden, die für die Gesellschaft von grundlegender Bedeutung sind[742]. Der DCGK nimmt ebenso eine Beschränkung der Zustimmungsvorbehalte auf „grundlegende Geschäfte" vor und zählt hierzu jedenfalls „Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz-, oder Ertragslage

---

736 *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 50; *Seebach*, AG 2012, 70f; *Altmeppen*, in: FS K. Schmidt, S. 23, 25ff.

737 *Fleischer*, BB 2013, 835, 838; *Mertens/Cahn,* in: KK-AktG, § 111 Rn. 84; *Götz*, ZGR 1990, 633, 640f; *Grooterhorst*, NZG 2011, 921, 922; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 121; *Lange*, DStR 2003, 376, 378; *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 58.

738 *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 114; *Henze*, BB 2005, 165, 166.

739 *Hopt/Roth,* in: GK-AktG, § 111 Rn. 679; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 100.

740 *Henze*, BB 2005, 165, 166.

741 *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 100.

742 *Seebach*, AG 2012, 70; *Oetker*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 277, 284f; *Götz*, NZG 2002, 599, 602; *Grooterhorst*, NZG 2011, 921, 922; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 64; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 36.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

des Unternehmens grundlegend verändern“[743]. Verweigert der Aufsichtsrat die Zustimmung, so kann der Vorstand verlangen, dass die Hauptversammlung über die Zustimmung beschließt, § 111 IV S. 3 AktG. Mit einer relativen Dreiviertelmehrheit kann ein Hauptversammlungsbeschluss die Zustimmung durch den Aufsichtsrat sodann ersetzen, § 111 IV S. 4 AktG.

Resümierend ist es Aufgabe des Aufsichtsrats, die Geschäftsführung vergangenheitsbezogen, wie auch beratend mit Blick in die Zukunft zu überwachen, ohne dabei die gesetzlich vorgenommene personelle Trennung von Geschäftsführung und Überwachung zu durchbrechen.

3. Die Hauptversammlung

Die Vorschriften über die Hauptversammlung sind im Wesentlichen im Vierten Abschnitt des Aktiengesetzes in den §§ 118ff AktG zusammengefasst. Auf die Zuständigkeiten des Organs Hauptversammlung im Detail und die daraus erwachsenden Rechte der Aktionäre soll hier noch nicht eingegangen werden[744]; für das Verständnis ihrer Rolle in der Unternehmensverfassung genügt vorerst eine Skizze der Kompetenzen der Hauptversammlung.

Der Begriff der Hauptversammlung wird vom Aktiengesetz in zweierlei Hinsicht verwendet[745]: Einerseits versteht man unter der Hauptversammlung die tatsächliche Versammlung der Aktionäre zur Ausübung ihrer mitgliedschaftlichen Rechte[746]. Andererseits bezeichnet der Begriff der Hauptversammlung auch das organisationsrechtliche Organ, durch das die Aktionäre ihren Willen bilden[747]. Die Hauptversammlung ist grundsätzlich nicht Handlungsorgan, sondern Willensbildungsorgan der Gesellschaft[748].

---

743 Ziff. 3.3 DCGK, so auch die Regierungsbegründung zum TransPuG, BT-Drucks. 14/8769, S. 17.

744 Siehe hierzu ausführlich unter § 4 D. I. 1.

745 *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 118 AktG Rn. 6; „dualer Hauptversammlungsbegriff“ bei *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 1; ebenso *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 6.

746 *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 1; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 6; *Mülbert*, in:, GK-AktG, Vor § 118 Rn. 15; *Drinhausen*, in: Hölters, § 118 AktG Rn. 6ff.

747 *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 1; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 6; *Mülbert*, in: GK-AktG, Vor § 118 Rn. 15.

748 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 3; *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 9; *Drinhausen*, in: Hölters, § 118 AktG Rn. 5; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 118 AktG Rn. 12.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Die Willensbildung erfolgt durch Beschluss und wird der Gesellschaft aufgrund der Organstellung der Hauptversammlung zugerechnet[749]. Ihre Rechte üben die Aktionäre grundsätzlich in der Hauptversammlung aus, vgl. § 118 I S. 1 AktG. Die ordentliche Hauptversammlung findet einmal jährlich statt, § 175 AktG. Jede weitere Hauptversammlung ist eine außerordentliche[750].

§ 119 I AktG nimmt eine Abgrenzung der Zuständigkeiten von Vorstand und Hauptversammlung vor, indem der Hauptversammlung nur eine Beschlusskompetenz in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen zugestanden wird[751]. Eine weitere negative Eingrenzung der Kompetenzen der Hauptversammlung findet überdies durch die Absicherung des Primats des Vorstands in Fragen der Geschäftsführung statt[752]; in § 119 II AktG heißt es: „Über Fragen der Geschäftsführung kann die Hauptversammlung nur entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt." Die Regelungen des § 119 AktG zeigen mithin, dass die Hauptversammlung erstens keine Kompetenz-Kompetenz innehat, ihr Einfluss also auf die ihr durch Gesetz und Satzung zugewiesene Zuständigkeiten begrenzt ist und sie keine weiteren an sich ziehen kann[753]. Hieran hat auch die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten nichts geändert[754]. Selbst bei riskanten unternehmerischen Entscheidungen mit weitreichender wirtschaftlicher Bedeutung muss der Vorstand grundsätzlich nicht die Zustimmung der Hauptversammlung einholen[755]. Zweitens postuliert § 119 AktG in Absatz II, dass der Hauptversammlung kein Weisungsrecht gegenüber dem Vorstand zukommt[756]. Eine Bindung des Vorstands in Fragen der Geschäfts-

749 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 118 AktG Rn. 12; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 3; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 9; *Drinhausen,* in: Hölters, § 118 AktG Rn. 5.

750 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 6; *Drinhausen,* in: Hölters, § 118 AktG Rn. 8.

751 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 1, 9.

752 *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 1; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 1.

753 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 9; *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175, 185.

754 *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175, 185; *Goette*, DStR 2004, 727, 728; zu den ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen siehe unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (b) (ff).

755 Eine Zustimmung der Hauptversammlung ist nur erforderlich, wenn der Fall einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz vorliegt; *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 37; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 22.

756 *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 1; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 22.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

führung kann die Hauptversammlung nur erreichen, wenn der Vorstand den Beschluss über die Geschäftsführungsmaßnahme gem. § 119 II AktG selbst einfordert[757]. Der Vorstand ist bei Ausübung seiner Leitungsaufgabe frei; die Hauptversammlung kann lediglich durch Bestimmung des Unternehmensgegenstandes und Formulierung von Unternehmenszielen in der Satzung den Rahmen, in dem der Vorstand tätig werden kann, begrenzen[758]. Folglich kann die Hauptversammlung nicht mehr als das „oberste Organ" der Aktiengesellschaft bezeichnet werden[759]. So befand auch das Bundesverfassungsgericht: „Nach der Organisationsverfassung der AG sind die Aktionäre den anderen Gesellschaftsorganen nicht übergeordnet."[760]

Aus einer Gesamtschau ihrer gesetzlichen Kompetenzen ist zu folgern, dass der Hauptversammlung die grundlegenden Entscheidungen vorbehalten sind. Hierzu gehören neben der Kontrolle der Verwaltungsorgane Fragen, die die Grundlagen der Gesellschaft betreffen – etwa Satzungsänderungen oder Kapitalerhöhungen – und deshalb nachhaltige Auswirkungen auf die Beteiligung der Anleger haben[761]. Zur Kontrolle von Vorstand und Aufsichtsrat stehen der Hauptversammlung insbesondere die Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrats, §§ 101, 103 AktG[762], der Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand nach § 84 III S. 2 AktG[763] und die Verweigerung der Entlastung der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat gem. § 120 AktG[764] zur Verfügung. Aufgrund der Satzungsstrenge nach § 23 V AktG sind die Kompetenzen der Hauptversammlung nicht auf andere Organe übertragbar[765].

---

757 *Weber*, in: Hölters, § 76 AktG Rn. 37; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 22.

758 Dabei darf die Satzung aber keine konkreten Anweisungen an den Vorstand formulieren und auch den Unternehmensgegenstand nicht so eng fassen, dass dem Vorstand kein Leitungsspielraum mehr verbleibt, vgl. *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 26; *Weber*, in: Hölters, § 76 AktG Rn. 37.

759 *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 119 AktG Rn. 1; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 16 Rn. 1; *Koch*, in Hüffer/Koch, § 118 Rn. 4; *Kremer*, in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 326; *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 430, 437.

760 BVerfG, Beschluss v. 20.9.1999 – 1 BvR 636/95 = NJW 2000, 349, 351.

761 *Kremer*, in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 324; *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rz.78.

762 Hierzu siehe unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (a) (aa).

763 Hierzu siehe unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (a) (bb).

764 Hierzu siehe unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (a) (cc).

765 *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 12; *Bungert*, in: Münch HdB GesR-IV, § 35 Rn. 10; *Drinhausen*, in: Hölters, § 118 AktG Rn. 9; *Herrler*; in: Grigoleit, § 118 AktG Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Zusammenfassend ist die Hauptversammlung mithin das Organ, durch das die Willensbildung der Aktionäre erfolgt – so wird es auch „Sitz der Aktionärsdemokratie" genannt[766], wobei ihre Zuständigkeiten in Gesetz und Satzung enumerativ aufgezählt sind.

II. Das Zusammenspiel der Organe im dualistischen Leitungssystem

Das Recht der deutschen Aktiengesellschaft kennt die drei Organe Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung und räumt ihnen jeweils einen eigenen, autonomen Zuständigkeitsbereich ein[767]. Den Organen sind hierbei unterschiedliche Funktionen zugewiesen[768]. Aufgrund der Satzungsstrenge gem. § 23 V AktG ist diese Kompetenzordnung zwingend. Dieser festgelegte Organisationsrahmen soll ein annäherndes Gleichgewicht zwischen den Organen herstellen und dieses durch effektive Kontrollmechanismen gewährleisten[769]. Die Unternehmensverfassung kennt dabei kein oberstes Organ, sondern setzt auf ein System der *Checks and Balances,* bei dem Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung in Machtbalance zum Wohl der Gesellschaft in einem hierarchisch ungeschichteten Nebeneinander[770] zusammenwirken[771]. Dem Vorstand kommt dabei die Aufgabe der Leitung der Gesellschaft unter eigener Verantwortung gem. § 76 I AktG zu, wobei seine Unabhängigkeit vom Aufsichtsrat gesetzlich abgesichert ist, §§ 111 IV S. 1 AktG[772]. Die Überwachung der Geschäftsführung obliegt gem. § 111 I AktG dem Aufsichtsrat. Die strikte Division von Unternehmensleitung und Überwachung durch obligatorisch personel-

766 BVerfG Beschluss v. 20.9.1999 – 1 BvR 636/95 = NJW 2000, 349, 351, bezugnehmend auf *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 844.
767 *Kremer,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 326.
768 *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 430, 437.
769 *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 430, 437, 442; *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, § 25 Rn. 10.
770 Zu diesem Begriff vgl. bereits die Nachweise in Fn. 366.
771 *Bürgers,* in: Bürgers/Körber, § 76 Rn. 2; *Herrler,* in: Grigoleit, § 118 AktG Rn. 1; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 118 AktG Rn. 4; *Goette*, AG 2006, 522, 523; *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, § 25 Rn. 10; *Lutter*, AG 1991, 249, 250; *Hommelhoff*, NZG 2015, 1329, 1330.
772 Siehe die Nachweise in Fn. 686.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

le[773] und grundsätzlich sachliche Trennung[774] von Vorstand und Aufsichtsrat wird als dualistisches System bezeichnet[775]. Es steht im Gegensatz zum im angloamerikanischen, aber auch europäischen Raum vorherrschenden monistischen System, das sich durch ein einheitliches Leitungs- und Überwachungsorgan auszeichnet[776]. Dem monistischen System fehlt mithin ein gesellschaftsinternes Überwachungsorgan[777] – die Kontrolle der Unternehmensleitung erfolgt durch den Kapitalmarkt, letztlich also durch den Aktionär[778]. Im dualistischen System ist hierfür bereits seit 1884 in erster Linie[779] der Aufsichtsrat zuständig[780]. Das dualistische System der Unternehmensführung und insbesondere die Leitungsautonomie ist deshalb gegen den Einfluss des Dritten Organs, der Hauptversammlung, abgesichert. Ein weiteres Charakteristikum der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft ist die Beschränkung der Kompetenzen der Hauptversammlung auf die durch Gesetz und Satzung ausdrücklich be-

773 Vgl. § 105 I AktG: „Ein Aufsichtsratsmitglied kann nicht zugleich Vorstandsmitglied […] sein."

774 Vgl. § 111 IV S. 1 AktG: „Maßnahmen der Geschäftsführung können dem Aufsichtsrat nicht übertragen werden."

775 *Hüffer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 334; *Hüffer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 334, 342; *von der Linden,* in: Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG, § 25 Rn. 2.

776 *Spindler,* in: MüKo-AktG, Vor § 76 Rn. 71; *Böckli*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 255, 262ff; *Teichmann*, ZGR 2001, 645, 663ff; *von der Linden,* in: Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG, § 25 Rn. 4.

777 *Marsch-Barner,* in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, 2.14.

778 *Merkt*, ZGR 2003, 650, 651.

779 Die Aktionäre sind in die Überwachung der Geschäftsführung insbesondere durch ihre Mitwirkung im Rahmen der Rechnungslegung und der sich anschließenden Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat eingebunden. So hat der Vorstand den Aktionären nach § 176 I AktG unter anderem den Jahresabschluss und den Lagebericht zugänglich zu machen und auf der Hauptversammlung zu erläutern, woraufhin die Hauptversammlung bei festgestelltem Jahresabschluss über die Gewinnverwendung beschließt, § 174 I AktG. Unter Umständen wird der Jahresabschluss auch von der Hauptversammlung festgestellt, § 173 I AktG. Die Verhandlung über die Entlastung soll dabei mit der Verhandlung über die Verwendung des Bilanzgewinns (und gegebenenfalls nach § 175 III S. 2 AktG mit den Verhandlungen über die Feststellung des Jahresabschlusses durch die Hauptversammlung) verbunden werden, § 120 III AktG.

780 *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255, 258; zur Stellung des Aufsichtsrats als Kontrollorgan durch das Aktiengesetz von 1884 *Hofer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 388, 408f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stimmten Fälle, vgl. § 119 I AktG[781], wobei die Aktionäre ihre Rechte in der Hauptversammlung ausüben, § 118 I AktG. Eine direkte Beeinflussung unternehmerischer Entscheidungen ist der Hauptversammlung versagt; zu Fragen der Geschäftsführung kann sie in der Regel keinen Beschluss fassen, § 119 II AktG[782]. Der beschränkten direkten Einflussnahme der Aktionäre auf die unternehmerische Entwicklung entsprechend halten sich spiegelbildlich die Pflichten des Aktionärs in einem überschaubaren Rahmen. Denn das deutsche Aktienrecht verpflichtet den Aktionär gegenüber der Gesellschaft nur zu Einem, nämlich der Leistung seiner Einlage, § 54 I AktG[783]. Das Aktienrecht ist rein kapitalistisch strukturiert, weshalb, abgesehen von der „Zuckerrübenklausel" des § 55 AktG, in der Aktiengesellschaft mitgliedschaftliche Nebenleistungsfreiheit herrscht[784]. Die Aktionäre haben also ein „Recht auf unternehmerisches Desinteresse" und müssen sich, abgesehen von ihrer Einlage, nicht in die Gesellschaft einbringen[785]. Das Leitbild des deutschen Aktiengesetzes ist folglich ein passiver Aktionär, dessen Beitrag zu Zweck und Erfolg der Gesellschaft sich in seiner Kapitaleinlage erschöpft[786]. Jedenfalls ist es Konzeption des Gesetzes, dass die Aktionäre die Kompetenzen, die ihnen Gesetz und Satzung zuweisen, und den damit einhergehenden Einfluss gem. § 118 I AktG geordnet im Rahmen der Hauptversammlung und nicht direkt gegenüber den Verwaltungsorganen ausüben.

---

781 Siehe die Nachweise in Fn. 753.

782 Siehe die Nachweise in Fn. 756.

783 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 54 AktG Rn. 1; *Lange,* in: Henssler/Strohn, § 54 AktG Rn. 1; *Laubert,* in: Hölters, § 55 AktG Rn. 2; eine Ausnahme bilden Verhaltenspflichten aufgrund von Treuepflichten, *Grigoleit/Rachlitz,* in:, § 54 AktG Rn. 4.

784 *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, § 30 Rn. 32; *Bungeroth,* in: MüKo-AktG, § 55 Rn. 2; *Laubert,* in: Hölters, § 55 AktG Rn. 2; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 55 Rn. 1; eingehend *Bayer/Hoffmann*, AG 2009, R395-R396f; der Begriff „Zuckerrübenklausel" rührt daher, dass die Einführung des § 55 AktG auf die Bedürfnisse der Zuckerrübenindustrie zurückgeht, vgl. hierzu *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 55 AktG Rn. 2f; ausführlich *Bayer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 708, 741ff.

785 *Marsch-Barner,* in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, 2.23b; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 6.

786 *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255, 258; *ders.*, NZG 2015, 1329, 1332; *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1103.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

B. Shareholder Activism

I. Der Begriff des Shareholder Activism

Hinter dem Begriff des Shareholder Activism – zu Deutsch zumeist Aktionärsaktivismus[787] – steht grob gesprochen die Vorstellung und das Phänomen eines „aktivistischen"[788] Aktionärs, der sich nicht auf das reine Halten einer Beteiligung an der Gesellschaft beschränkt. Eine aktivere Rolle des Aktionärs entspricht dem Ideal, welches der europäische Gesetzgeber mit der ARL II verfolgt[789]. Im Folgenden soll versucht werden, sich anhand bestehender Definitionen im Schrifttum dem Begriff des Aktionärsaktivismus zu nähern, ohne dabei seine Relevanz für die Stimmrechtsberatung aus dem Blick zu verlieren:

Thamm/Schriereck fassen den Begriff des Shareholder Activism weit. Nach ihrer Ansicht fällt darunter jede Form einer aktiven Haltung gegenüber dem Emittenten, die sich auf Unzufriedenheit mit der Leitung des Unternehmens gründet[790]. Einen engeren Ansatz, der das Publikmachen der Forderungen von Aktionären in den Vordergrund rückt, verfolgen *Schockenhoff/Cullmann*, die unter Shareholder Activism professionell agierende Investoren verstehen, die öffentlich Veränderungen an Emittenten fordern, an denen sie als Minderheitsaktionäre beteiligt sind[791]. Zuvor hatten *Schockenhoff/Cullmann* hierunter noch Aktionäre gefasst, die versuchen, ihren Einfluss auf die Gesellschaft überproportional zu ihrer Beteiligung durch Ergreifen weiterer Maßnahmen neben den gesetzlichen formellen Aktionärsrechten zu steigern[792]. *Bunz* umschreibt den Aktionärsaktivismus als ein Phänomen, bei dem der aktivistische Aktionär in Abgrenzung zum bloß seine Beteiligung haltenden und verwaltenden versucht, Einfluss auf die Unternehmensleitung zu nehmen, um zumeist den Akti-

787 Die Begriffe werden im Folgenden synonym verwendet; dasselbe Verständnis liegt auch dem Ausdruck „aktivistischer Aktionär" zugrunde.

788 Es wird bewusst die nicht unbedingt wertfrei klingende Bezeichnung „aktivistisch" gewählt, um eine Abgrenzung gegenüber einem „aktiven" Aktionär vornehmen zu können, siehe dazu sogleich; hierin ist jedoch (zunächst) keine Bewertung „aktivistischen" Vorgehens zu sehen; ebenfalls ein wertfreies Begriffsverständnis an den Tag legend *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 9 Fn. 46.

789 Vgl. nur die Erwägungsgründe 2 und 3 der ARL II; zu deren Zielen im Einzelnen siehe unter § 5 A. I.

790 *Thamm/Schiereck*, CF 2014, 17, 18.

791 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517.

792 *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

enkurs zu beeinflussen. Dabei griffen die aktivistischen Aktionäre neben formellen Einflussmitteln auch auf vertrauliche Gespräche mit der Verwaltung und öffentliche Kampagnen zurück[793]. Aktionäre oder Aktionärsgruppen, die versuchen, direkten Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen der Unternehmensleitung zu gewinnen – und zwar über die Grenzen des klassischen Verständnisses der Aktionärsrolle hinaus – werden ebenso von *Kittel/Augustin* als aktivistisch gekennzeichnet[794]. Ein ähnliches Verständnis legen *Greven/Fahrenholz* an den Tag, die damit Minderheitsaktionäre bezeichnen, die sich nicht auf das Verwalten der Beteiligungen beschränken, sondern darüber hinaus aktiv versuchen, die Geschäftspolitik des Emittenten zu beeinflussen[795]. Vergleichbar hiermit ist die Definition von *Heuser*, der ebenso Minderheitsaktionäre, die durch Ausübung ihrer Aktionärsrechte und auf informellem Weg Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben suchen, unter den Begriff des Aktionärsaktivismus fasst[796].

Nach Vorstellung der EU-Kommission soll ein aktivistischer Aktionär eine aktive Kontrolle und Beeinflussung der Gesellschaft durch Ausübung der mitgliedschaftlichen Rechte sowie durch permanenten Dialog mit der Unternehmensleitung leisten, um das Interesse langfristiger Wertschöpfung zu sichern[797]. Im Gegensatz dazu definieren *Thaeter/Guski* Shareholder Activism als ein interventionistisches, häufig an bestimmten und oftmals kurzfristigen Entwicklungen orientiertes Handeln von (Minderheits-)Aktionären[798]. Dieser Auffassung nahe kommen *Plagemann/Rahlmeyer*, die unter den Begriff des *Activist Shareholder* einen Aktionär subsumieren, der einerseits mit Aktionismus agiert, also neben den formellen Mitgliedschaftsrechten informelle - auch unkonventionelle - Einflussmittel nutzt, um eine konkrete Agenda zu verfolgen[799]. *Gerlicher* spricht von einer aktiven Interpretation der Rolle als (Minderheits-) Aktionär, die auf die Beeinflussung bestimmter Entscheidungen zielt und sich dabei nicht auf die Wahrnehmung formeller Aktionärsrechte beschränken muss[800]. *Wilsing* fasst unter Aktionärsaktivismus eine Einmischung in die Geschäfts-

793 *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050ff.
794 *Kittel/Augustin*, GesRZ 2012, 163.
795 *Greven/Fahrenholz*, BB 2009, 1487, 1491 Fn. 2.
796 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 18.
797 *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255f.
798 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301.
799 *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895.
800 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 9.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

führung, für die ein enger und andauernder Dialog zwischen Aktionär und Unternehmensleitung bezeichnend ist[801]. Den Dialog zur Verwaltung sieht auch *Schaefer* als charakteristisch für aktivistische Aktionäre, betont jedoch, dass auch die Besetzung eines oder mehrerer Sitze im Aufsichtsrat neben der Einflussnahme auf formellem, wie informellem Wege, angestrebt werde. Motivation der Einflussnahme sei zumeist, dass die aktivistischen Aktionäre wissen wollten, was mit ihrer Anlage passiere[802]. Mithin zeichnet *Schaefer* ein Bild eines kontinuierlich engagierten Aktionärs. Obschon den wohlwollenderen Begriff des Shareholder Engagement wählend, nutzt *Inci* ihn als Synonym des Aktionärsaktivismus und fasst darunter den Gebrauch der aus dem Mitgliedschaftsrecht folgenden wie auch weiterer, schließlich aller zur Verfügung stehender Mittel zur Beeinflussung der Geschäftsführung im Sinne des Aktionärs[803].

Die Vielzahl der Definitionsversuche zeigt, dass sich aktuell noch keine allgemein gültige Definition des Shareholder Activism herausgebildet hat, wenngleich viele Übereinstimmungen vorhanden sind. Inwiefern dies überhaupt sinnstiftend und von Bedeutung wäre, kann dahinstehen. Ziel ist es nämlich nicht, einen solchen Versuch zu unternehmen, sondern der weiteren Untersuchung ein Verständnis des Shareholder Activism für die Beurteilung der Rolle der Stimmrechtsberater in der Bewegung des Aktionärsaktivismus zugrunde zu legen. Hierzu einige Überlegungen: Vorzugswürdig dürfte es jedenfalls sein, nicht jeden „aktiven" Aktionär, sondern nur den „aktivistischen" unter den Begriff des Shareholder Activism zu subsumieren[804]. Allein die Wahrnehmung der aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechte kann nicht hinreichend sein für die Kennzeichnung als aktivistischer Aktionär, denn sie stehen dem Aktionär von Gesetzes wegen zu. Vielmehr muss weiteres Handeln hinzukommen, durch das der Anleger einen im Vergleich zu seiner Beteiligung überproportionalen Einfluss auszuüben sucht. Dies mag durch informelle Einflussmittel wie den direkten

801 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 298.
802 *Schaefer*, NZG 2007, 900.
803 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 73.
804 Ebenso *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895 Fn. 6, die auf die unsaubere Übersetzung von Activist Shareholder zu „aktiver Aktionär" bei *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297 hinweisen. *Schockenhoff/Culmann* rechtfertigen diese Bezeichnung als wertfrei und deshalb den unterschiedlichen Formen von Aktionärsaktivismus als gerecht werdend, vgl. *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297 Fn. 1. Den Begriff des „aktiven" Aktionärs führen *Schockenhoff/Culmann* in einer späteren Veröffentlichung dann jedoch nicht fort, vgl. *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Kontakt zur Verwaltung, durch Zusammenschluss mit anderen Aktionären oder durch öffentliche Kampagnen erfolgen; ein Schritt hierbei kann bereits in der Mandatierung eines Stimmrechtsberaters liegen, in der Hoffnung weitere Aktionäre mögen der Empfehlung des Beraters folgen[805]. Weiterhin scheint eine Begrenzung auf das Handeln eines Minderheitsaktionärs als sinnvoll[806]. Zwar ist auch dem Mehrheitsaktionär wegen § 76 I AktG der direkte Einfluss auf die Geschäftspolitik versagt, faktisch wird der Vorstand sich aber dem Willen des Mehrheitsaktionärs nicht entgegenstellen[807], hat dieser doch gem. § 101 AktG die Möglichkeit die Mitglieder des Aufsichtsrats zu bestellen und darüber nach § 84 AktG mittelbar auch Einfluss auf die Besetzung des Vorstands[808]. Deshalb soll der Fokus auf der Verfolgung von Eigeninteressen durch Minderheitsaktionäre liegen. Eine Einbeziehung des Mehrheitsaktionärs ist mit Blick auf die Stimmrechtsberater auch nicht erforderlich, da diese Minderheitsaktionäre beraten, die eben an einer Vielzahl von Gesellschaften Beteiligungen halten. Im Übrigen stimmen die bisherigen Definitionsansätze zumeist überein: Der aktivistische Aktionär versucht, Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben und beschränkt sich dabei nicht auf die ihm durch das Gesetz zugewiesenen formellen Einflussmittel[809].

Der weiteren Untersuchung soll deshalb folgendes Verständnis von Shareholder Activism zugrunde liegen: Aktivistisch handelt ein Aktionär, der mit der Intention der Durchsetzung seiner Interessen – gemessen an seiner Beteiligungshöhe überproportionalen – Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft auszuüben sucht, wobei er sich nicht auf die Ausübung seiner aktionärsrechtlichen Mitgliedschaftsrecht beschränkt, sondern weitere, informelle Mittel zur Verfolgung dieser Partikularinteressen einsetzt.

---

805 Zu solchen Überlegungen bereits unter § 2 C. I. 2. d).

806 Ausdrücklich *Heuser*, Shareholder Activism, S. 18; aus dem Definitionsansatz hervorgehend etwa *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517; *Greven/Fahrenholz*, BB 2009, 1487, 1491 Fn. 2.

807 *Henze*, BB 1996, 489, 497; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 18; *Bayer,* in: MüKo-AktG, § 17 Rn. 27.

808 *Bayer,* in: MüKo-AktG, § 17 Rn. 26f; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 18.

809 Vgl. so etwa *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050ff; *Kittel/Augustin*, GesRZ 2012, 163; *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 18; *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 9; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 73.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

II. Entwicklung der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen des Aktionärsaktivismus in Deutschland

Die rechtlichen, vor allem aber auch die tatsächlichen Rahmenbedingungen für Aktionärsaktivismus haben sich in den letzten zwanzig Jahren in Deutschland verändert. Ein Überblick über diesen Wandel soll einer Einordnung der Bedeutung der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism dienen[810]. Aus rechtlicher Sicht kam es durch die „Aktienrechtsreform in Permanenz"[811] zu einer Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte (hierzu unter 1.). In Anbetracht des Untersuchungsgegenstands soll der Fokus auf Änderungen hinsichtlich der Stimmrechtsausübung liegen. Erheblichen Reformen sah sich insbesondere das Recht der Stimmrechtsvertretung ausgesetzt. Die regelmäßigen Eingriffe des Gesetzgebers waren dabei in Teilen Reaktionen auf die sich wandelnden tatsächlichen Rahmenbedingungen der Hauptversammlung (2.). So kam es in Folge des Aufbrechens der Deutschland AG zu einer Veränderung der Anlegerstruktur und zu einem bedenklichen Absinken der Hauptversammlungspräsenzen. Sowohl die rechtlichen als auch die tatsächlichen Entwicklungen haben sich letztlich auf die Rahmenbedingungen für Aktionärsaktivismus und Stimmrechtsberater ausgewirkt (3.).

1. Aktienrechtsreform in Permanenz

a) Ausgangslage

Nach der Grundvorstellung des Aktiengesetzes nehmen die Aktionäre ihre Rechte in der Hauptversammlung wahr, § 118 I AktG. Die Hauptversammlung ist deshalb in ihrer Zielstruktur als Vollversammlung konzipiert[812]. Idealerweise erscheinen mithin alle Aktionäre in der Hauptver-

---

810 Zu den Änderungen der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen für Stimmrechtsberater siehe auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 101ff.

811 Der Begriff der „Aktienrechtsreform in Permanenz" geht zurück auf *Zöllner*, AG 1994, 336ff; verwendet u.a. von *Seibert*, AG 2002, 417ff; *Seibert*, AG 2015, 593, 594; *Hommelhoff*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 13, 14; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 39; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 66.

812 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 25.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sammlung, um ihr Stimmrecht vor Ort persönlich auszuüben[813]. In der Realität hatte das deutsche Hauptversammlungswesen in der Vergangenheit jedoch mit geringen Präsenzquoten zu kämpfen[814]. Dies lässt sich vornehmlich mit der rationalen Apathie der Aktionäre[815] begründen, die nicht nur institutionelle Investoren, sondern im Besonderen Kleinaktionäre von der Teilnahme an der Hauptversammlung abhält. Hieran anknüpfend entwickelte sich bereits vor der Aktienrechtsreform 1884 die Praxis, dass Banken zunächst ohne Einwilligung ihrer Kunden das Stimmrecht aus von ihnen verwahrten Aktien ausübten[816]. Dies wurde im Zuge der Aktienrechtsreform 1884 durch Art. 249 f. ADHGB zwar aktienstrafrechtlich verboten, jedoch begründete bis zu Beginn des 20. Jahrhunderts weiterhin der Besitz an der Aktienurkunde die unwiderlegliche Vermutung für die Berechtigung zur Stimmrechtsausübung[817]. Bereits im Vorfeld der Aktienrechtsreform 1937 wurde die Abschaffung des Depotstimmrechts der Banken gefordert[818]. Man entschied sich dagegen, um die Hauptversammlungspräsenzen und dadurch die Kontrolle von Verwaltung und Großaktionären zu stärken[819]. In § 114 IV AktG 1937 wurden immerhin erstmalig die Rahmenbedingungen der Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute gesetzlich normiert[820]. Mangels Alternativen wurde das Depotstimmrecht auch im Zuge der Aktienrechtsreform 1965 beibehalten[821]. Es kam jedoch zu einer weiteren Regulierung: Zulässig war die Stimmrechts-

---

813 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 101; *Mülbert,* in: GK-AktG, Vor §§ 118-147 Rn. 44ff.

814 Siehe dazu unter § 4 B. II. 2. c).

815 Siehe hierzu bereits unter § 2 C. I. 1.

816 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 AktG Rn. 21.

817 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 AktG Rn. 21f; *Noack*, in: FS Stilz, S. 439, 440f; *Körber*, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, S. 42f.

818 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 AktG Rn. 23; *Schmidt*, WM 2009, 2350, 2531.

819 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 AktG Rn. 23; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 922.

820 § 114 IV AktG 1937 lautete: „Banken dürfen das Stimmrecht für Aktien, die ihnen nicht gehören, nur ausüben, wenn sie zur Ausübung des Stimmrechts schriftlich ermächtigt sind. Die Ermächtigung muss einer bestimmten Bank erteilt werden. Sie muß bei der Erteilung vollständig ausgefüllt sein und darf nicht mit anderen Erklärungen verbunden werden. Sie kann nur für einen Zeitraum von längstens fünfzehn Monaten erteilt werden und ist jederzeit widerruflich".

821 Vgl. Regierungsbegründung zum Aktiengesetz 1965, BT-Drucks. IV/171, S. 157: „Es gibt gegenwärtig keine Stelle, die diese Aufgabe [die Beratung und Unterstützung des Aktionärs bei Ausübung des Stimmrechts] in derselben Weise wie die Banken erfüllen könnten."; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 AktG Rn. 26; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 922.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ausübung durch Banken nur aufgrund einer Vollmacht. Zudem mussten Kreditinstitute den Aktionären nunmehr besondere, zusätzliche Informationen zur Verfügung stellen, ihnen an ihren Interessen orientierte Abstimmungsvorschläge unterbreiten und sie um die Erteilung von Weisungen für die Stimmrechtsausübung bitten.[822]

Dennoch brachte das Depotstimmrecht den Banken erheblichen Einfluss: Eine Studie von *Baums/Fraune* aus dem Jahr 1995 ergab, dass 1992 im Durchschnitt 84 % aller Stimmrechte in den größten deutschen Börsengesellschaften in Streubesitz von Banken ausgeübt wurden. Bei 20 der 24 untersuchten Gesellschaften übten die Banken zusammen die Mehrheit der Stimmrechte aus, bei 18 Unternehmen verfügten sie sogar über eine Dreiviertelmehrheit.[823] Hinzu kam, dass die Aktionäre fast durchweg ihr Weisungsrecht gegenüber den Banken nicht nutzten, sondern vielmehr ihrem Kreditinstitut eine Dauervollmacht erteilt hatten[824]. Die Banken wiederum folgten hauptsächlich den Beschlussvorschlägen der Verwaltung, sodass es häufig zu Zustimmungsquoten von über 99 % auf der Hauptversammlung kam[825]. Die Macht der Banken beruhte überdies auf weiteren Säulen: Die Unternehmensfinanzierung erfolgte maßgeblich über Fremdkapital, wodurch die Banken als Kreditgeber wichtige Geschäftspartner der Börsengesellschaften waren. Zudem hielten sie oft selbst große Beteiligungen an den Gesellschaften und entsandten Vertreter in den Aufsichtsrat.[826]

b) KonTraG (1998)

Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)[827] gilt als die erste große Corporate Governance Gesetzgebung in Deutschland, mit der anglo-amerikanische Ansätze für das deutsche

---

822 Ausführlich *Körber*, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, S. 197ff.

823 *Baums/Fraune*, AG 1995, 97, 101.

824 *Baums/Fraune*, AG 1995, 97, 101, 109; Anfang der 1970er Jahre erteilten Aktionäre nach einer Schätzung der Dresdner Bank nur in zwei bis drei Prozent aller Abstimmungen abweichende Weisungen, vgl. *Roth*, in: FS Paulick, S. 81, 94.

825 *Baums/Fraune*, AG 1995, 97, 109ff.

826 Sogenannte Kumulationsthese, vgl. nur *Mülbert*, Gutachten E zum 61. Deutschen Juristentag, 1996, E 91; *Claussen*, AG 1996, 481; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 923f; speziell zur Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern *Körber*, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, S. 80ff; zu hieraus potentiell resultierenden Vorteilen *Roth/Wörle*, ZGR 2004, 565, 608f.

827 Gesetz vom 27. April 1998, BGBl. I, S. 786.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Recht fruchtbar gemacht wurden[828]. Zwar hatte sich das System der Unternehmensführung und -kontrolle des Aktiengesetzes 1965 bewährt, jedoch war es aus Sicht des Gesetzgebers nunmehr an der Zeit, das Aktiengesetz an die Anforderungen der Kapitalmärkte anzupassen[829]. Im Vordergrund stand dabei eine verbesserte Überwachung durch den Aufsichtsrat[830]. Weiterhin wurden etwa der Grundsatz „*One Share - One Vote*" gestärkt und der Rückerwerb eigener Aktien erleichtert[831].

Zentrale Änderungen erfuhr auch das Depotstimmrecht der Banken[832]: Die bestehenden Regelungen wurden ergänzt um die Pflicht, die Aktionäre auf andere Möglichkeiten der Stimmrechtsvertretung hinzuweisen, § 135 II S. 5 AktG i.d.F. KonTraG. Weiterhin wurde den Banken die Ausübung des Vollmachtstimmrechts untersagt, wenn sie selbst an der Gesellschaft mit mindestens 5 % am Grundkapital beteiligt sind und der Aktionär keine Einzelweisung erteilt, § 135 I S. 3 AktG i.d.F. KonTraG. Zudem wurde verlangt, dass die Banken eigene Abstimmungsvorschläge im Interesse der Aktionäre entwickeln und eine Compliance-Organisation für die Stimmrechtsvertretung etablieren, § 128 II S. 3 AktG i.d.F. KonTraG. Überdies verpflichtete § 128 II S. 6 AktG i.d.F. KonTraG die Offenlegung meldepflichtiger Beteiligungen und von Emissionsgeschäften der Bank für die Aktiengesellschaft. Die hohen Anforderungen an die Banken verfehlten ihre Wirkung nicht: Es kam zu einem Rückgang der „Macht der Banken", in dessen Zuge viele Kreditinstitute das Depotstimmrecht fast vollständig aufgaben[833]. Der Gesetzgeber hatte sich zu sehr auf die Auflösung der durch das Depotstimmrecht entstandenen Konflikte konzentriert und dabei die prozedurale Effizienz der Stimmrechtsvertretung und ihre Funkti-

828 *Seibert*, AG 2015, 593, 595.

829 *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 896; *Seibert*, WM 1997, 1.

830 *Bachmann*, AG 2011, 181; *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 897.

831 *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 897f; zu den Änderungen durch das KonTraG vgl. *Seibert*, WM 1997, 1ff; *Lingemann/Wasmann*, Betriebs-Berater (Beilage) 1998, 853ff; *Hommelhoff/Mattheus*, AG 1998, 249ff.

832 Zu den Änderungen des Depotstimmrechts vgl. *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 898; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 29f; *Hommelhoff/Mattheus*, AG 1998, 249; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 924; *Schmidt*, WM 2009, 2350, 2352f.

833 *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 924; *Schmidt*, WM 2009, 2350, 2353; *Noack*, NZG 2008, 441, 443; *Lenz*, AG 2006, 572, 573; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 31.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

on der Präsenzsicherung vernachlässigt[834]. Erwähnt werden muss jedoch, dass die Änderungen des KonTraG hierfür nicht allein ausschlaggebend waren[835]. Nach dem Rückzug der Banken kam es in den folgenden Jahren zu einem bedenklichen Rückgang der Hauptversammlungspräsenzen[836].

c) NaStraG (2001)

Im Jahr 2001 folgte das Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG)[837], mit dem bereits eine erste Deregulierung des Depotstimmrechts einherging. So fiel die Befristung der Bevollmächtigung von 15 Monaten sowie das Schriftformerfordernis für Vollmacht und Weisungserteilung weg, vgl. § 135 II AktG i.d.F NaStraG. Seit dem NaStraG ist die Erteilung einer Vollmacht auf elektronischem Wege zulässig.[838] Weiterhin wurde in § 134 III S. 3 AktG – heute § 134 III S. 5 AktG – die Zulässigkeit von Stimmrechtsvertretern im Allgemeinen und der Gesellschaft im Besonderen anerkannt. Die Stimmrechtsausübung durch die Gesellschaft selbst oder durch von ihr benannten Personen war zuvor höchst umstritten und wurde mehrheitlich abgelehnt[839]. Die Stimmrechtsausübung durch Vertreter der Gesellschaft ist nunmehr zwar allgemein anerkannt, jedoch nach herrschender Ansicht nur nach erteilter Einzelweisung des Aktionärs zulässig[840]. Mit der Stimmrechtsvertretung durch die Gesellschaft wurde eine Alternative zur Stimmrechtsausübung

834 *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 924; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 31.

835 Zu den weiteren Gründen des Niedergangs der Macht der Banken siehe unter § 4 B. II. 2. a).

836 Zur Entwicklung des Hauptversammlungspräsenzen siehe unter § 4 B. II. 2. c).

837 Gesetz vom 18. Januar 2001, BGBl. I, S. 123.

838 Zu den Änderungen durch das NaStraG vgl. *Hüther*, AG 2001, 68, 70ff; *Seibert*, AG 2004, 529f; *Hanloser*, NZG 2001, 355ff; *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 899f; *Büllesbach/Klawitter/Miedbrodt*, CR 2000, 565ff.

839 Ein Überblick zum Streitstand vor Einführung des NaStraG findet sich bei *Hüther*, AG 2001, 68, 71f; *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 134 Rn. 40 m.w.N. in Fn. 115.

840 Statt vieler *Hüffer*, in: Hüffer/Koch, § 134 AktG Rn. 26b; *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 134 Rn. 4 m.w.N. für die hM in Rn. 41 Fn. 117; aA *Hanloser*, NZG 2001, 355; *Schockenhoff*, NZG 2015, 657, 662f; *Bachmann*, AG 2001, 635, 638f; Weisungserfordernis nur bejahend, wenn der Vertreter im Lager der Gesellschaft steht *Herrler*, in: Grigoleit, § 134 AktG Rn. 34; *Riekers*, in: Spindler/Stilz, § 134 AktG Rn. 56.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

über das Depotstimmrecht der Banken geschaffen, das dazu gedacht war, den Rückzug der Banken abzufedern[841]. Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft wurden im Nachgang des NaStraG vornehmlich von institutionellen Investoren bevollmächtigt, deren Banken die Stimmrechtsvertretung eingestellt hatten[842].

d) TransPuG (2002)

In Anknüpfung an das KonTraG kam es durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG)[843] zu einer weiteren Stärkung der Position des Aufsichtsrats. Weiterhin erfolgte eine Öffnung des Aktiengesetzes für neue Medien und Kommunikationsmittel[844]. Von besonderer Bedeutung für die Stimmrechtsausübung war dabei die Neuerung, dass die Satzung oder die Geschäftsordnung die Bild- und Tonübertragung der Hauptversammlung zulassen kann, vgl. § 118 III AktG i.d.F. TransPuG[845]. Die Live-Übertragung ermöglichte erstmalig die – wenn auch eingeschränkte – faktische „Teilnahme" an der Hauptversammlung ohne physische Präsenz des Aktionärs[846]: Verzichtete die Satzung nämlich auf das Schriftformerfordernis der Vollmacht des von der Gesellschaft benannten Stimmrechtsvertreters, so konnte der Aktionär noch während der Hauptversammlung auf elektronischem Wege dem Stimmrechtsvertreter Weisungen erteilen[847]. Weitere

841 *BMJ*, NZG 2004, 948.
842 Ebda.
843 Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität vom 19. Juli 2002, BGBl. I S. 2681.
844 Nach § 118 II AktG S. 2 i.d.F. TransPuG wurde die Videozuschaltung von Aufsichtsratsmitgliedern im Zuge der Hauptversammlung zugelassen; die Veröffentlichung von Gegenanträgen auf der Webseite der Gesellschaft wurde durch § 126 I S. 1 AktG erlaubt, vgl. dazu *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 901; *Hucke/Ammann*, DStR 2002, 689, 691f.
845 Heute modifiziert geregelt in § 118 IV AktG; vgl. dazu *Mimberg*, ZGR 2003, 21, 49ff.
846 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 71; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 103; echter Teilnehmer der Hauptversammlung kann jedoch nur sein, wer sich im Hauptversammlungsraum befindet, *Noack*, NZG 2001, 1057, 1061.
847 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 71; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 103; *Noack*, NZG 2001, 1057, 1061f; *Habersack*, ZHR 165 (2001), 172, 183.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Mitwirkungsrechte wie das Rede- und Fragerecht konnte der nicht anwesende Aktionär dennoch nicht ausüben[848].

e) UMAG (2005)

Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)[849] reformierte schwerpunktmäßig das Anfechtungs- und Klagerecht der Aktionäre[850]. Eine Ausweitung der (Minderheits-) Rechte der Aktionäre erfolgte durch die Schaffung eines eigenständigen Klagerechts der Aktionäre zur Durchsetzung von Ersatzansprüchen der Gesellschaft in § 148 AktG nF[851] sowie durch Herabsenkung der Hürden für die Bestellung eines Sonderprüfers nach § 142 AktG nF[852].

Daneben zielte das UMAG vor allem auch auf eine stärkere Teilnahme der Aktionäre an der Hauptversammlung ab, um den niedrigen Hauptversammlungspräsenzen zu begegnen[853]. Im Vordergrund stand dabei die Abschaffung des überholten Erfordernisses der Hinterlegung der Aktien[854]. Hierbei waren bisher Eintrittskartenanforderungen der Aktionäre von deren Depotbanken an eine von der Gesellschaft bestimmte Hinterlegungsstelle weitergeleitet worden, die sodann die Eintrittskarten ausstellte. Bis zum Ablauf der Hauptversammlung hielten die Depotbanken die Aktien

848 Wobei, falls sich die von der Gesellschaft benannten Vertreter dazu bereit erklärt hätten, der Aktionär den Vertreter hätte anweisen können, Fragen zu stellen, so *Noack*, NZG 2001, 1057, 1061.

849 Gesetz vom 22. September 2005, BGBl. I S. 2802; zur Änderung des § 126 AktG *Mimberg*, ZGR 2003, 21, 32ff.

850 Zu den Änderungen durch das UMAG *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 902f; *Fleischer*, NJW 2005, 3525ff; *Spindler*, NZG 2005, 825ff; *Langenbucher*, DStR 2005, 2083ff; *Seibert*, BB 2005, 1457f.

851 Siehe dazu noch unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (c) (cc); zuvor bestand nur die Möglichkeit mit einem Quorum von 5 % des Grundkapitals oder einem Anteil i.H.v. 500.000 € die Ansprüche unter den Voraussetzungen des § 147 II AktG aF mit Hilfe eines gerichtlich zu bestellenden besonderen Vertreters zu verfolgen, vgl. *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 148 Rn. 5; detaillierter zu den diesbezüglichen Änderungen durch das UMAG *Langenbucher*, DStR 2005, 2083, 2089f; *Spindler*, NZG 2005, 865, 866ff.

852 Siehe dazu noch unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (c) (bb); dazu *Spindler*, NZG 2005, 865, 871f; *Langenbucher*, DStR 2005, 2083, 2088f.

853 *Seibert*, BB 2005, 1457, 1458.

854 Dazu *Fleischer*, NJW 2005, 3525, 3530; *Spindler*, NZG 2005, 825, 827f; eingehend *Gätsch/Mimberg*, AG 2006, 746ff; *Simon/Zetzsche*, NZG 2005, 369ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gesperrt.[855] Vor allem bei ausländischen Aktionären war hierdurch der (rechtlich unzutreffende) Eindruck entstanden, dies käme einer Veräußerungssperre gleich, was sie von der Teilnahme an der Hauptversammlung abhielt[856]. Nach dem UMAG konnte die Satzung nunmehr nur noch vorsehen, dass sich die Aktionäre vor der Hauptversammlung anzumelden haben, wobei die Anmeldung mindestens sieben Tage vor der Hauptversammlung zu erfolgen hat. Für Inhaberaktien wurde im Zuge des UMAG festgelegt, dass der Nachweis über den Anteilsbesitz durch einen vom Depotinstitut auszustellenden Nachweis in Textform erbracht werden kann, der sich auf einen verbindlichen Stichtag – 21 Tage vor der Hauptversammlung – beziehen muss.[857]

Weiterhin wurde ein elektronisches Aktionärsforum eingeführt. Im Aktionärsforum können Aktionäre oder Aktionärsvereinigungen nunmehr andere Aktionäre auffordern, gemeinsam oder in Vertretung einen Antrag oder ein Verlangen zu stellen oder in der Hauptversammlung das Stimmrecht auszuüben, vgl. § 127a AktG. Das Aktionärsforum ist mithin dazu konzipiert, die Koordination unter Streubesitzaktionären zu erleichtern, um das Erreichen der Schwellenwerte zur Ausübung von Minderheitsrechten zu ermöglichen[858].

f) ARUG (2009)

Leitgedanke des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)[859] war, dass die wirksame Kontrolle der Unternehmensleitung die Grundlage für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ist[860]. Ziel des ARUG war es mithin, bestehende Hindernisse der Ausübung mitglied-

855 Zum Hinterlegungsverfahren siehe *Noack/Zetzsche*, WM 2004, 1ff; *Gätsch/Mimberg*, AG 2006, 746.

856 Vgl. Regierungsbegründung zum UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 13; *BMJ*, NZG 2004, 948; *Fleischer*, NJW 2005, 3525, 3530; *Spindler*, NZG 2005, 825, 827f.

857 *Fleischer*, NJW 2005, 3525, 3530; *Spindler*, NZG 2005, 825, 827f.

858 *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 903; *Spindler*, NZG 2005, 825, 827f.

859 Gesetz vom 30. Juli 2009, BGBl. I S. 2479; diente der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARL) = RL 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 11.07.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl.EU L 184/17 v. 14.07.2007.

860 Erwägungsgrund 3 der ARL (I); *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 52.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schaftlicher Rechte abzubauen[861]. Es kam zu einer Abkehr von der Hauptversammlung als reiner Präsenzveranstaltung[862]: So wurde die Möglichkeit der Online-Teilnahme an der Hauptversammlung eröffnet, § 118 I S. 2 AktG[863]. Überdies wurde die Möglichkeit der schriftlichen oder elektronischen Briefwahl eingeführt, § 118 II AktG.[864] Unter der Voraussetzung einer entsprechenden Regelung in der Satzung ist es nunmehr möglich, an der Hauptversammlung ohne eigene physische Anwesenheit oder die eines Vertreters an der Hauptversammlung teilzunehmen und insbesondere das Stimmrecht auszuüben[865]. Hierdurch wurden die erforderlichen Ausgaben des Aktionärs erheblich reduziert: Er muss keine Reisekosten mehr auf sich nehmen, um die Hauptversammlung verfolgen zu können und kann zudem kostengünstig via Briefwahl direkt sein Stimmrecht ausüben[866]. Erleichterungen erfuhr auch die Bevollmächtigung der Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft; für die Vollmacht genügt nunmehr die Textform, § 134 III S. 3 AktG. Börsennotierte Gesellschaften haben überdies mindestens einen Weg elektronischer Kommunikation zur Übermittlung des Nachweises des Anteilsbesitzes anzubieten, § 134 III S. 4 AktG.[867]

Bedeutsame Änderungen erfuhr zudem das Recht der geschäftsmäßigen Stimmrechtsvertretung nach § 135 AktG. Um dem Rückzug der Banken und dem damit einhergehenden Absinken der Hauptversammlungen entgegenzuwirken, verfolgte man eine Deregulierung und Entbürokratisierung des Depotstimmrechts der Banken[868]. So wurde die Pflicht der Kreditinstitute, eigene Abstimmungsvorschläge zu erstellen, abgeschafft. Stattdessen kann nunmehr auch die Ausübung der Stimmrechte entsprechend

861 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 52f; zu den Änderungen durch das ARUG vgl. *Bosse*, NZG 2009, 807; *Nussbaum*, GWR 2009, 215ff; *Paschos/Goslar*, AG 2008, 605ff.

862 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 71f.

863 Siehe hierzu *Noack*, NZG 2008, 441, 443f; *Herrler/Reymann*, DNotZ 2009, 815, 819f; *Bosse*, NZG 2009, 807, 809; *Paschos/Goslar*, AG 2008, 605, 610; *Nussbaum*, GWR 2009, 215; *Holten/Bauerfeind*, AG 2018, 729, 731.

864 Hierzu *Noack*, NZG 2008, 441, 444f; *Herrler/Reymann*, DNotZ 2009, 815, 821; *Bosse*, NZG 2009, 807, 809. *Paschos/Goslar*, AG 2008, 605, 610f; *Nussbaum*, GWR 2009, 215f; *Holten/Bauerfeind*, AG 2018, 729, 731f; die elektronische Abstimmung außerhalb des Versammlungssaales hat bis heute kaum Verbreitung gefunden, *Austmann,* in: Münch HdB GesR-IV, § 40 Rn. 25.

865 Zur Ausgestaltung der Satzungsregelungen *Kersting*, NZG 2010, 130ff.

866 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 112.

867 *Bosse*, NZG 2009, 807, 810; *Nussbaum*, GWR 2009, 215, 216.

868 Regierungsbegründung zum ARUG BT-Drucks. 16/11642, S. 33; *Nussbaum*, GWR 2009, 215, 216.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

den Vorschlägen der Verwaltung angeboten werden, solange der Aktionär keine Weisung erteilt, § 135 I S. 4 AktG. Die durch das KonTraG erfolgte Beschränkung des Depotstimmrechts bei einer Eigenbeteiligung an der Gesellschaft in Höhe von fünf Prozent wurde im Zuge des ARUG erheblich entschärft, indem die Schwelle auf 20 % angehoben wurde, wobei in diesem Falle die Ausübung der Depotstimmrechte nur noch bei Vorliegen einer Weisung erlaubt ist, § 135 III S. 4 AktG.[869]

g) VorstAG (2009)

Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)[870] führte zu einer Überarbeitung des Rechts der Vergütung des Vorstands mit dem primären Ziel, fehlerhafte Anreize zu korrigieren[871]. Das VorstAG brachte mithin weder Erleichterungen hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts noch sonstiger mitgliedschaftlicher Aktionärsrechte mit sich. Vielmehr führte die Einführung des § 120 IV AktG zu einer Erweiterung der Kompetenzen der Aktionäre dahingehend, dass die Hauptversammlung nunmehr, allerdings ohne rechtliche Bindung zu entfalten, über die Billigung des Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließt[872].

2. Entwicklung der Aktionärsstruktur und der Hauptversammlungspräsenzen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften

a) Niedergang des Depotstimmrechts und Entflechtung der Deutschland AG

Die weitreichenden Regulierungen des Depotstimmrechts der Kreditinstitute durch das KonTraG im Jahr 1998 leiteten den Rückgang des Depot-

869 Zur Deregulierung des Depotstimmrechts durch das ARUG vgl. *Schmidt*, WM 2009, 2350, 2353ff; *Noack*, NZG 2008, 441, 443; *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 13.

870 Gesetz vom 31.07.2009, BGBl. I, S. 2509.

871 Ein Überblick über das VorstAG findet sich bei *Bosse*, BB 2009, 1650ff; *Fleischer*, NZG 2009, 801ff.

872 Siehe hierzu noch unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (a) (dd).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stimmrechts ein[873]. Hiergegen konnten letztlich auch die vorgenommenen Deregulierungen durch das NaStraG und vor allem durch das ARUG nichts ausrichten. Der Niedergang des Depotstimmrechts ist jedoch nicht ausschließlich auf die straffen Vorgaben des KonTraG zurückzuführen. So kamen mehrere Faktoren zusammen, die zum Rückzug der Banken aus der Stimmrechtsvertretung beigetragen haben: Um die Jahrtausendwende bekamen die klassischen Kreditinstitute Konkurrenz durch Online-Banken, die unter anderem wegen Verzichts auf das Depotstimmrecht den Kunden niedrigere Gebühren anbieten konnten. Durch die folgende Kundenabwanderung erhöhten sich die Kosten für die Ausübung des Depotstimmrechts pro Kunde für die Banken nochmals.[874] Weiterhin kam es zu einer zwischenzeitlichen Entscheidung großer deutscher Emittenten für die Namensaktie[875]. Nach § 125 II AktG i.d.F. NaStraG schieden die Banken aus der Informationskette aus, durch die sie bis dato Zugang zu den Namensaktionären im Vorfeld der Hauptversammlung hatten. Eine Aufrechterhaltung der Infrastruktur zur Ausübung der Depotstimmrechte nur für die Inhaberaktionäre erhöhte die Kosten weiter.[876] Einen bedeutenden Grund für den Rückgang der Macht der Banken stellte überdies die geringe Akzeptanz des Depotstimmrechts bei internationalen Investoren dar, die eine Stimmrechtsvertretung nach den eigenen Vorschlägen des Kreditinstituts kaum in Anspruch nahmen[877]. Hinzu kam eine Schwächung der Hausbankbindung aufgrund der Ergänzung der klassischen Finanzierung über Kredite durch eine Unternehmensfinanzierung über die Kapitalmärkte[878].

Grund für den Rückzug der Banken aus den Börsengesellschaften, aber insbesondere auch für den Aufbruch der Deutschland AG war indes die Einführung der Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen durch § 8b

873 Zu den Änderungen durch das KonTraG siehe bereits unter § 4 B. II. a. b); auch in der Schweiz kam es, wohl hauptsächlich aus Kostengründen, zu einem Rückgang der Ausübung des Depotstimmrechts in Generalversammlungen, vgl. *Wohlmann/Gerber*, SZW 2014, 284, 289.

874 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 34; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 925; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 3.

875 Vgl. dazu *Spindler*, ZGR 2000, 420, 422; *Noack*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 510, 526ff.

876 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 35; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 925.

877 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 36; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 926f.

878 *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 989; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 55.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

KStG[879]. Unter dem Begriff der Deutschland AG wird das bis dahin bestehende System gegenseitiger personeller Verflechtungen durch Vorstands- und Aufsichtsratsmandate von Unternehmen verstanden, bei dem die Aktien börsennotierter Gesellschaften vornehmlich von anderen Unternehmen, Großbanken und Versicherungen gehalten wurden[880]. Durch die Unternehmenssteuerreform waren die Gewinne aus der Veräußerung inländischer Unternehmensbeteiligungen nunmehr steuerfrei gestellt, wodurch es zu einer massiven Auflösung dieser gegenseitigen Beteiligungen und dabei auch zu einem Abbau der Industriebeteiligungen deutscher Kreditinstitute kam[881]. All dies führte letztlich dazu, dass die Volksbanken und Sparkassen sich vollständig aus dem Depotstimmrecht zurückzogen. Lediglich die Premium-Banken behielten am Depotstimmrecht als Service für Investoren fest.[882]

b) Aufstieg der institutionellen Investoren

Im Zuge der Entflechtung der Deutschland AG trennten sich die Unternehmen, aber insbesondere auch große Banken und Versicherungsunternehmen, von ihren zum Teil erheblichen Beteiligungen an deutschen börsennotierten Gesellschaften. Im Jahr 1990 hatten über 85 % der größten deutschen Unternehmen einen so genannten Ankeraktionär, dessen Beteiligung mehr als ein Viertel des Grundkapitals betrug, über 50 % der Unternehmen einen Mehrheitsaktionär und immerhin über 20 % sogar einen

879 Eingefügt durch das Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz - StSenkG) vom 23.10.2000, BGBl. I, S. 1433; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 56; *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 989f; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 33; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 924f; zu den steuerlichen Hintergründen *Bergemann*, DStR 2000, 1410, 1415ff.

880 *Roth/Wörle*, ZGR 2004, 565, 581; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 56; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 221; anschaulich zur Auflösung der Deutschland AG und den damit verbundenen politischen Zielsetzungen *Gerlicher,* Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 151ff.

881 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 56; *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 989f; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 33; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 924f; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 221f.

882 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 37; *Simon/Zetzsche*, ZGR 2010, 918, 926.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

über eine Dreiviertelmehrheit verfügenden Aktionär[883]. Größter Aktionär war dabei in den meisten Fällen ein anderes deutsches Unternehmen[884]. Die Veränderung der Aktionärsstruktur börsennotierter Gesellschaften veranschaulicht eine Studie, die ergeben hat, dass zwischen 2000 und 2006 die Beteiligungen der Banken um 54 %, die der Versicherungen um 61 % und die des Staates um 40 % zurückgegangen sind, während die Beteiligungen institutioneller Investoren um 61 % zulegten[885]. Die freiwerdenden Anteile wurden zumeist von ausländischen institutionellen Investoren aufgegriffen, die ab der Jahrtausendwende erheblich in deutsche Unternehmen investierten[886]. Gleichzeitig kam es zu einem starken Zuwachs an Kleinaktionären, deren Anteile trotz des Zusammenbruchs des Neuen Markts heute beträchtlich höher sind als Mitte der 1990er Jahre[887].

Schwarz ermittelte für das Jahr 2008 - soweit Daten verfügbar waren - eine durchschnittliche Streubesitzquote von über 75 % bei den Unternehmen im DAX 30. Im Mittel waren deren Aktionäre zu fast 70 % institutionelle Investoren, wobei sich insgesamt knapp 60 % der Anteile im Auslandsbesitz befanden.[888] Dies stimmt mit den Erkenntnissen der *OECD* überein, die eine Steigerung des Auslandsbesitzes von nur 14 % im Jahre 1999 auf 30 % im Jahr 2007 ergeben. Betrachtet man wiederum nur die DAX 30 Gesellschaften, so geht auch die *OECD* davon aus, dass über 50% des Anteilsbesitzes in ausländischer Hand sind. Weiterhin stellt sie einen Anteil der institutionellen Investoren von über 70 % an den DAX-Gesell-

---

883 *Franks/Mayer*, Rev. Fin. Stud. 14 (2001), 943, 947.

884 *Franks/Mayer*, Rev. Fin. Stud. 14 (2001), 943, 947; zudem mit einer Veranschaulichung der Aktionärsstruktur einer Gesellschaft zu Zeiten der Deutschland AG am Beispiel der Daimler Benz AG aus dem Jahr 1990 auf S. 949.

885 Studie von *Sautner/Villalonga*, Corporate Governance and Internal Capital Markets, S. 40; hierauf abstellend *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 122.

886 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 122; *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 78 *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 144.

887 *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 55; 1997 waren nur 5,6 Mio. Bundesbürger Aktionäre oder Besitzer von Aktienfonds, ihre Anzahl stieg 2001 auf den Höchststand von 12,8 Mio, sank nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes und vor allem auch nach der Finanzkrise; 2017 betrug ihre Anzahl wieder über 10. Mio., vgl. *Deutsches Aktieninstitut*, Aktionärskennzahlen des Deutschen Aktieninstituts 2017, S. 3.

888 Vgl. tabellarische Übersicht bei *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 123f auf Grundlage des DAI-Factbooks 2009; zur Unvollständigkeit der Daten und der daraus resultierenden Unsicherheiten bei der Auswertung und schließlich auch der Aussagekraft der Ergebnisse *ebda*, S. 124ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schaften fest, bei einer Streubesitzquote von über 80 % im Jahre 2010.[889] Dieser Trend deckt sich mit Ergebnissen einer Studie von *Ernst &Young*, die ein Anwachsen des ausländischen Anteilsbesitz an den DAX 30 Gesellschaften von 35 % im Jahr 2005 auf 53 % im Jahr 2017 konstatieren, sowie einen Gesamtanteil institutioneller Investoren in Höhe von 63 %[890].

Fazit: Infolge der Entflechtung der Deutschland AG kam es mithin zu einem bedeutenden Abbau von Beteiligungen von Banken, Versicherungen, Staat und vor allem von anderen Unternehmen, wodurch es zu einem Anstieg der Streubesitzquote kam. Gleichzeitig stieg der Anteil institutioneller Investoren an deutschen Gesellschaften erheblich, was zu einer starken Internationalisierung der Aktionärsstrukturen geführt hat. Zu Recht kann mittlerweile vom „Zeitalter der institutionellen Investoren" gesprochen werden[891].

c) Entwicklung der Hauptversammlungspräsenz

In den 1970er Jahren waren Hauptversammlungspräsenzen[892] von an die 70 % nicht ungewöhnlich[893]. Noch 1986 lag der Anteil des durchschnittlich auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals bei 65 %[894]. Bis 1992 war die Kapitalpräsenz im Durchschnitt bereits auf 58 % zurückgegangen[895]. Grundlegend für die Hauptversammlungspräsenzen war zu diesem Zeitpunkt noch das Depotstimmrecht; 84 % aller Stimmrechte wurden durch Kreditinstitute ausgeübt[896]. Zur Jahrtausendwende betrug die Präsenzquote auf Hauptversammlungen der DAX-Gesellschaften im Mittel

889 *OECD*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, S. 113ff.
890 *Ernst & Young*, Wem gehört der DAX?, S. 4, 5, 9.
891 So *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 186f; ähnlich *Fleischer*, AG 2012, 2, der bereits von der nächsten Entwicklungsstufe hin zum „Zeitalter der Informationsintermediäre" spricht.
892 Im Folgenden beziehen sich die statistischen Erkenntnisse in der Regel auf die im DAX gelisteten Gesellschaften, wobei die zugrundeliegenden Datensätze häufig unvollständig waren, bzw. nur Gesellschaften, die sich mehrheitlich im Streubesitz befanden, miteinbezogen wurden.
893 *Baums*, Macht von Banken und Versicherungen, S. 16f; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 225.
894 *Baums*, Macht von Banken und Versicherungen, S. 45.
895 *Baums/Fraune*, AG 1995, 97, 102.
896 Vgl. dazu bereits unter § 4 B. II. 1. a) mit Nachweis in Fn. 823.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

noch 52 %[897]. Ein Tiefstand war 2005 mit lediglich knapp 45 % erreicht[898]. Der Rückgang der Präsenzzahlen seit den siebziger Jahren ist größtenteils auf den zunehmenden Anteilsbesitz von Ausländern zurückzuführen[899], die von der Stimmrechtsausübung aus Gründen der rationalen Apathie[900] und auch von der Nutzung des Depotstimmrechts[901] zumeist absahen.

Bis 2015 hatte sich die durchschnittliche Präsenzquote wieder auf knapp 55 % erhöht[902]. Im letzten Jahr wurde eine erstaunlich hohe durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz von 65,3 % erreicht.[903]. Zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenzen ab 2005 dürften zum Teil die Reformen der Hauptversammlung beigetragen haben, durch die Hürden der Stimmrechtsausübung abgebaut wurden[904]. Die Bedeutung dieser Reformen auf die Hauptversammlungspräsenzen sollte jedoch nicht überschätzt werden[905]. Mit Anstieg der Streubesitzquote wird es für einen immer höheren Anteil des Grundkapitals unwirtschaftlich und uninteressant, das Stimmrecht auszuüben. Eine Senkung der Kosten kann dem grundsätzlichen Problem der rationalen Apathie nur begrenzt entgegenwirken[906]. Diese Erkenntnis gilt sowohl für die gestiegene Anzahl an Privatanle-

---

897 *SdK*, Präsenzstatistik DAX 2000-2011.

898 Ebda.

899 *Baums*, Macht von Banken und Versicherungen, S. 16f; *Habersack/Schürnbrand*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel I, S. 889, 899; *Linge/Theissen*, Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften, S. 13; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 225; *Baums/Fraune*, Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, S. 2.

900 Siehe zur rationalen Apathie institutioneller Investoren bereits unter § 2 C. I. 1.

901 Vgl. die Nachweise in Fn. 877.

902 *SdK*, Präsenzstatistik DAX 2005-2015.

903 *Schnorr*, HV-Saison 2018 mit Rekordpräsenz | Barkow Consulting; *dpa*, HV-Präsenz erreicht Rekordniveau, <.

904 Optimistisch insoweit *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 225f.

905 Sehr kritisch ebenso *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 172.

906 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 172 mit Verweis auf *Seibert,* der wiederum von einer positiven Wende aufgrund der elektronischen Medien ausging, obschon er erkannte, dass bis dato vielen Aktionären „die Briefmarke zu teuer und das Zukleben des Umschlags zu aufwändig" (für die Versendung der Vollmacht bzw. Einzelweisung) sei, vgl. *Seibert*, BB 1998, 2536, 2537.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gern[907] als auch für die institutionellen Investoren mit internationalem Portfolio. Der Anstieg der Hauptversammlungspräsenzen ist vielmehr größtenteils auf internationale Bemühungen zur Verbesserung des Themas Corporate Governance zurückzuführen, die vor allem ausländische Investoren vermehrt unter Druck setzen, die Stimmrechte aus den ihnen treuhänderisch überlassenen Aktien auch tatsächlich auszuüben[908].

3. Erkenntnisse und Folgen der veränderten rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen des Aktionärsaktivismus

Die Aktienrechtsreformen der letzten zwanzig Jahre haben die Ausübung des Stimmrechts erleichtert, indem Hürden der Stimmrechtsausübung abgebaut und eine Abkehr von der reinen Präsenzhauptversammlung vollzogen worden ist. Zugleich wurde mit der Regulierung des Depotstimmrechts zwar das Problem der Macht der Banken gelöst, ohne jedoch hinreichend einzupreisen, welche herausgehobene Rolle den Banken bei der Stabilisierung der Hauptversammlungspräsenzen zukam. Der Niedergang des Depotstimmrechts ist überdies vor allem auf die Entflechtung der Deutschland AG und der damit einhergehenden Internationalisierung der Anlegerstruktur zurückzuführen. So sank sowohl das Interesse der Banken an als auch die Nachfrage nach Depotstimmrechtsvertretung, wodurch deren Kosten weiter stiegen und viele Kreditinstitute letztlich Abstand davon nahmen. In der Folge kam es zu einem bedenklichen Absinken der Hauptversammlungspräsenzen, was weder durch die Stimmrechtsausübung mittels Vertreter der Gesellschaft noch durch die Steigerung der Attraktivität der Stimmrechtsausübung vollständig kompensiert werden konnte. Der Wiederanstieg der Hauptversammlungspräsenzen in jüngster Vergangenheit ist vielmehr auf den steigenden Druck auf institutionelle Investoren, Stimmrechte aus treuhänderisch gehaltenen Aktien auszuüben, zurückzuführen.

Für aktivistische Aktionäre sind diese Entwicklungen durchweg positiv zu bewerten. Ihre Einflussnahme auf die Unternehmensleitung hat nur

---

907 Nicht davon ausgehend, dass die Online-Teilnahme die rationale Apathie der Kleinaktionäre überwinden können wird *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 3; kritisch ebenso *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 27.

908 *Schnorr*, HV-Saison 2018 mit Rekordpräsenz | Barkow Consulting,; zur treuhänderischen Pflicht ausländischer Investoren zur Stimmabgabe siehe bereits unter § 2 C. II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Aussicht auf Erfolg, wenn sie ausreichend Druck erzeugen, in letzter Konsequenz also Beschlüsse auf der Hauptversammlung gegen die Verwaltung durchsetzen oder die Verwaltung zumindest erheblich in Bedrängnis bringen können[909]. Kann sich die Unternehmensleitung auf einen Großaktionär verlassen oder sich hoher Zustimmungsquoten allein auf Grundlage des Depotstimmrechts der Banken sicher sein, ist für Beeinflussung durch aktivistische Aktionäre wenig Raum. Niedrige Hauptversammlungspräsenzen und eine hohe Streubesitzquote sind der aktivistischen Einflussnahme mithin überaus förderlich[910]. In jüngster Vergangenheit sind hingegen wieder steigende Hauptversammlungspräsenzen zu beobachten, die an den Stand um 1990 reichen. Dennoch ist die Situation heutzutage für Aktionärsaktivismus zuträglicher als vor 30 Jahren. Wegen des Niedergangs des Depotstimmrechts und der Entflechtung der Deutschland AG sowie der damit einhergehenden Internationalisierung der Aktionärsstruktur besteht keine Stimmbündelung mehr in Händen deutscher Kreditinstitute. Die Verwaltung kann nicht mehr mit Zustimmungsquoten von annähernd 100 % rechnen. Diese Änderung ist begrüßenswert, wird dadurch doch die Verantwortung des Managements gegenüber der Hauptversammlung gestärkt. Aus Sicht aktivistischer Aktionäre bietet gerade der hohe Streubesitz die Chance durch Werben für ihre Vorhaben hinreichende Unterstützung auf der Hauptversammlung zu finden. Wie bereits ausgeführt, verhält sich ein Großteil der institutionellen Investoren allerdings rational apathisch.

Hierauf gründet sich eben der bedeutende Einfluss der Stimmrechtsberater, deren Empfehlungen genau deshalb häufig unreflektiert übernommen werden. Für den Bedeutungsaufstieg der Stimmrechtsberater sind die veränderten Rahmenbedingungen mithin zuträglich: Je mehr institutionelle Investoren an deutschen Börsengesellschaften Beteiligungen halten, desto mehr Stimmrechte auf der Hauptversammlung werden von Empfehlungen der Proxy Advisors beeinflusst. Dies gilt insbesondere bei Anwachsen der Beteiligungsquote internationaler institutioneller Investoren, die den Empfehlungen der Stimmrechtsberater überdurchschnittlich oft folgen[911]. Vorteilhaft für das Geschäftsmodell der Stimmrechtsberatung dürf-

909 Zu den Einflussnahmemitteln aktivistischer Aktionäre siehe unter § 4 D. I. 1.

910 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 174f; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 3; jeweils beispielhaft bezugnehmend auf den „Sturz" des Vorstandsvorsitzenden der Deutsche Börse AG im Jahr 2005 zur Verdeutlichung der Gefahren niedriger Hauptversammlungspräsenzen *Vetter*, AG 2006, 32; *Lenz*, NZG 2006, 534.

911 Vgl. Nachweise in Fn. 252.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

te sich zudem die Abkehr von der Hauptversammlung als reiner Präsenzveranstaltung ausgewirkt haben. Die Leistung der Stimmrechtsberater besteht in der Analyse und Vorbereitung der Hauptversammlung durch Erstellung einer Abstimmungsempfehlung. Durch die Einführung der Vertreter der Gesellschaft und insbesondere durch die Eröffnung der Briefwahl können Investoren die Empfehlungen der Stimmrechtsberater in ihre Entscheidung miteinbeziehen (oder sie ihr gleichstellen) und die Abstimmung sodann zeitlich vor der Hauptversammlung unkompliziert durchführen.[912]

C. Rolle der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism

Die Aktionärsstruktur deutscher Börsengesellschaften hat sich im Zuge der Internationalisierung in den letzten zwanzig Jahren erheblich verändert[913]. Dies und der Wille des deutschen, europäischen[914] und auch außereuropäischen[915] Gesetzgebers die Rolle der Aktionäre bei der Überwachung der Unternehmensleitung zu stärken, haben die Möglichkeiten, aber auch den Druck zur aktiven Ausübung der mitgliedschaftlichen Rechte durch institutionelle Investoren geschaffen. Diese Veränderungen haben – wie gezeigt – die Bedeutung der Stimmrechtsberater enorm gesteigert[916]. Untersucht werden soll im Folgenden, welche Rolle die Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism einnehmen. Sind sie lediglich ein Informationsdienstleister der Investoren und damit als Informationsintermediär zu qualifizieren (dazu unter I.)? Kommt ihnen eine darüber hinaus gehende Stellung im Zuge des verstärkten Aktionärsaktivismus zu; konkreter: Übernehmen Stimmrechtsberater an Stelle uninteressierter Investoren aufgrund der Stimmmachtbündelung die Rolle des aktivistischen Aktionärs (II.)? Wie weit reicht aufgrund der bestehenden Stimmrechtsmacht der Einfluss

912 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 127ff; zu den Folgen der „Vorverlagerung" der Hauptversammlung siehe unter § 4 E. IV. II.

913 Siehe dazu soeben unter § 4 B. II. 2. b).

914 Vgl. hierzu die dargestellten Änderungen des Aktienrechts der letzten zwanzig Jahre, die zum Teil der Umsetzung von EU-Richtlinien dienten, unter § 4 B. II. 1.

915 Vgl. hierzu die Konkretisierung der treuhänderischen Pflichten institutioneller Investoren hin zur gezwungenen Ausübung der Stimmrechte aus Beteiligungen unter § 2 C. II.

916 Es kann sogar davon ausgegangen werden, dass sich ohne diese Veränderung des Geschäftsfeld der Stimmrechtsberatung überhaupt nicht aufgetan hätte.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

der Stimmrechtsberater im Hinblick auf die Weiterentwicklung der Corporate Governance (III.)? Diese Fragen sind zu stellen, um zu erkennen, welche Rolle den Stimmrechtsberatern faktisch im Rahmen des Shareholder Activism zukommt und ob damit schließlich ihre Einbindung bzw. Einpassung in die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft als diskutabel und letztendlich auch als erforderlich anzusehen ist.

I. Der Stimmrechtsberater als Informationsintermediär

Klar ist, dass Investoren mit großen, internationalen Portfolios in der Regel nicht in der Lage sein werden, die Stimmrechte aus sämtlichen Beteiligungen auszuüben. Das Arbeitspensum zur Bewältigung einer Vielzahl an Hauptversammlungen mit stets umfangreicheren Hauptversammlungsagenden kann von den Investoren nicht und vor allem nicht zu den im Verhältnis zum Ertrag stehenden Kosten getragen werden[917]. An dieser Stelle setzt die angebotene Leistung der Stimmrechtsberater an. Durch Skalen- und Verbundeffekte sowie Erfahrung sind Stimmrechtsberater zunächst in der Lage, die nötigen Informationen für eine informierte Stimmrechtsausübung kostengünstiger zu beschaffen und auszuwerten. Das Sammeln und Auswerten dieser Informationen, zum Teil auch die Übersetzung der Hauptversammlungsunterlagen[918] und die beratende Erstellung von Abstimmungsempfehlungen ist mithin die Leistung eines Informationsdienstleisters, genauer eines Informationsintermediärs[919]. Der Begriff des Informationsintermediärs ist bis dato rechtlich nicht belegt[920]. Die Grundfunktionen der Informationsintermediation bestehen aus der Sammlung, Verarbeitung und Vermittlung von Informationen[921]. Stimm-

917 Zu den Gründen der Mandatierung eines Stimmrechtsberaters siehe unter § 2 C.

918 *ESMA*, Discussion Paper, S. 10; *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 119.

919 *Gallego Córcoles* spricht von der Rolle als „information agent", *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 119.

920 *Leyens*, Informationsintermediäre des Kapitalmarkts, S. 10; der Regierungsentwurf zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) definiert im neu einzufügenden § 67a AktG IV den Begriff des Intermediärs (Fn. 1701). Hierbei erfolgt eine Eingrenzung auf Personen, die Dienstleistungen der Verwahrung oder der Verwaltung von Wertpapieren oder der Führung von Depotkonten erbringen. Der hier verwendete Begriff des Informationsintermediärs ist davon zu trennen.

921 *Grundmann,* in: GroßkommStaubHGB-BankvertragsR 11/1, Teil 5 Rn. 47; *Leyens*, Informationsintermediäre des Kapitalmarkts, S. 15.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberater supplementieren diese Funktionen durch eine Beratungsleistung, die in erster Linie durch einen Abgleich der Beschlussvorschläge mit den Stimmrichtlinien des Kunden, gegebenenfalls unter Ausübung eines ihnen eingeräumten Ermessensspielraums, besteht. In der idealen Konstellation erschöpft sich hierin die Funktion des Stimmrechtsberaters, da der Investor selbst - wenngleich auf Basis der durch die Berater zur Verfügung gestellten Informationen - die Abstimmungsentscheidung trifft. Liegt es so, ist die Funktion der Stimmrechtsberater primär als die eines Informationsintermediärs zu qualifizieren. Diese Rolle kann ihnen jedenfalls zugewiesen werden, wenn ein Investor gleich mehrere Stimmrechtsberater mandatiert[922]. In diesem Falle ist es doch sehr wahrscheinlich, dass der Investor eine eigenständige Entscheidung trifft und die Empfehlung(en) nicht ungeprüft blind übernimmt. Doch auch im Verhältnis zu Investoren, die Empfehlungen blind übernehmen, kommt den Stimmrechtsberatern die Rolle eines Informationsintermediärs zu. Festzuhalten ist an dieser Stelle, dass den Proxy Advisors in dieser Funktion im Rahmen des Shareholder Activism eine positive Bedeutung zukommt, da die Informationsintermediation erst die informierte Wahrnehmung der Aktionärsrechte ermöglicht[923].

In Darstellungen der Stimmrechtsberater und der sie beauftragenden institutionellen Investoren beschränkt sich die Rolle der Proxy Advisors auch auf die des Informationsintermediärs: Die erbrachte Leistung sei lediglich eine Beratung der Investoren, die finale Stimmentscheidung treffe letztlich nach eigener Prüfung und Überzeugung jedoch immer noch der

922 In Frankreich etwa ist es üblich, neben einer Empfehlung des nationalen Stimmrechtsberaters *Proxinvest* die Stellungnahme von *ISS* bzw. *Glass Lewis* hinzuzukaufen, *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 90; in Österreich sollen 2014 mehr als ein Drittel der institutionellen Investoren sowohl *ISS*, als auch *Glass Lewis* mandatiert haben, so wohl *Posavac/Ipreo,* Proxy Advisors, Folie 4, zitiert nach *Hössl/Torggler*, GesRZ 2016, 185, 190; *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 696 Fn. 143 geben unter Berufung auf *Institutional Investor Committee*, Investors's Use of Proxy Advisory Research: The view oft the UK Institutional Investor Committee (2014) [nicht mehr abrufbar] an, dass (vermutlich im Vereinigten Königreich) 38 % der institutionellen Investoren mehr als einen Stimmrechtsberater beauftragen; nach Angaben der *ESMA* ist es bei großen europäischen Investoren nicht unüblich neben einem nationalen Anbieter auch einen der beiden großen US-amerikanischen Proxy Advisor zu beauftragen, *ESMA*, Discussion Paper, S. 18.

923 So auch *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 120.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Investor[924]. Dieses Bild ist aus Sicht der Stimmrechtsberater, wie auch aus der der sie mandatierenden Investoren verständlich: Die Stimmrechtsberater sind bemüht, ihren faktischen Einfluss auf den Ausgang der Hautversammlungsabstimmungen kleinzureden, um weitergehende Regulierung zu vermeiden. Investoren, die Stimmrechtsberater beauftragen, werden zumeist nicht zugeben, dass sie faktisch die Ausübung der Stimmrechte aus Beteiligungen, die sie treuhänderisch für die Anleger halten, gänzlich und ohne eigene Nachprüfung auf einen Dritten ausgelagert haben. Im beiderseitigen Interesse wird deshalb argumentiert, dass die Abstimmungsentscheidung letzten Endes vom Investor gefällt werde. Festzuhalten ist, dass diese Wahrnehmung der Rolle der Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism jedoch nicht nur die geäußerte Meinung der Branche selbst ist, sondern sie bis dato auch bei der *ESMA* und oftmals in der rechtswissenschaftlichen Literatur im Vordergrund steht. Dies lässt sich insbesondere an der überwiegenden Zielrichtung der geäußerten Kritik an den Stimmrechtsberatern ablesen. Die Stimmrechtsberatung ist in der Funktion des Informationsintermediärs eine Leistung im Vertragsverhältnis zwischen dem auftraggebenden institutionellen Investor und dem beauftragten Stimmrechtsberater. Weitgehend konzentriert sich die geübte Kritik - durchaus nachvollziehbar - auf dieses Verhältnis. Die wohl am häufigsten aufgegriffenen Punkte sind dabei das Bestehen und der Umgang mit potenziellen und tatsächlichen Interessenkonflikten, die Eingang in die Stimmempfehlung finden könnten. Aufdeckung und Beseitigung der Interessenkonflikte lägen im primären Interesse der auftraggebenden Investoren, minimieren sie schließlich die Gefahr, dass die Stimmempfehlung sich nicht ausschließlich am vertraglich vorgesehenen Interesse des Kunden orientiert[925]. Die Verbesserung der mangelhaften Qualität und Ungenauigkeit der Empfehlungen zielt ebenfalls unmittelbar auf das Verhältnis Kunde – Informationsintermediär ab. Ansätze zur Optimierung mangelhafter Leistungsangebote erfahren ihre Grenzen aber, wenn auf der Kundenseite ein nur eingeschränktes Interesse an der Qualität der Leistung besteht und unter anderem deshalb unter den Anbietern nur eingeschränkter Wettbewerb stattfindet[926]. Von besonderer Tragweite für die

924 *ESMA*, Discussion Paper, S. 18; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 55.

925 Zu den Interessenkonflikten, die Stimmrechtsberatern vorgeworfen werden, siehe unter § 2 E. I.

926 Zum mangelnden Wettbewerb innerhalb der Stimmrechtsberatungsbranche siehe unter § 2 E. VI.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Emittenten ist allerdings der Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Corporate Governance. Bemühungen, diesen Einfluss zu lenken, insbesondere die Berücksichtigung unternehmensspezifischer und rechtlicher Besonderheiten der nationalen Rechtsordnungen in den Vordergrund zu rücken, setzen jedoch bislang ebenfalls im Verhältnis Investor – Stimmrechtsberater an[927], obschon in diesem Punkt nicht unbedingt der Investor, sondern der Emittent der unmittelbar Betroffene ist. Auf dieser Erkenntnis fußt auch der Ruf nach einer Kommentierungsmöglichkeit seitens der Emittenten[928]. Die Leistung der Stimmrechtsberater erschöpf sich nämlich nicht in der des entscheidungsvorbereitenden Informationsintermediärs.

II. Der Stimmrechtsberater in der Rolle des aktivistischen Aktionärs

Vielmehr zeigt sich bereits aus dieser Kritik, dass sich Funktion und Einfluss der Stimmrechtsberater nicht auf das Verhältnis Investor – Proxy Advisor beschränken, sondern sich ihre Tätigkeit nicht unerheblich auf die Emittenten auswirkt. Wie bereits ausgeführt, sind institutionelle Investoren, die ein großes, internationales Portfolio verwalten, nicht in der Lage oder zum Teil aufgrund der geringen Bedeutung der einzelnen Beteiligung nicht interessiert an einer informierten Ausübung der Stimmrechte aus den gehaltenen Aktien. Dennoch nehmen sie ihr formelles Stimmrecht wahr. Nach obiger Definition des Aktionärsaktivismus sind diese Anleger nicht als aktivistische Aktionäre zu verstehen[929].

Der Rückgriff auf Stimmrechtsberater erleichtert diesen Investoren die Stimmrechtsausübung. Das bedeutet jedoch nicht, dass die Empfehlung des Beraters geprüft und in eine Entscheidungsfindung mitaufgenommen, sondern vielmehr vielfach blind übernommen wird. Untersuchungen und Schätzungen zum Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Abstimmungsergebnisse auf Hauptversammlungen lassen jedenfalls den Schluss zu, dass ein nicht unerheblicher Teil der Investoren in der Regel den Empfehlungen der Stimmrechtsberater folgt[930]. Insbesondere bei Abstimmungen, bei denen ein knapper Ausgang zu erwarten ist, werden die Stimmrechtsbera-

927 So setzen sowohl die BPP als auch die ARL II auf eine Offenlegung hinsichtlich der Beachtung nationaler Rechtsvorschriften und Kodices und versuchen dadurch eine Verbesserung durch Reaktion der Investoren herbeizuführen.
928 Siehe hierzu unter § 2 E. IV.
929 Vgl. hierzu § 4 B. I.
930 Siehe dazu bereits eingehend unter § 2 D. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ter zum entscheidenden Faktor; speziell bei Beschlussanträgen aktivistischer Aktionäre – etwa von Hedgefonds – dürfte kaum ein Weg an den Stimmrechtsberatern vorbeiführen[931]. Anzunehmen ist, dass es der Unternehmensleitung generell schwerfallen dürfte, ausreichende Zustimmung auf der Hauptversammlung zu erreichen, wenn die Beschlussvorschläge den Corporate Governance Vorstellungen der Stimmrechtsberater entgegenstehen. Wenngleich hinreichend belastbare empirische Daten zum Einfluss der Stimmrechtsberater nur in begrenztem Maße vorliegen, kann zumindest ihr erheblicher Einfluss nicht geleugnet werden[932]. Entscheidend ist ohnehin nicht unbedingt die konkrete Reichweite des Einflusses im Einzelfall – wird sich dieser im Vorfeld der Hauptversammlung kaum abschließend feststellen lassen – sondern der vermutete Einfluss, der letztlich bereits den Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters Gewicht verleiht[933]. Auswirkungen auf den Emittenten hat nämlich nicht nur der Einfluss auf der Hauptversammlung durch die gebündelte Stimmmacht, sondern auch der informelle Kontakt, den Stimmrechtsberater vor und während der Hauptversammlungssaison zur Unternehmensleitung suchen[934]. Doch auch in umgekehrter Richtung kommt es zu Kontaktaufnahmen: Aufgrund der Stimmmacht suchen Emittenten das Gespräch mit dem Stimmrechtsberater, um ihn von ihren Beschlussvorschlägen zu überzeugen. Besonders illustrativ hierfür ist das zu Eingang der Untersuchung genannte Zitat des Chief Justice des Delaware Supreme Courts[935]. Informeller Kontakt zwischen Unternehmensleitung und Stimmrechtsberatern ist mittlerweile auch in Deutschland nicht unüblich[936]; eine Steigerung des Einflusses der Stimmrechtsberater ist ohnehin zu erwarten. Mithin spielen Stimmrechtsberater und ihre Stimmrichtlinien bereits im Vorfeld der Hauptversammlung eine erhebliche Rolle. Emittenten können es sich schlichtweg nicht mehr leisten, die Corporate Governance Vorstellungen der Stimmrechtsberater im Allgemeinen wie im Einzelfall zu ignorieren. Sie reagieren auf den Einfluss entweder, indem sie Kontakt zum Stimm-

931 So auch *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 410, siehe dazu bereits unter § 2 D. II.
932 So schon unter § 2 D. III.
933 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 65.
934 Hierzu bereits unter § 2 D. II.
935 „[P]owerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues like proposed merger [etc…]. They do so because the CEOs recognize that some institutional shareholders will simply follow ISS's advice rather than do any thinking of their own.", *Strine,* Del. J. Corp. L. 2005, 673, 688.
936 Siehe dazu bereits unter § 2 D. II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberater suchen oder indem sie die Vorstellungen bereits in vorauseilendem Gehorsam erfüllen.

Zu konstatieren ist mithin, dass Stimmrechtsberater nicht ausschließlich als Informationsintermediäre institutioneller Investoren fungieren, sondern darüber hinaus eine eigene, aktive Rolle einnehmen. Im Folgenden gilt es, diese Rolle nachzuschärfen. Die Stimmmacht in ihren Händen und der damit einhergehende Einfluss ihrer Empfehlungen und Ansichten auf und insbesondere im Vorfeld der Hauptversammlung machen die Stimmrechtsberater zu einem überaus bedeutenden Spieler im Gefüge der Kontrolle der Gesellschaft. Besonders anschaulich formuliert *Holstein* diese Rolle: "Most people have probably never heard of Institutional Shareholder Services, but it is one of the most powerful players in the battle for control of the American corporation. It is the 800-pound gorilla in the room."[937] Die Machtstellung der Stimmrechtsberater ist umso konzentrierter, wenn man bedenkt, dass die Branche faktisch von lediglich zwei Marktteilnehmern dominiert wird, nämlich *ISS* und *Glass Lewis*. Betrachtet man nun die faktische Stimmmacht und den Einfluss auf die Unternehmensleitung durch informellen Kontakt, so ist die Bedeutung und ebenso die eingenommene Rolle eines Stimmrechtsberaters die eines Großaktionärs. Denn wie ein Aktionär mit erheblicher Beteiligung an einer Gesellschaft sind Stimmrechtsberater in der Lage den Ausgang einer Hauptversammlungsabstimmung entscheidend selbst zu beeinflussen und der eigenen Position bereits im Vorgang der Versammlung Gehör zu verschaffen.

Diese aktive Rolle der Stimmrechtsberater und ihre Bedeutung für die Emittenten stimmen mit dem zugrunde gelegten Verständnis von Shareholder Activism überein[938]: Im Unterschied zu einem Großaktionär beruht der Einfluss der Stimmrechtsberater nicht auf einer eigenen wirtschaftlichen Beteiligung am Emittenten. Der Einfluss und die Stimmbündelung zugunsten der Stimmrechtsberater fließt nämlich aus den Beteiligungen der Vielzahl von institutionellen Investoren, die die Stimmentscheidung an den Stimmrechtsberater auslagern und ihm im Endergebnis damit das

---

937 *Holstein*, Is ISS Too Powerful? And Whose Interests Does It Serve?, <*www.cbsnews.com/news/is-iss-too-powerful-and-whose-interests-does-it-serve/*> (Stand: 20.07.2019).

938 Aktivistisch handelt ein Aktionär demnach, wenn er mit der Intention der Durchsetzung seiner Interessen – gemessen an seiner Beteiligungshöhe überproportionalen – Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft auszuüben sucht, wobei er sich nicht auf die Ausübung seiner aktionärsrechtlichen Mitgliedschaftsrecht beschränkt, sondern weitere, informelle Mittel zur Verfolgung dieser Partikularinteressen einsetzt, siehe dazu unter § 4 B. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

mitgliedschaftliche Recht übertragen[939]. An Stelle einer Vielzahl von Aktionären tritt der Stimmrechtsberater somit als ein „Quasi-Aktionär" auf, dessen Einfluss sich aus den Eigentumsrechten Dritter, nämlich der eigentlichen Aktionäre ableitet. Es kommt folglich zu einer faktischen Trennung von Eigentum und Stimmrecht[940]. Der Einfluss der Stimmrechtsberater ist damit im Verhältnis zu ihrer Beteiligung an der Gesellschaft – sofern sie überhaupt Anteile an ihr halten – überproportional groß. Das von einem Stimmrechtsberater verfolgte Interesse ist idealerweise die Verbesserung der Corporate Governance der Gesellschaft. Auszuschließen ist jedoch nicht, dass auch andere, namentlich Partikularinteressen in die Entscheidung eines Stimmrechtsberaters einfließen können[941]. Hinzu kommt, dass Stimmrechtsberater zumindest ihre eigenen Vorstellungen von Corporate Governance durchzusetzen suchen. Zudem wirkt der Einfluss der Proxy Advisors nicht nur durch das formelle Aktionärsstimmrecht, sondern auch durch informelle Einflussnahme und Kontakt zur Unternehmensleitung außerhalb der Hauptversammlung. Die Merkmale, die einen aktivistischen Aktionärs kennzeichnen, liegen mithin zumindest in Teilen bei Stimmrechtsberatern vor, deren Einfluss vom Emittenten nicht mehr unberücksichtigt bleiben kann: Durch die Bündelung der Stimmmacht der der apathischen institutionellen Investoren schlüpfen Stimmrechtsberater in die Rolle des aktivistischen Aktionärs, der seine Interessen durch Ausübung von Einfluss auf die Gesellschaft mittels formeller wie informeller Mittel umzusetzen sucht[942].

Folge hiervon ist, dass Stimmrechte, die von einem Investor nur „aktiv" wahrgenommen worden wären, durch die Zwischenschaltung eines Stimmrechtsberaters „aktivistisch" ausgeübt werden[943]. Diese Rolle als aktivistischer „Quasi-Aktionär" ist nicht als eine Erweiterung einer eigenen Aktionärsstellung zu verstehen, die gegebenenfalls bestehen kann, falls ein Stimmrechtsberater oder seine Muttergesellschaft selbst eine Beteiligung an einem Emittenten hält. Es handelt sich vielmehr um eine eigenständige

939 Auch *Freitag*, AG 2014, 647, 654 spricht von einer Auslagerung der aktiven Governance auf die Stimmrechtsberater.

940 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 295; *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 411; *Kalss*, EuZW 2014, 441; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 188; *Fleischer*, AG 2012, 2; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88.

941 Zu möglichen Interessenkonflikten, denen ein Stimmrechtsberater unterliegen kann, siehe bereits unter § 2 E. I.

942 Zur Definition von Shareholder Activism siehe unter § 4 B. I.

943 Zur Unterscheidung zwischen „aktiver" und „aktivistischer" Ausübung der Aktionärsstellung siehe bereits unter § 4 B. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Rolle, eine Position, die die Stimmrechtsberater aus fremdem mitgliedschaftlichem Recht besetzen und ausfüllen. Überschneidungen mit der Rolle als echter Aktionär aus eigenen Beteiligungen oder mittelbar über die Muttergesellschaft sind jedoch eine ernstzunehmende Quelle für Interessenkonflikte. Die durch die Wahrnehmung der fremden mitgliedschaftlichen Stimmrechte entstehende Rolle als „Quasi-Aktionär" ist dem deutschen Aktienrecht nicht unbekannt. Das Depotstimmrecht der Banken führte jahrzehntelang zu einer vergleichbaren Machtposition zugunsten von Kreditinstituten, der der Gesetzgeber durch Regelungen insbesondere in § 135 AktG zu begegnen sucht[944].

Die Tätigkeit des Stimmrechtsberaters, auch in Kombination mit Unterstützung der Stimmrechtsausübung über eine Plattform, ist nach vertretener Auffassung jedoch nur in Ausnahmefällen unter den bestehenden Wortlaut des § 135 AktG zu fassen[945]. Nach dem starken Rückgang - man mag vom Untergang sprechen - des Depotstimmrechts und dessen daraufhin folgender Deregulierung zur Erhöhung der Hauptversammlungspräsenzen, ist ohnehin über die Wirksamkeit einer Subsumtion der Stimmrechtsberatung unter § 135 AktG nachzudenken[946]. Nichtsdestotrotz lässt sich die Rolle, die heutzutage den Stimmrechtsberatern zukommt, mit der des Depotstimmrechts der Kreditinstitute im 20. Jahrhundert vergleichen. Was die Sicherung von Mehrheiten auf der Hauptversammlung anbelangt kann zwar nicht von einer vollwertigen Ersetzung der Depotbanken gesprochen werden – einen solch weitgehenden Einfluss erreichen die Proxy Advisors bei Weitem nicht –, wohl aber von einem teilweisen Übergang dieser Rolle auf die Stimmrechtsberater[947]. Insofern liegt es nahe, die Rolle als „Quasi-Aktionär" nicht zu vernachlässigen und ihr eine eigenständige Bedeutung bei der Regulierung der Stimmrechtsberatung zukommen zu lassen. So führte schließlich auch der Einfluss der Kreditinstitute zu ihrer Einbindung in die Unternehmensverfassung als Stimmrechtsvertreter nach § 135 AktG.

---

944 Ebenfalls die Parallele zum Depotstimmrecht ziehend *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 179; zur Entwicklung des Stimmrechts mit besonderem Augenmerk auf das Depotstimmrecht und § 135 AktG siehe bereits unter § 4 B. II. 1., 2. a).

945 Hierzu bereits unter § 3 B. IV.

946 Siehe dazu unter § 6 E. III.

947 So auch *Wohlmann/Gerber*, SZW 2014, 284, 290.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Der Stimmrechtsberater als faktischer Standardsetzer in der Corporate Governance

Neben den Funktionen als Informationsintermediär und als „Quasi-Aktionär" wird den Stimmrechtsberatern im Zuge des Shareholder Activism noch eine dritte Rolle zuteil: Die eines „de-facto-Standardsetzers" in der Corporate Governance[948]. Der Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Entwicklung der Corporate Governance reicht wie gezeigt weit[949]. Vorstand und Aufsichtsrat müssen nicht mehr nur die Vorgaben von Satzung und Gesetz berücksichtigen, sondern auch die Stimmrechtsrichtlinien der großen Stimmrechtsberater beachten[950]. Folge hiervon sind oftmals auf die Stimmrechtsrichtlinien abgestimmte, mit ihnen konforme Beschlussvorschläge der Emittenten[951]. Über ihre Stimmrichtlinien üben die Stimmrechtsberater Einfluss auf alle ihre Kunden und somit ebenso auf diejenigen aus, die aufgrund der Stimmrechtsberatung eine eigene, informierte Stimmrechtsentscheidung treffen. Der institutionelle Investor, der im Stimmrechtsberater primär einen Informationsintermediär sieht, bezahlt letztlich doch auch für die Erstellung einer Stimmempfehlung. Diese Dienstleistung wird bei der Entscheidung nicht vollständig ausgeblendet und der Empfehlung deshalb grundsätzlich auch eher gefolgt, als von ihr abgewichen, insbesondere in Routineangelegenheiten. Man mag nun einwenden, dass viele institutionelle Investoren über eigene bzw. in Kooperation mit einem Stimmrechtsberater erstellte individuelle Stimmrechtsrichtlinien verfügen. Das Ausmaß dieses latenten Einflusses wäre hierdurch stark eingeschränkt. Tatsächlich ist jedoch anzunehmen, dass die kundeneigenen und „individuellen" Stimmrechtsrichtlinien stark an den Standardrichtlinien der großen Stimmrechtsberater angelehnt sind und deren Änderungen übernehmen[952].

Problematisch ist die von den Stimmrechtsrichtlinien ausgehende Wirkung insbesondere in Fällen, in denen die Richtlinien nationale Besonder-

---

948 "De facto standard setters", *Deutsches Aktieninstitut*, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory, S. 2; „de facto regulators", *Rose*, Mich. L. Rev. First Impressions 109 (2010), 62, 68; „faktische Standardsetzer", *Fleischer*, ZGR 2012, 160, 195; „de facto regulators" auch bei *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 120.

949 Vgl. dazu bereits eingehend unter § 2 E. V.

950 *Wilsing,* ZGR 2012, 291, 296; *Langenbucher*, FS Hoffmann-Becking, 733, 741f; *Dörrwächter,* AG 2017, 409, 410; *Schneider/Anzinger,* NZG 2007, 88, 89.

951 Siehe hierzu unter § 2 E. V. 1.

952 So schon unter § 2 A. I. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

heiten nicht hinreichend berücksichtigen[953]. Die Kreation von *soft-law*, welches über die Anforderungen des deutschen Aktiengesetzes hinausgeht oder mit dessen Normen oder Vorschriften des DCGK kollidiert, ist aus Sicht des Gesetzgebers kritisch zu beobachten. Hier droht eine eigenständige, potenziell vom Gesetz losgelöste Weiterentwicklung der Corporate Governance, durch die Vorstand und Aufsichtsrat Konfliktlagen und Druck ins Haus stehen.

IV. Ergebnis

Die Funktion der Stimmrechtsberater beschränkt sich nicht nur auf das Sammeln, Auswerten und beratende Erstellen von Abstimmungsempfehlungen, auf deren Grundlage institutionellen Investoren eigenständige Stimmentscheidungen treffen. Diese Funktion des Informationsintermediärs ermöglicht Investoren eine informierte Stimmrechtsausübung und ist deshalb eine wichtige Leistung, wenn es darum geht, die Anleger für die aktive Kontrolle der Unternehmensleitung zu gewinnen. Darüber hinaus kommt den Stimmrechtsberatern aber eine weitere eigenständige Rolle zu: Faktisch üben sie in vielen Fällen die Stimmrechte passiver institutioneller Investoren aus oder beeinflussen deren Stimmverhalten zumindest nachhaltig. Hierdurch entsteht eine Stimmmachtbündelung, durch die *ISS* und *Glass Lewis* zu „Quasi-Aktionären" werden, die den Ausgang der Hauptversammlung und in deren Vorfeld die Emittenten erheblich beeinflussen. Zuletzt verbreiten und etablieren die Stimmrechtsberater ihre Vorstellungen guter Corporate Governance durch ihre Stimmrechtsrichtlinien und werden dadurch zum Standardsetzer in der Fortentwicklung der Corporate Governance.

Die erfolgte Auftrennung der Rollen, die Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism einnehmen, zeigt, dass bei der Umsetzung mehr als nur die Regulierung eines weiteren Informationsintermediärs bedacht werden sollte. In der Rolle des „Quasi-Aktionärs" hat das Wirken der Stimmrechtsberater erhebliche Auswirkungen auf den Emittenten. Diesen Auswirkungen soll im Folgenden nachgegangen werden.

953 Siehe hierzu unter § 2 E. V. 1. und 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

D. Die Einflussnahme des aktivistischen Stimmrechtsberaters und deren verbandsrechtliche Grenzen

Zunächst ist zu konkretisieren, wie Stimmrechtsberater Einfluss auf den Emittenten ausüben können und welche verbandsrechtlichen Schranken hierbei an sie adressiert sind. Zur besseren Beurteilung der Einflussmöglichkeiten soll zunächst der Blick auf die Instrumente gelenkt werden, die einem aktivistischen Aktionär zur Verfügung stehen. An diesem Maßstab sollen sodann die Einflussmittel des aktivistischen Stimmrechtsberaters dargestellt werden. Nach dem gleichen Muster sind im Anschluss die verbandsrechtlichen Grenzen aktivistischer Einflussnahme von Aktionären im Allgemeinen, sowie von Stimmrechtsberatern im Speziellen zu untersuchen.

I. Einflussnahmemöglichkeiten

1. Einflussnahmemöglichkeiten eines aktivistischen Aktionärs

a) Formelle Instrumente

Zur Einflussnahme auf Vorstand und Hauptversammlung stehen einem aktivistischen Aktionär die formellen Mittel zu, die ihm Gesetz und Satzung zuweisen. Diese lassen sich unterscheiden in versammlungsgebundene Rechte, Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung und solche außerhalb der Hauptversammlung.

aa) Versammlungsgebundene Rechte

Eine Darstellung sämtlicher Kompetenzen der Hauptversammlung ist hier weder erforderlich noch möglich. Von Interesse sind jene versammlungsgebundenen Rechte, durch die ein aktivistischer Aktionär Einfluss auf die Gesellschaft und im Besonderen auf Vorstand und Aufsichtsrat ausüben kann.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(1) Stimmrecht, §§ 12, 133ff AktG

Zentrales Beteiligungsmittel des Aktionärs ist sein mitgliedschaftliches Stimmrecht, §§ 12, 133ff AktG. Durch das Stimmrecht nimmt der Aktionär an der Willensbildung der Gesellschaft teil und kann hierdurch im Rahmen des gesetzlichen Kompetenzgefüges Einfluss auf die Gesellschaft ausüben. Die Zuständigkeiten der Hauptversammlung sind nicht an einer Stelle zusammengefasst, sondern im Aktiengesetz verteilt im jeweiligen Sachzusammenhang geregelt. Die Aufzählung der Rechte der Hauptversammlung in § 119 I AktG ist nicht abschließend und kann bei der Erfassung der Kompetenzen lediglich der ersten Übersicht dienen[954]. Im Weiteren soll ein Überblick über einige Beschlussgegenstände gegeben werden, die von herausgehobener genereller und für einen aktivistischen Aktionär zur Beeinflussung der Gesellschaft von besonderer Bedeutung sind. Diese lassen sich grob einteilen in personalpolitische Entscheidungen (dazu unter (a)), Grundlagenentscheidungen ((b)) und sonstige Beschlussgegenstände ((c))[955].

(a) Personalpolitische Entscheidungen

Von herausgehobener Bedeutung für die Einflussnahme sind für aktivistische Aktionäre die personalpolitischen Beschlüsse, die die Hauptversammlung fassen kann. Hierdurch kann nämlich unmittelbar oder mittelbar Einfluss auf (Wieder-) Bestellung, Abberufung und Gehalt von Vorstand und Aufsichtsrat ausgeübt werden. Für die Verwaltung sind dies natürlich besonders sensible Beschlussgegenstände, weshalb sie sich insbesondere auch eignen, um in informelle Gespräche mit Vorstand und Aufsichtsrat einzutreten. Darüber hinaus kann durch personalpolitische Entscheidungen die Ausrichtung des Unternehmens mitgesteuert werden.

954 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 119 AktG Rn. 5; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 10.

955 An eine Einteilung der Kompetenzen gleichwelcher Art sind keine Rechtsfolgen geknüpft, sie dient lediglich der Übersicht und Strukturierung; wie hier *Binge/Thölke,* in: Schüppen/Schaub, Münchener Anwalts-HdB AktR, § 25 Rn. 13ff; in der Literatur findet sich zumeist eine Einteilung (1) in regelmäßig wiederkehrende Maßnahmen, (2) Strukturmaßnahmen und (3) Sonderfälle, vgl. *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 10; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 119 Rn. 5f; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 119 AktG Rn. 7ff; detaillierter *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 119 AktG Rn. 4ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(aa) Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern, §§ 119 I Nr. 1, 101, 103 AktG

Zuvörderst ist die Kompetenz zur Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrats zu nennen. Die Mitglieder des Aufsichtsrats der Anteilseigner werden von der Hauptversammlung gewählt, § 101 I S. 1 AktG. Abgestimmt wird über die Kandidaten, die zur Wahl vorschlagen sind. Grundsätzlich sind dies die Kandidaten, die der Aufsichtsrat zur Wahl vorgeschlagen hat, § 124 III S. 1 AktG. An Wahlvorschläge ist die Hauptversammlung jedoch, ausgenommen mitbestimmungsrechtlicher Regelungen, nicht gebunden, § 101 I S. 2 AktG. Sie entscheidet mithin frei und unabhängig über die Mitglieder des Aufsichtsrats[956]. Den Aktionären steht es gem. § 127 S. 1 AktG i.V.m. § 126 AktG frei, Gegenvorschläge zur Wahl der Aufsichtsratsmitglieder in die Hauptversammlung einzubringen. Zudem besteht grundsätzlich die Möglichkeit auf eine Einzelwahl statt der Listenwahl hinzuwirken[957]. Auf einen Antrag von Minderheitsaktionären, deren Anteile zehn Prozent des vertretenen Grundkapitals erreichen, ist über den Vorschlag der Aktionäre vor dem Vorschlag des Aufsichtsrats abzustimmen, § 137 AktG. Auf diese Weise können aktivistische Aktionäre sicherstellen, dass sich die Hauptversammlung mit ihrem Antrag auseinandersetzen muss[958].

Als Gegenstück zur Bestellung obliegt auch die Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrats der Hauptversammlung, § 103 I S. 1 AktG. Im Gegensatz zur Bestellung bedarf es für eine Abberufung jedoch einer Dreiviertelmehrheit, § 103 I S. 2 AktG. Diese hohe Hürde ist jedoch in den Satzungen der meisten börsennotierten Gesellschaften auf die einfache Mehrheit in allen gesetzlich zulässigen Fällen herabgesetzt worden[959]. Die angestrebte Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern kann in praxi mit einem Antrag auf eine außerordentliche Hauptversammlung gem. § 122 I S. 1 AktG verbunden und dadurch beschleunigt werden[960].

---

956 *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 101 AktG Rn. 16; *Henssler,* in: Henssler/Strohn, § 101 AktG Rn. 2.

957 Die Einzelwahl wird vom DCGK empfohlen, vgl. Ziff. 5.4.3 DCGK; zur Zulässigkeit von Einzel- und Listenwahl *Simons*, in: Hölters, § 101 AktG Rn. 14ff; eingehend *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 101 Rn. 19ff.

958 *Liebscher,* in: Henssler/Strohn, § 137 AktG Rn. 1; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 137 AktG Rn. 1.

959 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 81.

960 *Schaefer*, NZG 2007, 900, 902; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 81.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrats sind für die Einflussnahme aktivistischer Aktionäre von großer Bedeutung, da hierdurch mittelbar auf die Zusammensetzung des Vorstands und damit auf die Unternehmenspolitik Einfluss genommen werden kann[961]. Denn die Bestellung der Mitglieder des Vorstands erfolgt ja durch den Aufsichtsrat, § 84 I S. 1 AktG. Einfluss auf die Geschäftsführung kann der aktivistische Aktionär wiederum über „sein" Mitglied im Aufsichtsrat durch Meinungsäußerung, Empfehlungsbeschlüsse und insbesondere im Rahmen der zustimmungsbedürftigen Geschäfte ausüben[962]. Daneben verleihen die §§ 101, 103 AktG den Aktionären das faktische Druckmittel der Bestellung und Abberufung, welches Aufsichtsrat und Vorstand im Hinterkopf haben dürften, wenn von Aktionären Forderungen formuliert werden.

(bb) Vertrauensentzug gegenüber Mitgliedern des Vorstands, § 84 III S. 2 AktG

Da der Vorstand gem. § 84 I S. 1 AktG vom Aufsichtsrat bestimmt wird, bleiben dem Aktionär nur mittelbare Einflussmittel. Zu nennen ist hierbei zunächst die Möglichkeit, Mitgliedern des Vorstands das Vertrauen zu entziehen, § 84 III S. 2 Var. 3 AktG. Zwar hat dies keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Organstellung eines Vorstandsmitglieds, jedoch handelt es sich dabei um einen wichtigen Grund zur Abberufung des Vorstands durch den Aufsichtsrat, es sei denn der Vertrauensentzug beruht auf offenbar unsachlichen Gründen. Die Anforderungen an den Vertrauensentzug sind dabei gering. So bedarf er weder einer Begründung, noch muss das Verhalten des Vorstands objektiv pflichtwidrig sein[963]. Der Vertrauensentzug verpflichtet den Aufsichtsrat zwar nicht zur Abberufung des Vorstands[964], jedoch wird er dies in der Regel tun, schon allein, um seiner eigenen, sonst drohenden Abberufung zu entgehen[965]. Selbst wenn ein Vertrauensentzug scheitert – wenn auch nur knapp –, ist die Position des Vor-

961 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 80f; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 114.
962 *Hüffer*, NZG 2007, 47, 52; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 187f.
963 *Tschöpe/Wortmann*, NZG 2009, 161, 166; *Fleischer*, AG 2006, 429, 441; *Weber,* in: Hölters, § 84 AktG Rn. 76.
964 OLG Stuttgart, Urteil v. 13.3.2002 – 20 U 60/01 = NZG 2002, 971, 972; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 84 Rn. 142; aA *Wiesner,* in: Münch HdB GesR-IV, § 20 Rn. 61.
965 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 117.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stands erheblich geschwächt[966]. Der Vertrauensentzug stellt mithin ein überaus wirksames Instrument dar, um Druck auszuüben oder sich eines missliebigen Vorstandsmitglieds zu befreien[967].

(cc) Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, §§ 119 I Nr. 3, 120 I S. 1 AktG

Gem. §§ 119 I Nr. 3, 120 I S. 1 AktG beschließt die Hauptversammlung über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat. Der Entlastungsbeschluss dient einerseits der Billigung vergangenen Verwaltungshandelns und drückt andererseits das Vertrauen in zukünftiges Handeln aus[968]. Er zieht zwar keine Rechtsfolgen nach sich[969], insbesondere ist die Verweigerung der Entlastung gegenüber dem Vorstand nicht ohne Weiteres als Vertrauensentzug nach § 84 III S. 2 AktG zu werten[970]. Jedoch geht mit erteilter Entlastung auch kein Verzicht auf Ersatzansprüche der Gesellschaft gegen die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat einher, § 120 II S. 2 AktG.

Die rechtstatsächliche Wirkung der verweigerten Entlastung ist hingegen umso höher einzuordnen: Der Beschluss über die Entlastung gibt den Aktionären die Möglichkeit, ihre Meinung über das Handeln der Verwaltungen kundzutun[971]. In der Tat wird die Abstimmung über die Entlastung auf Hauptversammlungen von Publikumsgesellschaften zur Äußerung jeglicher Unmutsbekundungen genutzt, die die Hürden der §§ 93, 116 AktG nicht nehmen oder schlichtweg nicht justiziabel sind[972]. Generell schafft der Tagesordnungspunkt Entlastung der Verwaltung häufig das Podium für Diskussionen über einzelne Geschäftsführungsmaßnahmen

966 *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 691; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 82.

967 *Tschöpe/Wortmann*, NZG 2009, 161, 166; *Fleischer*, AG 2006, 429, 441; deshalb kritisch *Liebscher,* in: Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG, § 6 Rn. 51.

968 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 2; *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 25; *Liebscher,* in: Henssler/Strohn, § 120 AktG Rn. 2.

969 Allgemeine Meinung, vgl. nur *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 35; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 16.

970 *Drinhausen,* in: Hölters, § 120 AktG Rn. 29; *Herrler,* in: Grigoleit, § 120 AktG Rn. 17.

971 *Herrler,* in: Grigoleit, § 120 AktG Rn. 16; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 2.

972 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 120 AktG Rn. 4; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

des Vorstands sowie über die Unternehmenspolitik im Allgemeinen[973]. Mithin bietet sich für aktivistische Aktionäre die Chance durch gezielte Kritik für eine Verweigerung der Entlastung zu werben[974]. Der Entlastung kommt erhebliche Öffentlichkeitswirkung zu[975], sie untergräbt Ansehen und Autorität von Vorstand und Aufsichtsrat bzw. ihrer einzelnen Mitglieder und hat deshalb erhebliche psychologische Bedeutung für Mitglieder der Verwaltung[976]. Zudem kann die Verweigerung der Entlastung zu Reaktionen auf dem Kapitalmarkt führen[977].

Auf Beschluss der Hauptversammlung oder auf Antrag eines Minderheitsaktionärs, der über eine Beteiligung von über einer Million Euro oder von zehn Prozent des Grundkapitals verfügt, ist eine Einzelentlastung der Mitglieder durchzuführen, § 120 I S. 2 AktG. Aktivistische Aktionäre dürften diese Hürde oftmals nehmen, sodass zur Erhöhung der Erfolgsaussichten die gezielte Einzelentlastung missliebiger Verwaltungsmitglieder herbeigeführt werden kann, ohne dabei natürlich allein die Entlastung verhindern zu können[978].

(dd) Votum über die Vergütung der Vorstandsmitglieder, § 120 IV AktG

Obschon die Vergütung des Vorstands gem. § 87 AktG in die Kompetenz des Aufsichtsrats fällt, wurde durch das VorstAG mit § 120 IV AktG die Möglichkeit geschaffen, dass die Hauptversammlung über die Billigung

973 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 120 AktG Rn. 4; *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 1; laut *Vollhard/Weber*, NZG 2003, 351 gibt es praktisch keine Fragen, die im Rahmen der Entlastung nicht gestellt werden dürfen; deshalb wird der Tagesordnungspunkt auch genutzt, um die engen Begrenzungen des Auskunftsrechts nach § 131 I AktG zu umgehen, *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 2; zum Auskunftsrecht unter § 4 D I 1. a) aa) (3).

974 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 195.

975 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 120 AktG Rn. 4; *Drinhausen,* in: Hölters, § 120 AktG Rn. 5; *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 1.

976 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 2; *Drinhausen,* in: Hölters, § 120 AktG Rn. 5; *Lutter*, Der Aktionär in der Marktwirtschaft, S. 21; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 2; *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 1; „psychologische Waffe"; *Kiethe*, NZG 2006, 888.

977 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 116.

978 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 302; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 82.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

des Vergütungssystems des Vorstands beschließen kann[979]. Die Beschlussfassung umfasst nur das System der Vergütung, also deren allgemeine Grundsätze, vor allem das Verhältnis von fixer und variabler Vergütung sowie die Maßstäbe, die letzter zugrunde liegen[980], nicht hingegen konkrete Beträge[981]. An den Beschluss sind keine Rechtsfolgen geknüpft, insbesondere entbindet er den Aufsichtsrat nicht von seinen Verpflichtungen nach § 87 AktG, § 120 IV S. 2 AktG[982]. Vielmehr soll die Öffentlichkeitswirkung den Aufsichtsrat zu besonderer Gewissenhaftigkeit bei Wahrnehmung der Pflichten aus § 87 AktG anhalten[983]. Insofern ist eine klare Parallele zur ebenfalls auf die rechtstatsächliche Wirkung der Entlastung abstellenden § 120 II AktG zu erkennen[984]. Folglich besteht durch das Votum über die Vergütung der Vorstandsmitglieder nach geltendem Recht keine unmittelbare Möglichkeit der Hauptversammlung die Bezüge der Vorstände zu bestimmen. Wie auch die Entlastung bietet die Abstimmung nach § 120 IV AktG jedoch die Möglichkeit Druck auf die Verwaltung auszuüben. Die Bedeutung des Vergütungsvotums wird durch die Umsetzung der Art. 9a und 9b ARL II in § 120a i.d.F. des Referentenentwurfs zur Umsetzung der ARL II eine Steigerung erfahren[985].

(b) Strukturentscheidungen

Das Gesetz weist in das Mitgliedschaftsrecht der Aktionäre eingreifende Strukturentscheidungen der Kompetenz der Hauptversammlung zu. Es handelt sich dabei um unmittelbare Änderungen der Rechte des Aktionärs, wie auch um Eingriffe in die Gesellschafts- und Vermögensstruktur.[986] Die der Hauptversammlung deshalb zugewiesenen Entscheidungen können aktivistische Aktionäre in zweierlei Richtung nutzen: Viele Struk-

979 *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 52; *Liebscher,* in: Henssler/Strohn, § 120 AktG Rn. 12; zum Ganzen *Begemann/Laue*, BB 2009, 2442ff.

980 *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 53; *Fleischer*, NZG 2009, 801, 805; *Herrler,* in: Grigoleit, § 120 AktG Rn. 25.

981 *Liebscher,* in: Henssler/Strohn, § 120 AktG Rn. 13.

982 *Bosse*, BB 2009, 1650, 1653; *Liebscher,* in: Henssler/Strohn, § 120 AktG Rn. 15.

983 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 20; *Fleischer*, NZG 2009, 801, 805; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 45; *Begemann/Laue*, BB 2009, 2442, 2445.

984 *Fleischer*, NZG 2009, 801, 805; *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 52.

985 Zu Änderungen im Bereich „Say-On-Pay" durch die ARL II siehe unter § 5 B. I. 3.

986 *Binge/Thölke*, in: Schüppen/Schaub, Münchener Anwalts-HdB AktR, § 25 Rn. 34.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

turmaßnahmen bedürfen zwingend des Beschlusses einer Dreiviertelmehrheit des vertretenen Grundkapitals[987]. Die Hürde einer Sperrminorität ist hierdurch erheblich gesenkt, wodurch es aktivistischen Aktionären leichter fällt, vom Vorstand geplante Strukturentscheidungen zu verhindern bzw. dessen dahingehenden Entscheidungsspielraum einzuschränken[988]. Weiterhin steht der Hauptversammlung die Möglichkeit offen, selbst Strukturentscheidungen zu initiieren[989]. Auf Beschluss der Hauptversammlung hin[990] ist der Vorstand dazu verpflichtet, Maßnahmen, die in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, vorzubereiten, § 83 I S. 1 AktG. Gleiches gilt für Verträge, die der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen, § 83 I S. 2 AktG. Somit können aktivistische Aktionäre die Strukturentscheidungen nicht nur verhindern, sondern selbst den Vorstand zu ihrer Vorbereitung verpflichten[991].

(aa) Satzungsändernde Beschlüsse, §§ 119 I Nr. 5, 179 I AktG

Jede Satzungsänderung bedarf eines Beschlusses der Hauptversammlung, § 179 I AktG[992]. Nach der gesetzlichen Konzeption bedarf es für eine Satzungsänderung einer Mehrheit von drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals, § 179 II S. 1 AktG. Die Satzung kann jedoch mit Ausnahme der Än-

987 Kapitalherabsetzungsbeschluss, § 222 AktG; Schaffung von genehmigtem Kapital, § 202 II S. 2 AktG, nach der gesetzlichen Konzeption Satzungsänderungen, § 179 II S. 1 AktG, Beschlüsse nach dem UmwG, vgl. etwa § 65 I UmwG; Unternehmensverträge, § 293 II AktG, Beschlüsse über ungeschriebene Hauptversammlungskonsequenzen.

988 So im Ergebnis auch *Heuser*, Shareholder Activism, S. 86.

989 Das Initiativrecht der Hauptversammlung ist selbstverständlich nicht auf unter den nicht rechtsverbindlichen Begriff der Strukturentscheidung gefasste Beschlussgegenstände begrenzt, sondern besteht für alle Maßnahmen, für die die Hauptversammlung zuständig ist, vgl. § 83 I S. 1 AktG.

990 *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 83 Rn. 12; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 83 AktG Rn. 2.

991 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 85; gewisse Hauptversammlungszuständigkeiten bedürfen der Vorbereitung, etwa der Abschluss eines Unternehmensvertrages. Könnte die Hauptversammlung den Vorstand nicht zu ihrer Vorbereitung anhalten, drohten die ihr zugewiesenen Kompetenzen leerzulaufen, *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 83 AktG Rn. 1; zu den Maßnahmen und Verträgen, die die Hauptversammlung im Einzelnen vorbereiten lassen kann vgl. *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 83 Rn. 6ff; *Weber*, in: Hölters, § 83 AktG Rn. 3f.

992 In Ausnahmefällen kann die Hauptversammlung diese Kompetenz delegieren, siehe hierzu *Holzborn,* in: Spindler/Stilz, § 179 AktG Rn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

derung des Unternehmensgegenstandes die einfache Mehrheit vorsehen, § 179 II S. 2 AktG[993].

(bb) Kapitalerhöhung und -herabsetzung, §§ 119 I Nr. 6, 182ff, 222ff AktG

Beschlüsse über Kapitalerhöhung und -herabsetzung sind ebenfalls Satzungsänderungen, da die Höhe des Grundkapitals zwingender Satzungsbestandteil ist, vgl. § 23 III Nr. 3 AktG[994]. Von Interesse für aktivistische Aktionäre kann eine Kapitalherabsetzung sein, da der Gesellschaft durch die Verringerung des Grundkapitals ein Buchgewinn entsteht[995]. Dieser kann bei entsprechendem Zweck der Kapitalherabsetzung (§ 222 III AktG) an die Aktionäre ausgekehrt werden[996], wodurch die Aktionäre einen kurzfristigen Gewinn erzielen können[997].

Einem aktivistischen Aktionär kann aber auch daran gelegen sein eine Übernahme einer anderen Gesellschaft dadurch zu verhindern, dass er gegen eine hierfür vom Vorstand geplante Kapitalerhöhung stimmt[998]. Grundform der Kapitalerhöhung ist die ordentliche Erhöhung des Grundkapitals gegen Einlagen gem. § 182 I AktG[999]. In der Praxis überwiegt hingegen die Kapitalerhöhung gegen Einlagen aufgrund genehmigten Kapitals, § 202ff AktG[1000]. Hierbei wird der Vorstand ermächtigt, unter von der Hauptversammlung festgesetzten Bedingungen zu einem dem Vorstand günstig erscheinenden Zeitpunkt das Eigenkapital durch Ausgabe neuer

993 Eine solche Herabsetzung der Mehrheitserfordernisse ist in Publikumsgesellschaften gängig, *Austmann,* in: Münch Hdb GesR-IV, § 40 Rn. 80.
994 *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 119 AktG Rn. 7.
995 *Galla*, in: Henssler/Strohn, § 222 AktG Rn. 3; *Rieder*, in: Grigoleit, § 240 AktG Rn. 3.
996 *Haberstock/Greitemann*, in: Hölters, § 222 AktG Rn. 2; *Oechsler,* in: MüKo-AktG, § 222 Rn. 6.
997 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 213.
998 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 216.
999 *Servatius,* in: Spindler/Stilz, § 182 AktG Rn. 1; *Schürnbrand,* in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 1.
1000 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 202 AktG Rn. 2; *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, § 202 AktG Rn. 26; empirische Werte bei *Wamser,* in: Spindler/Stilz, § 202 AktG Rn. 20ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Aktien zu erhöhen[1001]. Der Vorstand kann dadurch flexibel und bei passender Marktlage rasch agieren, um der Gesellschaft zum richtigen Zeitpunkt und im richtigen Umfang neues Grundkapital zuzuführen[1002]. Für die Schaffung genehmigten Kapitals ist ein Beschluss von drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals erforderlich, § 202 II S. 2 AktG[1003].

(cc) Umwandlungsrecht

Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz bedürfen grundsätzlich der Zustimmung der Hauptversammlungen der beteiligten Gesellschaften[1004]. Der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen Verträge über Verschmelzung, § 13 I UmwG, Spaltung, §§ 123, 125 i.V.m. § 13 I UmwG, Vollübertragung, § 176 i.V.m. § 13 I UmwG und Formwechsel, § 193 I UmwG. Zumeist ist dabei eine Mehrheit von Dreivierteln des vertretenen Grundkapitals erforderlich[1005].

(dd) Eingliederung

Die Eingliederung einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft wird nur wirksam, wenn die Hauptversammlung der künftigen Hauptgesellschaft zustimmt, § 319 II AktG. Zwar kommt es hierbei zu keiner Veränderung der Anteilsverhältnisse, die Zustimmung der Hauptversammlung wird jedoch mit der Übernahme des wirtschaftlichen Risikos eines anderen Rechtsträgers begründet[1006]. Bei einer Mehrheitseingliederung ist eine Zustimmung der künftigen Hauptgesellschaft ohnehin erforderlich, da es

1001 *Wamser,* in: Spindler/Stilz, § 202 AktG Rn. 1; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, § 202 AktG Rn. 1.

1002 *Wamser,* in: Spindler/Stilz, § 202 AktG Rn. 3; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, § 202 AktG Rn. 2; *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, § 202 AktG Rn. 1f.

1003 Die Satzung kann eine größere Kapitalmehrheit sowie weitere Erfordernisse bestimmen, § 202 II S. 3 AktG. Eine geringere Kapitalmehrheit hingegen kann nicht bestimmt werden, *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 202 AktG Rn. 9.

1004 *Drygala,* in: Lutter/Vetter/Bayer, § 13 Rn. 2f; Maulbetsch/Klumpp/Rose, § 13 Rn. 6; eine Ausnahme zum Zustimmungserfordernis stellt § 62 I UmwG dar, nach dem ein Beschluss der übernehmenden Hauptversammlung nicht erforderlich ist, wenn sich bereits 90 % des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft in der Hand der übernehmenden Gesellschaft befinden, *Diekmann,* in: Semler/Stengel, § 62 Rn. 1.

1005 Vgl. die für die Aktiengesellschaft etwa §§ 65 I, 73, 78 UmwG.

1006 *Binge/Thölke,* in: Schüppen/Schaub, Münchener Anwalts-HdB AktR, § 25 Rn. 40; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 319 AktG Rn. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

aufgrund von § 320b I S. 2 AktG zu einer Änderung der Anteilsverhältnisse kommt[1007].

(ee) Unternehmensverträge

Der Zustimmung der Hauptversammlung unterliegt auch der Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen[1008]. Sowohl für den Beschluss der Hauptversammlung der verpflichteten Gesellschaft, vgl. § 293 I AktG, wie auch den der herrschenden Gesellschaft, vgl. § 293 II AktG, ist eine Mehrheit von Dreiviertel des vertretenen Grundkapitals erforderlich.

(ff) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen

Von Maßnahmen der Geschäftsführung ist die Hauptversammlung ausgeschlossen, es sei denn der Vorstand verlangt von ihr einen Beschluss hierüber, § 119 II AktG. Obschon diese Kompetenzverteilung des Aktiengesetzes zwingend ist, werden die Beschlusskompetenzen der Hauptversammlung nicht als abschließend angesehen[1009]. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs gibt es grundlegende Entscheidungen, die zwar Geschäftsführungsmaßnahmen sind, aber dennoch der Hauptversammlung zur Entscheidung vorgelegt werden müssen, sog. ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen[1010]. Als Ergebnis einer offenen Rechtsfortbildung kann eine ungeschriebene Hauptversammlungskonsequenz nur ausnahmsweise ausgelöst werden, wenn eine Geschäftsführungsmaßnahme so tief in das Mitgliedschaftsrecht der Aktionäre eingreift, dass sie einer Sat-

1007 *Binge/Thölke*, in: Schüppen/Schaub, Münchener Anwalts-HdB AktR, § 25 Rn. 40.

1008 *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 293 AktG Rn. 23, 36.

1009 Siehe nur *Herrler*, in: Grigoleit, § 119 AktG Rn. 18.

1010 BGH, Urteil v. 25.2.1982, II ZR 174/80 = BGH NJW 1982, 1703, 1705 – *Holzmüller*; BGH, Urteil v. 26.4.2004 – II ZR 154/02 = BGH NZG 2004, 571 – *Gelatine I*; BGH, Urteil v. 26.4.2004 – II ZR 155/02 = BGH NZG 2004, 575 – *Gelatine II;* zum Ganzen *Fleischer*, NJW 2004, 2335ff; *Drinhausen*, in: Hölters, § 119 AktG Rn. 16ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zungsänderung nahekommen[1011]. In diesen Fällen bedarf es eines Beschlusses einer Mehrheit von drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals[1012]. Unstrittig wird eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz ausgelöst bei der Ausgliederung eines Betriebsteils[1013] und bei Übertragung einer unmittelbar gehaltenen Beteiligung auf eine Tochtergesellschaft, sog. Verenkelung[1014]. Welche Konstellationen im Einzelnen eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz begründen und unter welchen Voraussetzungen, wird jedoch bis heute kontrovers diskutiert[1015].

(c) Sonstige relevante Beschlussgegenstände

(aa) Gewinnverwendung, §§ 119 I Nr. 2, 174 I AktG

Eminente Bedeutung kommt dem Beschluss über die Gewinnverwendung für Aktionäre zu, die an einer maximalen Ausschüttung interessiert sind[1016]. Die Aktionäre haben nämlich grundsätzlich einen Anspruch auf Verteilung des Bilanzgewinns, § 58 IV S. 1 AktG. Dem Dividendenanspruch ist die ordnungsgemäße Feststellung des Jahresabschlusses vorgelagert, vgl. §§ 172, 173 AktG. Durch Beschluss über die Gewinnverwendung gem. §§ 119 I Nr. 2, 174 I AktG entsteht alsdann der Anspruch des einzelnen Aktionärs auf Auszahlung seines Anteils am Bilanzgewinn[1017]. Beim Beschluss über die Verwendung des Bilanzgewinns ist die Hauptversammlung frei und insbesondere unabhängig vom Gewinnverwendungsvor-

1011 Vgl. statt vieler nur *Liebscher,* in: Henssler/Strohn, § 119 AktG Rn. 12f; *Kubis,* in: MüKo-AktG § 119 Rn. 32ff; *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 220ff.

1012 BGH NZG 2004, 571 – *Gelatine,* Leitsatz; zustimmend *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 119 AktG Rn. 29; *Krieger*, in: Münch Hdb GesR-IV, § 70 Rn. 14.

1013 BGH NJW 1982, 1703ff – *Holzmüller*.

1014 BGH NZG 2004, 571ff – *Gelatine.*

1015 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 119 Rn. 20ff; *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 21; *Herrler,* in: Grigoleit, § 119 AktG Rn. 21ff; zu den einzelnen Konstellationen *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 65ff.

1016 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 84; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 205; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 628.

1017 BGH, Urteil v. 12.1.1998 – II ZR 82-93 (Köln) = NJW 1998, 1559; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 174 AktG Rn. 4; *Euler/Klein*, in: Spindler/Stilz, § 174 AktG Rn. 25.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schlag der Verwaltung nach § 170 II AktG[1018]. Gebunden ist sie jedoch an den festgestellten Jahresabschluss, § 174 I S. 2 AktG. Bei Feststellung des Jahresabschlusses besteht für Vorstand und Aufsichtsrat wiederum die Möglichkeit, bis zur Hälfte des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen einzustellen und ihn damit der Entscheidung der Hauptversammlung über den Bilanzgewinn zu entziehen, § 58 II S. 1 AktG[1019].

Beim Beschluss über die Gewinnverwendung ist die Hauptversammlung mithin nicht an den Vorschlag des Vorstands gebunden. Dennoch kann es im Interesse aktivistischer Aktionäre sein, bereits den Vorstand dazu zu bringen, von sich aus eine höhere Ausschüttung vorzuschlagen[1020], also einen möglichst geringen Anteil am Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einzustellen. Weiterhin können Aktionäre auch eine Sonderdividende anstreben, also eine Ausschüttung, die durch Bilanzgestaltung über den im Geschäftsjahr erwirtschafteten, operativen Gewinn hinausgeht[1021].

(bb) Bestellung der Sonderprüfer, § 142 AktG

Zur Überprüfung von Vorgängen der Geschäftsführung kann die Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit einen Sonderprüfer bestellen, § 142 I S. 1 Var. 2 AktG. Wird ein solcher Antrag abgelehnt, so ist die gerichtliche Bestellung eines Sonderprüfers auf Antrag von Aktionären, die über eine Beteiligung in Höhe von einem Prozent am oder einem Grundkapital von mindestens 100.000 € an der Gesellschaft beteiligt sind, vorzunehmen, wenn Tatsachen vorliegen, die den Verdacht rechtfertigen, dass es zu einer groben Verletzung von Gesetz oder Satzung bzw. unredlichem Verhalten gekommen ist, § 142 II S. 1 AktG. Eine Beteiligungshöhe von mindestens

1018 *Grigoleit/Zellner,* in: Grigoleit, § 58 AktG Rn. 25; *Berberich/Haaf,* in: Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG, § 11 Rn. 27.

1019 Siehe dazu *Waclawik*, in: Hölters, § 58 AktG Rn. 11ff; *Bayer,* in: MüKo-AktG, § 58 Rn. 38ff; *Schnorbus/Plassmann*, ZGR 2015, 446, 450; der Jahresabschluss kann gem. §§ 172, 173 I AktG auch von der Hauptversammlung festgestellt werden, wenn Vorstand und Aufsichtsrat sich nicht einig werden, dies ist aber nicht die Regel.

1020 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 207.

1021 *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 207ff; ausführlich *Schnorbus/Plassmann*, ZGR 2015, 446ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

100.000 € dürften aktivistische Aktionäre zumeist erreichen[1022]. Die Sonderprüfung kann deshalb allein initiiert werden und stellt mithin ein besonders taugliches Druckmittel dar[1023]. Insbesondere dient die Sonderprüfung der Vorbereitung der Geltendmachung von Ersatzansprüchen nach §§ 147, 148 AktG[1024], weshalb bereits ihre Ankündigung ausreichend ist, um Vorstand und Aufsichtsrat erheblich unter Druck zu setzen[1025].

(cc) Geltendmachung von Ersatzansprüchen, §§ 147, 148 AktG

Ersatzansprüche gegen Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats müssen geltend gemacht werden, wenn es die Hauptversammlung mit einfacher Stimmmehrheit beschließt, § 147 I S. 1 AktG. Ein Druckmittel gegenüber der Verwaltung stellt dabei die Bestellung eines besonderen Vertreters gem. § 147 II S. 1 AktG dar[1026], der über Einsichts- und Auskunftsrechte verfügt[1027]. Unter den Voraussetzungen des § 148 I AktG können Aktionäre, deren Anteile zusammen ein Prozent des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von 100.000 € erreichen, beantragen, die in § 147 I S. 1 AktG bezeichneten Ansprüche in eigenem Namen geltend zu machen.

1022 *Wilsing/Ogorek*, GWR 2009, 75f.

1023 *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 692; *Duve/Basak*, BB 2006, 1345, 1346; *Jänig*, BB 2005, 949; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 83f. Dies zeigt sich auch an der gestiegenen Anzahl an Anträgen auf Sonderprüfung, hierzu *Müller-Michaels/Wingerter*, AG 2010, 903.

1024 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 142 AktG Rn. 1; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, § 142 AktG Rn. 1; *Bork*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 743, 744.

1025 *Wilsing/Ogorek*, GWR 2009, 75, 76; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 228.

1026 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 229f; *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 692; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 83; *Bayer*, AG 2016, 637, 642ff mit Blick auf eine drohende Missbrauchsgefahr.

1027 Diese Rechte des besonderen Vertreters sind eine Annexkompetenz zur Geltendmachung der Ersatzansprüche und dadurch durch diese begrenzt, *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 147 Rn. 70; zu den Befugnissen im Einzelnen *Mock*, AG 2008, 839ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(2) Beschlussantragsrecht

Neben dem Stimmrecht kann sich der aktivistische Aktionär auch des formellen Instruments des Beschlussantragsrechts bedienen[1028]. Jedem Aktionär steht das Recht zu, zu Gegenständen der Tagesordnung in der Hauptversammlung Gegenanträge zu stellen oder Gegenwahlvorschläge einzubringen[1029]. Das Gegenantragsrecht bietet dem Aktionär die Möglichkeit, nicht nur einen Beschlussvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat abzulehnen, sondern zudem zum Gegenstand der Tagesordnung einen eigenen Beschlussantrag einzubringen, um von den Beschlussvorschlägen der Verwaltung abweichende Ziele zu verfolgen[1030]. Unter den Voraussetzungen der §§ 126, 127 AktG sind solche Anträge samt Begründung vor der Hauptversammlung von der Gesellschaft den nach § 125 I – III AktG Berechtigten zugänglich zu machen. Hierdurch kann der aktivistische Aktionär frühzeitig seine Opposition erkennbar machen, für sie werben, und somit anderen Anlegern die Chance eröffnen, ihr geplantes Abstimmungsverhalten zu überdenken[1031].

(3) Auskunftsrecht, § 131 AktG

Das Auskunftsrecht aus § 131 AktG steht in gedanklichem Zusammenhang mit § 118 I AktG und hat den Zweck den Aktionär mit den Informationen zu versorgen, die er für eine sinnvolle Ausübung seiner Rechte, die ihm in und auf die Hauptversammlung bezogen zustehen[1032]. So ist jedem Aktionär auf Verlangen in der Hauptversammlung vom Vorstand Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben, soweit sie zur sachgemäßen Beurteilung der Tagesordnung erforderlich ist, § 131 I S. 1 AktG.

1028 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 86; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 118.

1029 *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 118 AktG Rn. 12; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 41; zum allgemeinen Beschlussantragsrecht, *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 129ff.

1030 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 132.

1031 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 132f; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 118; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 126 Rn. 1.

1032 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 1; *Drinhausen,* in: Hölters, § 131 AktG Rn. 1; *Herrler,* in: Grigoleit, § 131 AktG Rn. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Dies ermöglicht es dem Aktionär, dem Vorstand Fragen zu stellen[1033] und darauf eine entsprechende Auskunft zu erhalten[1034]. Für aktivistische Aktionäre kann es von Interesse sein, für sie relevante Unternehmensdaten zu erfragen[1035]. Bedeutsam ist überdies das Rederecht, das als Ausfluss des Teilnahmerechts allgemein anerkannt ist[1036]. Hierdurch können sich Aktionäre durch Wortmeldungen in der Hauptversammlung zu Themen der Tagesordnung Gehör verschaffen[1037]. Rede- und Fragerecht bieten aktivistischen Aktionären mithin die Möglichkeit und das Gehör, den Vorstand auf der Hauptversammlung mit Fragen zu konfrontieren, Kritik zu üben und bei anderen Aktionären für ihre Vorstellungen hinsichtlich der Unternehmenspolitik zu werben[1038].

bb) Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung

Im Vorfeld der Hauptversammlung stehen dem Aktionär neben der Möglichkeit nach §§ 126, 127 AktG die Gesellschaft dazu zu verpflichten, Gegenanträge vorab bekanntzugeben, die Minderheitenrechte des § 122 AktG zur Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung und zur Ergänzung der Tagesordnung zur Verfügung[1039].

1033 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 9; *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 131 Rn. 24ff.
1034 *Drinhausen*, in: Hölters, § 131 AktG Rn. 22.
1035 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 302; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 87.
1036 *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 75; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 118 AktG Rn. 25.
1037 *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 75; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 118 AktG Rn. 26.
1038 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 302; *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 692; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 227; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 227.
1039 Aus Perspektive des Minderheitenschutzes ist § 126 AktG der „kleine Bruder" des § 122 AktG, so *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 126 Rn. 1; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 132.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(1) Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, § 122 I AktG

Nach § 122 I AktG ist eine außerordentliche Hauptversammlung auf schriftlichen, an den Vorstand gerichteten Antrag von Aktionären, die fünf Prozent des Grundkapitals auf sich vereinen, einzuberufen, wobei im Antrag Zweck und Grund der Einberufung zu nennen sind. Der Grund des Antrags wird zumeist darin liegen, dass zur Befassung mit der im Antrag angegebenen Thematik bis zur nächsten Hauptversammlung nicht abgewartet werden könne[1040]; der Zweck des Antrags kann durch Mitteilung der gewünschten Tagesordnung erfolgen[1041]. Der Vorstand hat dem Antrag sodann unverzüglich und vollumfänglich stattzugeben[1042], es sei denn, der Antrag ist rechtsmissbräuchlich oder die Hauptversammlung für den Beschlussgegenstand nach der zwingenden Kompetenzverteilung des Aktiengesetzes nicht zuständig[1043]. Die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung werden aktivistische Aktionäre anstrengen, wenn die nächste ordentliche Hauptversammlung erst in entfernter Zukunft ansteht und sie eine zügige Intervention für erforderlich halten[1044]. Als Beschlussgegenstände kommt etwa die Abwahl von Mitgliedern des Aufsichtsrats oder der Entzug des Vertrauens gegenüber dem Vorstand in Betracht[1045].

(2) Ergänzung der Tagesordnung, § 122 II AktG

In gleicher Weise können Aktionäre, deren Anteile zusammen fünf Prozent des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von 500.000 € erreichen, verlangen, dass Gegenstände auf die Tagesordnung gesetzt

1040 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 122 AktG Rn. 19; *Herrler*, in: Grigoleit, § 122 AktG Rn. 6.

1041 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 122 Rn. 13; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 122 AktG Rn. 19; *Herrler*, in: Grigoleit, § 122 AktG Rn. 6.

1042 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 122 AktG Rn. 27; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 122 AktG Rn. 7; *Halberkamp/Gierke*, NZG 2004, 494, 499; in der Regel wird eine Prüfungsfrist des Vorstands von zwei Wochen angemessen sein, vgl. *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 122 AktG Rn. 29.

1043 *Herrler*, in: Grigoleit, § 122 AktG Rn. 8; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 122 AktG Rn. 22.

1044 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 87f; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 121.

1045 So *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 691; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 88.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

und bekanntgegeben werden, § 122 II S. 1 AktG. Durch den Antrag auf Ergänzung der Tagesordnung können aktivistische Aktionäre zwar keine Durchsetzung ihrer Ziele erwirken, wohl aber eine Beschlussfassung der Hauptversammlung zu den von ihnen verfolgten Themen und damit eine mögliche Willensbeeinflussung der anderen Aktionäre herbeiführen[1046].

cc) Rechte außerhalb der Hauptversammlung

Weiterhin stehen Aktionären Rechte außerhalb der Hauptversammlung zu. Zu nennen sind insbesondere die Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen nach §§ 241ff AktG und der Antrag auf Bestellung des Aufsichtsrats durch das Gericht, § 104 AktG.

(1) Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, §§ 241ff AktG

Ein bedeutendes Recht außerhalb der Hauptversammlung stellt das Recht zur Erhebung von Anfechtungsklagen nach §§ 243, 245 AktG und Nichtigkeitsklagen nach §§ 241, 249 AktG dar. Sie ermöglichen die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Hauptversammlung[1047]. Für aktivistische Aktionäre ist die Klageerhebung als Druckmittel besonders geeignet bei dringlichen Maßnahmen, die zur Entfaltung ihrer Rechtswirkung[1048] der Eintragung ins Handelsregister bedürfen[1049]. Aufgrund förmlicher oder faktischer Registersperren kommen Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen

1046 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 122 Rn. 1; *Drinhausen,* in: Hölters, § 122 AktG Rn. 1; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 122 AktG Rn. 1; eine Aufzählung typischer Beschlussgegenstände, die von aktivistischen Aktionären auf die Tagesordnung gesetzt werden, findet sich bei *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 52.

1047 *Würthwein,* in: Spindler/Stilz, § 243 AktG Rn. 3.

1048 *Heuser* nennt hierfür insbesondere Beschlüsse über Kapitalmaßnahmen oder sonstige Satzungsänderungen, Unternehmensverträge, Eingliederungen, den Ausschluss von Minderheitsaktionären und Umwandlungsvorgänge, *Heuser*, Shareholder Activism, S. 87 Fn. 360.

1049 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 123f; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 87; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 224; im Einzelnen dazu *Dörr*, in: Spindler/Stilz, § 245 AktG Rn. 68ff; *Ehmann,* in: Grigoleit, § 245 AktG Rn. 26ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ein erheblicher Lästigkeitswert zu[1050]. Hierdurch bietet sich Aktionären ein „Erpressungspotential" gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat[1051]. Aktivistische Aktionäre können ein solches Vorgehen nutzen, um die Verwaltung zu Änderungen der Unternehmenspolitik im Gegenzug zur Rücknahme der Klage zu bewegen[1052]. Ein weiteres Druckmittel bieten Anfechtungsklagen gegen Beschlüsse auf Entlastung von Mitgliedern von Vorstand und Aufsichtsrat oder Klagen auf Feststellung der Nichtigkeit des Jahresabschlusses nach §§ 249, 256 AktG[1053]. Zumeist werden aktivistische Aktionäre jedoch versuchen proaktiv auf die Beschlussfassung durch Ausübung von Stimm-, Rede-, Frage- und Antragsrecht zu nehmen, anstatt auf die nachträgliche Anfechtung zu setzen[1054]. Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen dürften von aktivistischen Aktionären somit in Abgrenzung zu Berufsklägern[1055] zumeist nur zur Unterstützung von Kampagnen und zur Erhöhung des Drucks auf Vorstand und Aufsichtsrat eingesetzt werden[1056].

(2) Bestellung des Aufsichtsrats durch das Gericht, § 104 AktG

Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrats fallen gem. §§ 119 I Nr. 1, 101, 103 AktG in die Zuständigkeit der Hauptversammlung. Für aktivistische Aktionäre besteht durch die Regelung des § 104 AktG darüber hinaus die Möglichkeit auch außerhalb der Hauptversammlung auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrats Einfluss zu nehmen[1057]. Gehört dem Aufsichtsrat nicht die zur Beschlussfähigkeit erforderliche Anzahl von

1050 *Ehmann,* in: Grigoleit, § 245 AktG Rn. 26; zur Eingrenzung dieser Problematik durch Einführung des § 246a AktG *Englisch,* in: Hölters, § 246a AktG Rn. 1ff; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 246a AktG Rn. 1f.

1051 *Drescher,* in: Henssler/Strohn, § 246a AktG Rn. 1.

1052 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 124.

1053 *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 693; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 89f.

1054 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 225f.

1055 Berufskläger, auch räuberische Aktionäre genannt, versuchen auf der Hauptversammlung durch Fragen Fehler der Verwaltung zu provozieren, um sodann ergangene Beschlüsse anzufechten und sich die Rücknahme der Klage im Anschluss von der Gesellschaft vergüten zu lassen, siehe dazu *Kiethe*, NZG 2004, 489ff; *Habersack/Stilz*, ZGR 2010, 710ff; *Poelzig/Meixner*, AG 2008, 196, 197ff.

1056 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 225f.

1057 *Schaefer*, NZG 2007, 900, 902; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 90; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 124f; *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 896.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Mitgliedern an oder ist der Aufsichtsrat mehr als drei Monate unterbesetzt, so kann jeder Aktionär bei Gericht einen Antrag auf Ergänzung des Aufsichtsrats stellen, vgl. § 104 I, II AktG. Ein Aktionär, der über entsprechenden Anteilsbesitz und daher entsprechende Druckmittel verfügt, kann also die Strategie verfolgen, zunächst ein Aufsichtsratsmitglied zum Rücktritt von seinem Amt zu bewegen, um im zweiten Schritt selbst einen Antrag auf gerichtliche Ersatzbestellung zu stellen oder den Vorstand zu veranlassen, einen solchen Antrag bei Gericht einzureichen[1058]. Bei der Ersatzbestellung ist das Gericht zwar nicht an den Vorschlag des Antragsstellers gebunden[1059], wird in der Regel aber der Empfehlung des Vorstands folgen[1060]. Diese Vorgehensweise bietet dem aktivistischen Aktionär mehrere Vorteile: Gegenüber der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung zur Neubesetzung von Aufsichtsratssitzen ist die gerichtliche Bestellung kostengünstiger und mit geringerem Zeitaufwand verbunden[1061]. Ebenso entfällt ein mögliches Anfechtungsrisiko[1062]. Wird zudem keine befristete Ersatzbestellung bei Gericht beantragt, bleibt das gerichtlich bestellte Mitglied im Aufsichtsrat, bis der Mangel behoben ist, § 104 VI AktG, also bis ein neues Mitglied gewählt und bestellt wird, da die Amtszeit des ersatzbestellten Mitglieds endet[1063]. Hierdurch kann die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern durch die Hauptversammlung langfristig umgangen bzw. deren Kompetenz hierzu ausgehöhlt werden[1064]. Aufgrund der mangelnden Transparenz kann sogar jegliche Diskussion über den Wechsel im Aufsichtsrat vermieden werden[1065]. Die große praktische Bedeutung der Ersatzbestellung ist mithin leicht nachvollziehbar[1066].

1058 *Schaefer*, NZG 2007, 900, 902; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 90; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 124f.

1059 *Hoffmann-Becking,* in: Münch Hdb GesR-IV, § 30 Rn. 64; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 104 Rn. 31.

1060 *Schaefer*, NZG 2007, 900, 902.

1061 *Beyer*, NZG 2014, 61; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 104 Rn. 2.

1062 *Beyer*, NZG 2014, 61.

1063 *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 104 AktG Rn. 48; zu weiteren Möglichkeiten den Mangel zu beheben *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 104 AktG Rn. 16.

1064 *Simons,* in: Hölters, § 104 AktG Rn. 5; *Vetter*, BB 2005, 1689, 1692.

1065 *Vetter*, BB 2005, 1689, 1692 Rn. 35; um die Transparenz zu stärken und einem Missbrauch der gerichtlichen Ersatzbestellung vorzubeugen sieht der DCGK in Ziff. 5.4.3 S. 2 vor, dass der Antrag befristet sein soll, *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 104 Rn. 8.

1066 *Simons,* in: Hölters, § 104 AktG Rn. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Informelle Einflussnahme

Neben den formellen Einflussinstrumenten, die das verbandsrechtliche System der Aktiengesellschaft vorsieht, bieten sich aktivistischen Aktionären zudem weitere, informelle Mittel, um Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft zu nehmen.

aa) Informeller Kontakt zur Verwaltung

Es kann im Interesse des Aktionärs, wie umgekehrt auch im Interesse von Vorstand und Aufsichtsrat sein, miteinander außerhalb der Hauptversammlung in Kontakt zu treten[1067]. Auf Seiten der Gesellschaft bieten sich für den Aktionär verschiedene Gesprächspartner: Zumeist unterhalten börsennotierte Gesellschaften Investor-Relations-Abteilungen, die mit den Bedürfnissen und Interessen aktivistischer Aktionäre vertraut und in der Lage sind, die Aktionäre mit den wichtigsten Informationen über die Gesellschaft zu versorgen[1068]. Oftmals wird dem aktivistischen Aktionär aber nicht am Kontakt mit der Investor-Relations-Abteilung, sondern am direkten Austausch mit Vorstand oder Aufsichtsrat gelegen sein[1069]. Während die Mitarbeiter der Investor-Relations-Abteilung den Aktionär zwar mit Informationen ausstatten und Entscheidungen der Gesellschaft in gewissem Umfang erläutern können, sind sie nicht die Entscheidungsträger. Der direkte Austausch mit den Mitgliedern der Verwaltungsorgane ist Ziel des Aktionärs, der lenkend auf die Entwicklung der Unternehmenspolitik Einfluss nehmen will. Insbesondere im persönlichen Gespräch mit der Unternehmensleitung bietet sich die Möglichkeit, Entscheidungen zu hinterfragen, sie zu kritisieren oder eigene Impulse zur Unternehmensentwicklung

1067 *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050;*Schaefer*, NZG 2007, 900; *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 316; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 715; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 300; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 228; *Meyer-Landrut/Heuser*, AG 2011, R241.

1068 *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1051f; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 125f; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 277; zur Chance der Gesellschaft, selbst aktiv Kontakt zu Anlegern zu suchen siehe unter § 4 E. I. 1. c) bb).

1069 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 126; *Ganin*, Ariz. L. Rev. 56 (2014), 937, 940.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

beizusteuern[1070]. Im Gegensatz zur Ausübung der formellen Mittel bietet die informelle Kontaktaufnahme mehrere Vorteile: Zunächst ist sie im Vergleich zur Einleitung und Durchführung der formellen Maßnahmen kostengünstiger und weniger zeitintensiv[1071]. Zudem ist die Kontaktaufnahme in zeitlicher Hinsicht wesentlich flexibler, knüpfen die meisten formellen Aktionärsrechte doch an die Hauptversammlung an. Weiterhin bietet sich verstärkt die Möglichkeit, proaktiv auf die Weiterentwicklung einzuwirken, anstatt reaktiv den Beschlussvorschlägen von Vorstand und Aufsichtsrat auf der Hauptversammlung oder in deren Nachgang gerichtlich zu begegnen. Im informellen Gespräch kann der Aktionär einfacher und effektiver mit Forderungen und eigenen Initiativen an Vorstand und Aufsichtsrat[1072] durchdringen[1073]. Doch auch Vorstand und Aufsichtsrat profitieren: Sie erhalten die Chance für ihre Entscheidungen zu werben, den Aktionär zu überzeugen und generell die Stimmung der Aktionäre einzufangen und dadurch Rückschlüsse auf deren zu erwartendes Stimmverhalten zu ziehen[1074]. Auf diesem Wege lassen sich Differenzen unkomplizierter, etwa durch Kompromisse beilegen, ohne dass es zu einer öffentlichen Eskalation der Situation kommen muss[1075]. Dies ist nicht nur im Interesse des Aktionärs, der bei einem solchen Vorgehen Aufwand zu betreiben hat und damit weitere Kosten auf sich nehmen muss, sondern ebenso von Nutzen für die Verwaltungsmitglieder, die keinen öffentlichen Autoritätsverlust zu fürchten haben. Es ist davon auszugehen, dass regelmäßig er-

---

1070 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 107f; *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 693; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 228.

1071 *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 108; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 127.

1072 Zur Frage, ob Mitglieder des Aufsichtsrats und insbesondere der Aufsichtsratsvorsitzende nach der aktienrechtlichen Kompetenzordnung zur Kapitalmarktkommunikation befugt sind, siehe unter § 4 E. III. 1.

1073 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 277; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 715; *Meyer-Landrut/Heuser*, AG 2011, R241.

1074 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 277; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1052; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 231; *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 228; *Meyer-Landrut/Heuser*, AG 2011, R241.

1075 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 128.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

folgreich auf die Führung der Gesellschaft eingewirkt wird, ohne dass die Einflussnahme publik wird[1076]. Verwundern kann es insgesamt also keineswegs, dass die Aufnahme informellen Kontakts zwischen Aktionär und Unternehmensleitung sich in den letzten Jahren zunehmend großer Beliebtheit erfreut[1077].

bb) Öffentlichkeitswirksames Auftreten

Informelle Einflussnahme beschränkt sich jedoch nicht stets auf einen Austausch hinter geschlossenen Türen, der der Öffentlichkeit verborgen bleibt. Schafft es ein aktivistischer Aktionär nicht, die Unternehmensleitung auf diskretem Wege von seinen unternehmenspolitischen Plänen zu überzeugen oder verweigert sich diese einer Kontaktaufnahme, so werden gezielt Öffentlichkeitsmaßnahmen in Gang gesetzt[1078]. Unter Einschaltung der Medien wird versucht, möglichst viele Aktionäre zu erreichen und sie von der gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat kritischen Haltung zu überzeugen und ihre Unterstützung zu gewinnen[1079]. Durch solch öffentlichkeitswirksame Kampagnen lässt sich der Druck auf das Management erheblich erhöhen[1080]. Eine weitere Eskalationsstufe kann dabei die öffentliche Androhung der Ausübung von Minderheitsrechten sein, etwa die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung zur Abwahl von Aufsichtsratsmitgliedern oder zum Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand oder die geplante Durchführung einer Sonderprüfung[1081]. Öffentliches Vorgehen birgt aber auch das Risiko fallender Börsenkurse in sich[1082]. Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen werden auch deshalb nur als letztes Druckmittel eingesetzt, falls die Einflussnahme über persönlichen Kontakt erfolglos bleibt[1083]. Die Publikmachungen aktivistischer Aktionäre konzentrieren sich deshalb mittlerweile auf Manager, denen persönliche Unfä-

1076 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, 232.
1077 *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44; *Schreyögg/Unglaube*, AG 2013, 97, 110; *Redeke*, AG 2015, 253, 255.
1078 *Redeke*, AG 2015, 253, 256; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 300.
1079 *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 300; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 302; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1051.
1080 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 302; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1051.
1081 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 160.
1082 *Redeke*, AG 2015, 253, 256.
1083 *Schaefer*, NZG 2007, 900f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

higkeit, mangelnde Erfahrung, Vernachlässigung der Aktionärsinteressen oder Selbstherrlichkeit vorgeworfen wird[1084].

c) Zwischenergebnis

Aktivistischen Aktionären steht eine bunte Auswahl an Instrumenten zur Einflussnahme auf die Geschicke der Gesellschaft zur Verfügung. Die formellen Einflussmittel konzentrieren sich auf das Stimmrecht in der Hauptversammlung. Tiefgreifende unternehmerische Entscheidungen wie Satzungsänderungen, ausdrücklich Kapitalmaßnahmen oder Unternehmensverträge, oder auch die für Investoren sicherlich ebenso relevante Gewinnverwendung, bedürfen der Zustimmung der Hauptversammlung. Durch die personalpolitischen Beschlüsse, die Minderheitenrechte der Sonderprüfung oder der Geltendmachung von Ersatzansprüchen kann auf formellem Wege erheblicher Druck auf die Unternehmensleitung ausgeübt werden. Durch die Möglichkeit der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, das Beschlussgegenantragsrecht und insbesondere dem Recht auf Ergänzung der Tagesordnung können aktivistische Aktionäre eigene Themen in die Hauptversammlung einbringen und das Management vor sich hertreiben. Komplettiert wird der formelle Einfluss durch die Mittel außerhalb der Hauptversammlung, wobei Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen neben der ihnen innewohnenden Kontrollfunktion ein hoher Lästigkeitswert zukommt. Die gerichtliche Ersatzbestellung von Aufsichtsratsmitgliedern spannt die Brücke zur informellen Einflussnahme, die bei diesem Vorgehen zeitgleich erforderlich ist. Ohnehin ist ein aktivistischer Aktionär nicht auf einzelne formelle Instrumente beschränkt. Genauso wie er sie nach Belieben und Bedürfnis kombinieren und staffeln kann, werden informelle Einflussmittel in Wechselwirkung mit den formellen Aktionärsrechten in Einsatz gebracht.

Waren Kontrolle und Einflussnahme über einen Sitz im Aufsichtsrat die traditionelle Herangehensweise, so haben erhöhte zeitliche Belastung und vermehrte Haftungsrisiken der Aufsichtsräte sowie kurzfristige Engagements dazu geführt, dass aktivistische Aktionäre vermehrt auf Aktivitäten vor und auf der Hauptversammlung setzen[1085]. Formelle Einflussnahme ist

---

1084 *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 298f; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 130.

1085 *Faber*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 219, 226.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

jedoch mit erheblichen Kosten und ungewissem Ausgang verbunden. Als effektiver erweist sich die informelle Einflussnahme, bei der dem Kontakt zwischen Aktionär und Unternehmensleitung eine besondere Bedeutung zukommt[1086]. Umbesetzung von Vorstand und Aufsichtsrat stellen hingegen die Ultima Ratio des Interventionismus aktivistischer Aktionäre dar[1087]. Zuvor wird man versuchen, durch informelle Gespräche und bei Nichterfolg durch öffentlichkeitswirksames Auftreten die Verwaltung zur Verfolgung der eigenen Ziele zu bewegen. Als Druckmittel hierfür sind wiederum die formellen Aktionärsrechte im Vorfeld und auf der Hauptversammlung von Bedeutung. Ohne den von ihnen ausgehenden Druck bestünde für die Unternehmensleitung kein Grund den Bedürfnissen und Wünschen von Aktionären Beachtung zu schenken. Summa summarum ist es für aktivistische Aktionäre mithin möglich durch sich ergänzende Kombination formeller und informeller Instrumente die Geschicke der Gesellschaft zu beeinflussen, wobei insbesondere Druckmittel, die das Management persönlich in Bedrängnis bringen bzw. sie in ein schlechtes Licht rücken, die Erfolgsaussichten der Anstrengungen erhöhen dürften.

2. Einflussnahmemöglichkeiten des Stimmrechtsberaters

Am Maßstab der Instrumente eines aktivistischen Aktionärs gilt es nun, die Einflussnahmemöglichkeiten eines Stimmrechtsberaters auszuführen und zu qualifizieren.

a) Formelle Instrumente

aa) Eingrenzung auf das versammlungsgebundene Stimmrecht

Ein Stimmrechtsberater übt formellen Einfluss mittelbar durch die Beratung von Investoren hinsichtlich der Stimmrechtsausübung aus. Die Beeinflussung findet statt, indem die Stimmempfehlung Eingang in die Abstimmungsentscheidung des Investors findet oder diese unmittelbar ersetzt, der Investor die Empfehlung also ungeprüft, blind übernimmt. Da sich die Beratung auf die Stimmrechtsausübung beschränkt, ist auch die Einflussnahme eines Stimmrechtsberaters in puncto formeller Aktionärs-

1086 *Schreyögg/Unglaube*, AG 2013, 97, 110; *Redeke*, AG 2015, 253, 255.
1087 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 115.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechte auf das Stimmrecht begrenzt[1088]. Ein Stimmrechtsberater verfügt mithin nicht über die Mittel im Vorfeld der Hauptversammlung, namentlich die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung und die Ergänzung der Tagesordnung. Gleichfalls fehlen ihm die Einflussnahmeinstrumente außerhalb der Hauptversammlung. Im Vergleich zu einem Aktionär ist für die Einflussnahme vor allem der Wegfall der Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung von Bedeutung. Stimmrechtsberatern fehlt hierdurch die Möglichkeit eigene Themen auf die Agenda der Hauptversammlung zu setzen. Ein solch offenes Verfolgen eigener Interessen ließe sich jedoch ohnehin nicht mit der beratenden, in erster Linie am Interesse der auftraggebenden Investoren orientierten Tätigkeit der Proxy Advisors vereinbaren.

Ferner sind hinsichtlich der versammlungsgebundenen Rechte Abstriche im Vergleich zu den Einflussmitteln aktivistischer Aktionäre vorzunehmen. Das Beschlussantragsrecht nach § 126 AktG, auch bezeichnet als „kleiner Bruder" der Rechte aus § 122 AktG[1089], kann nicht von einem Stimmrechtsberater ausgeübt werden. Gleiches gilt für das Werben direkt vor der Abstimmung bzw. Kritik auf der Hauptversammlung durch Ausübung des Rede- und Fragerechts gem. § 131 AktG. Weiterhin kann ein Stimmrechtsberater keine Minderheitenrechte wie etwa die Sonderprüfung nach § 142 AktG anstoßen.

bb) Regelmäßig wiederkehrende und außerordentliche Beschlussgegenstände der Hauptversammlung

Zur Beurteilung des Einflusses eines Stimmrechtsberaters durch das Stimmrecht bietet sich eine weitere, von der oben vorgenommenen, abweichende Aufteilung der Beschlusskompetenzen der Hauptversammlung an[1090]. Da Stimmrechtsberater von sich aus nicht in der Lage sind einzelne bestimmte Themen auf die Agenda der Hauptversammlung zu setzen, kommt ihr Einfluss über das Stimmrecht zumindest immer bei solchen Beschlussgegenständen zum Tragen, über die ohnehin - also von Gesetzes we-

1088 Es wird im Folgenden davon ausgegangen, dass der Stimmrechtsberater nicht selbst Aktionär einer Gesellschaft ist und sich seine Einflussmöglichkeiten daher nur mittelbar aus fremdem Recht, nämlich dem Mitgliedschaftsrecht des beratenen Investors, ableiten.

1089 So *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 126 Rn. 1.

1090 Einteilung in personalpolitische Entscheidungen, Strukturentscheidungen und sonstige relevante Beschlussgegenstände unter § 4 D. I. 1. a) aa).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gen - Beschluss zu fassen ist. Sinnvoll erscheint mithin eine Differenzierung in regelmäßig wiederkehrende und unregelmäßige, mithin außerordentliche Beschlussgegenstände[1091].

Zu den regelmäßig wiederkehrenden Beschlussgegenständen gehören die in § 119 I Nr. 1 bis 4 AktG aufgezählten Fälle[1092], namentlich die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrats, die Verwendung des Bilanzgewinns, die Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, sowie die Bestellung des Abschlussprüfers. Diese Beschlussgegenstände finden sich in regelmäßigen Abständen auf den Hauptversammlungsagenden jeder Aktiengesellschaft und gehören damit zum thematischen Tagesgeschäft der Stimmrechtsberater. Einen Schwerpunkt der Arbeit der Stimmrechtsberater stellen dabei häufig die personalpolitischen Beschlüsse dar. Neben den wiederkehrenden Gegenständen der Zusammensetzung des Aufsichtsrats und der jährlich anstehenden Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat ist auch die Vergütung der Mitglieder des Vorstands ein Punkt, auf den sich Stimmrechtsberater konzentrieren[1093]. Vor allem seit der Hauptversammlungssaison 2016 findet insbesondere auch auf Initiative von Stimmrechtsberatern hin eine kritische Auseinandersetzung mit dem Vergütungsvotum statt[1094]. Dennoch stellt das Vergütungsvotum nach § 120 IV AktG bis dato keinen regelmäßigen Beschlussgegenstand dar. Direkt nach Einführung des § 120 IV AktG war die praktische Bedeutung zunächst hoch, ging dann jedoch kontinuierlich zurück[1095], weshalb die künftige Bedeutung des Votums kritisch gesehen wurde[1096]. Vorweggenommen sei an dieser Stelle: Dies wird sich durch Umsetzung der ARL II ändern. Art. 9a V ARL II sieht vor, dass die Vergütungspolitik der Hauptversammlung bei jeder wesentlichen Änderung, mindestens jedoch alle vier Jahre zur Abstimmung vorzulegen ist[1097]. Zusätzlich hinzukommen wird die jährliche Abstimmung über den Vergütungsbericht[1098]. Alsbald wird das Votum über die

---

1091 Eine ähnliche Einteilung der Beschlussgegenstände findet sich zumeist in der Literatur, siehe dazu die Nachweise in Fn. 955.

1092 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 10; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 119 Rn. 5.

1093 *Dörrwächter*, AG 2017, 409.

1094 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 20; exemplarisch zum abgelehnten Vergütungsvotum der Deutsche Bank AG auf der Hauptversammlung 2016, *Gaul*, AG 2017, 178ff.

1095 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 20.

1096 *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 54.

1097 Siehe hierzu unter § 5 B. I. 3.

1098 Hierzu ebenso unter § 5 B. I. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Vergütung der Vorstandsmitglieder damit ein regelmäßig wiederkehrender Beschlussgegenstand werden.

Nicht wiederkehrende Beschlussgegenstände hingegen sind solche, die ihren Weg auf die Hauptversammlungsagenda nur auf Bestreben von Verwaltung oder Aktionären finden. Letzteren stehen dabei insbesondere das Beschlussantragsrecht sowie die Rechte aus § 122 AktG zu. Setzen nun Vorstand und Aufsichtsrat einen Punkt auf die Tagesordnung, für den sie die Zustimmung der Hauptversammlung benötigen, so haben die Stimmrechtsberater durch den Beschlussgegenstand ihren Hebel zum Einsatz ihres formellen Einflusses. Zu denken ist hierbei hauptsächlich an Strukturentscheidungen. Gleiches gilt, wenn Themen von aktivistischen Aktionären auf die Agenda gesetzt werden, um die Unternehmensleitung unter Druck zu setzen. Neben Strukturmaßnahmen ist hierbei speziell an die personalpolitischen Beschlüsse zu denken, etwa im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung, oder der von Aktionären initiierte Vertrauensentzug gegenüber dem Vorstand nach § 84 III S. 2 AktG. Bei Anträgen aktivistischer Aktionäre sind diese ohnehin auf weitere Stimmen angewiesen, um eine Mehrheit auf der Hauptversammlung zu erreichen. Es ist davon auszugehen, dass Stimmrechtsberatern bei der Unterstützung solcher Kampagnen verstärkte Bedeutung zukommen wird[1099]. Aus den USA sind bereits Fälle bekannt, in denen Stimmrechtsberater die Ausübung des Stimmrechts im Sinne der Vorschläge aktivistischer Hedgefonds empfohlen haben[1100].

Stimmrechtsberater vermögen es also zwar nicht selbst, Themen auf der Hauptversammlung anzustoßen. Sie sind aber von Bedeutung, wenn die Verwaltungsorgane oder aktivistische Aktionäre dies tun. Ein Proxy Advisor, der lediglich beratend anderen Aktionären zur Seite steht, hat an sich auch keinen Grund eine eigenständige Agenda zu verfolgen oder eine fremde zu unterstützen, wenn sie nicht im Interesse der Kunden liegt. Anders ist die Lage jedoch zu beurteilen, wenn ein Stimmrechtsberater Interessenkonflikten unterliegt. Problematisch erscheint insbesondere die Tatsache, dass die Duopolisten *ISS* und *Glass Lewis* im Eigentum von Investoren stehen, die selbst am Kapitalmarkt aktiv sind. Es liegt nahe, dass ein Stimmrechtsberater Beschlussanträgen seiner Muttergesellschaft eher wohlgesonnen gegenübersteht und dadurch fremde Interessen Triebfeder der Stimmempfehlungen werden.

1099 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 314.

1100 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 314; *Briggs*, J. Corp. L. 32 (2007), 681, 692f, 698, 702; *Brav et al.*, J. Finance 63 (2008), 1729, 1744.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Informelle Einflussnahme

Informelle Einflussnahme ist nicht an bestimmte verbandsrechtliche Vorgaben gebunden. Deshalb ist die informelle Einflussnahme durch Stimmrechtsberater im Verhältnis zu der durch aktivistische Aktionäre grundsätzlich kaum eingegrenzt. Nur das Initiieren und kontinuierliche Betreiben einer Kampagne gegen das Management in der Öffentlichkeit wird von einem Stimmrechtsberater nicht durchgeführt werden können, da es mit der am Kundeninteresse orientierten Beratung nicht vereinbar sein wird[1101]. Stimmrechtsberatern stehen damit insbesondere der Einfluss durch informelle Gespräche mit Vorstand und Aufsichtsrat sowie in Maßen öffentlichkeitswirksames Verhalten als Einflussinstrumente zur Verfügung.

aa) Einfluss durch die abstrakten Stimmrechtsrichtlinien

Aktivistische Aktionäre suchen in der Regel zuerst das persönliche Gespräch mit der Verwaltung, um ihren Einfluss wirken zu lassen. Erst bei Misserfolg ziehen sie zur Verfolgung ihrer Ziele unterstützend öffentlichkeitswirksame Maßnahmen in Betracht.[1102] Der informelle Einfluss eines Stimmrechtsberaters setzt hinsichtlich mancher Beschlussgegenstände jedoch bereits vor der Aufnahme von informellen Gesprächen an. Vorstand und Aufsichtsrat orientieren sich schon bei der (ersten) Erstellung der Beschlussvorschläge gem. § 124 III AktG am Inhalt der öffentlich einsehbaren Stimmrechtsrichtlinien der Proxy Advisors[1103]. Auf diese Weise versucht die Verwaltung eine Ablehnung ihrer Vorschläge auf der Hauptversammlung zu antizipieren[1104]. Hierdurch fließen Corporate Governance Vorstellungen der Stimmrechtsberater bereits in die Beschlussvorschläge ein, bevor Verwaltung oder Proxy Advisor miteinander in Kontakt stehen. Vor allem, aber nicht nur bei Standardthemen wie personalpolitischen Fragen ist von einem erheblichen Einfluss der Stimmrechtsrichtlinien auf die Beschlussvorschläge der Verwaltung auszugehen. Illustrativ sei hierfür nur

1101 Ein solches Verhalten ist jedoch vom Schweizer Stimmrechtsberater *Ethos* bekannt, dazu sogleich.

1102 Siehe hierzu bereits unter § 4 D. I. 1. b).

1103 Für die Stimmrechtsrichtlinien von *ISS* und *Glass Lewis* siehe die Nachweise in Fn. 37.

1104 *Mense/Klie*, GWR 2015, 45, 47; *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 897.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

noch einmal eine Befragung aus den USA angeführt, bei der 54 % der teilnehmenden Gesellschaften angaben, ihre Vergütungspolitik angepasst zu haben, um den Vorgaben der Stimmrechtsberater zu entsprechen[1105]. Proxy Advisors übernehmen in Fragen der Corporate Governance durch ihre Stimmrechtsrichtlinien eine federführende Rolle, sodass die Verwaltung um ihre Berücksichtigung bei Erstellung der Beschlussvorschläge kaum mehr umhinkommt.

In gewisser Weise gleicht die Übernahme der Corporate Governance Vorstellungen aus den Stimmrechtsrichtlinien in die Beschlussvorschläge in Teilen aus, dass Stimmrechtsberatern vor und auf der Hauptversammlung kein formelles Initiativrecht offensteht. Die Vorab-Aneignung des Inhalts der Stimmrechtsrichtlinien kann dabei effektiv dem Beschluss(gegen)antragsrechts aus § 126 AktG gleichkommen. In beiden Fällen wird zwar der Abstimmungsgegenstand von der Verwaltung auf die Tagesordnung gesetzt, die inhaltliche Ausgestaltung fällt hingegen dem Aktionär, respektive dem Stimmrechtsberater zu. Einfluss allein durch die Stimmrechtsrichtlinien kann allerdings bereits in diesem Stadium auch sein Ende finden, denn die Richtlinien der einzelnen Stimmrechtsberater decken sich nicht immer miteinander[1106].

bb) Einfluss hinsichtlich konkreter Beschlussgegenstände

Aufgrund der erheblichen Stimmbündelung bei Stimmrechtsberatern ist es für die Verwaltung im Vorfeld der Hauptversammlung von erheblicher Bedeutung, nicht nur das Stimmungsbild bei Ankeraktionären oder anderen Paketaktionären in Erfahrung zu bringen, um keine Ablehnung der Beschlussvorschläge zu riskieren. Wie die Abstimmungsempfehlung eines Stimmrechtsberaters zu einem konkreten Beschlussgegenstand lauten wird, ist für die Verwaltung häufig nicht mit hinreichender Sicherheit vorhersehbar. Mitverantwortlich hierfür sind die Ermessensspielräume, die sich die Stimmrechtsberater in den Stimmrechtsrichtlinien einräumen lassen, sowie die generelle Undurchschaubarkeit des Prozesses der Erstellung einer Abstimmungsempfehlung[1107]. Der Verwaltung bleibt letztlich nur, das informelle Gespräch mit dem Stimmrechtsberater zu suchen, um noch

1105 Siehe dazu den Nachweis in Fn. 270.
1106 Zu den „Steckenpferden" der einzelnen Stimmrechtsberater siehe bereits unter § 2 A I. 1.
1107 Zur Kritik hiergegen unter § 2 E. III.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

vor Veröffentlichung der Beschlussvorschläge deren Haltung in Erfahrung zu bringen. Wird dem Vorstand und/oder dem Aufsichtsrat nach Veröffentlichung der Beschlussvorschläge die Opposition eines Stimmrechtsberaters bekannt, ist es ebenso von Interesse, durch informelle Kontaktaufnahme den Stimmrechtsberater von der Richtigkeit des konkreten Beschlussvorschlages zu überzeugen.

Die Kontaktaufnahme kann dabei auch in umgekehrter Richtung erfolgen, namentlich, wenn der Stimmrechtsberater an weiteren Informationen hinsichtlich bestimmter Pläne der Unternehmensleitung zu ihrer besseren Beurteilung interessiert ist. Die Kontaktaufnahme durch den Stimmrechtsberater ist idealerweise motiviert durch das Ziel aufgrund weiterer Informationen die Qualität der Stimmempfehlungen zu erhöhen. Nicht ausgeschlossen werden kann allerdings, dass sie im Einzelfall aber auch nur der generellen Sammlung von Informationen, der Ankündigung geplanter Opposition oder dem Ziel der Verhinderung bzw. Anpassung konkreter Beschlussgegenstände dient. Weiterhin steht es Stimmrechtsberatern offen, sich durch Presseerklärungen oder durch Interviews mit Fachmedien zu bestimmten Abstimmungen zu äußern und dabei ihre Empfehlung zu erläutern. Aus der Schweiz wird zudem von unablässiger Medienarbeit von Stimmrechtsberatern berichtet, die permanent während der Hauptversammlungssaison, aber auch unterjährig mit Kritik an Corporate Governance Themen in die Öffentlichkeit drängen[1108].

3. Ergebnis

Aktivistischen Aktionären stehen zur Verfolgung ihrer Ziele formelle Einflussnahmeinstrumente im Vorfeld, außerhalb und auf der Hauptversammlung zur Verfügung. Stimmrechtsberater sind in Bezug auf die formellen Einflussmittel auf das (mittelbare) Stimmrecht bei den vorgegebenen Beschlussvorschlägen beschränkt. Aufgrund der oftmals erheblichen Stimmbündelung in Händen der Stimmrechtsberater kommt ihnen hier aber erhebliches Gewicht zu.

Priorität und Schwerpunkt aktivistischen Wirkens erfreut sich mittlerweile die informelle Einflussnahme. Auf diesem schlanken Weg versuchen Aktionäre Gehör für ihre Anliegen bei Vorstand und Aufsichtsrat zu finden. Diese wiederum suchen auf die gleiche Weise zu eruieren, ob sich für ihre Beschlussvorschläge eine Mehrheit auf der Hauptversammlung finden

---

1108 *Böckli*, SZW 2015, 209, 220.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wird und um gegebenenfalls im Vorfeld informell um Unterstützung für ihre Vorhaben zu werben. Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen und formeller Einfluss werden von aktivistischen Aktionären zumeist erst genutzt, wenn die informelle Verfolgung der Ziele gescheitert ist. Diese Mittel stehen auch Stimmrechtsberatern zur Verfügung. In manchen Fällen greift ihr informeller Einfluss bereits einen Schritt zuvor, nämlich bei der Konzeption der Beschlussvorschläge durch die Verwaltung. Das informelle Gespräch im Vorfeld der Hauptversammlung kann sowohl von der Verwaltung wie auch vom Stimmrechtsberater initiiert werden. Die Ansichten der Stimmrechtsberater können dabei erheblichen Druck und Einfluss auf die Beschlussvorschläge der Verwaltung, die um die Stimmmacht der Proxy Advisors weiß, wie natürlich letztlich auch auf das Abstimmungsergebnis auf der Hauptversammlung selbst haben.

Zusammenfassend wird der Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Gesellschaft faktisch im Vorfeld der Hauptversammlung auf informellem Wege ausgeübt. Im Vordergrund steht dabei die Beeinflussung der Beschlussvorschläge der Verwaltung. Dies kann durch vorauseilenden Gehorsam von Vorstand und Aufsichtsrat geschehen oder durch Anpassung bzw. Wegfall von Beschlussvorschlägen nach informellem Austausch mit den Stimmrechtsberatern bezüglich konkreter Abstimmungspunkte. Der informelle Einfluss beruht auf dem Einfluss auf das Abstimmungsergebnis durch faktische Stimmbündelung in Händen der Stimmrechtsberater. Den Einfluss auf das Resultat einer Abstimmung hat die Verwaltung nicht nur bei wiederkehrenden Themen, insbesondere personalpolitischen Themen, die kraft Natur der Sache von besonderer Bedeutung für die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat sind, einzupreisen. Vor allem bei Strukturentscheidungen, egal ob initiiert von aktivistischen Aktionären oder der Verwaltung, erscheint es aus Sicht des Vorstands fahrlässig, sich vor der Hauptversammlung nicht über die Tendenzen der Stimmrechtsberater zu informieren und diese in die Entscheidungsfindung einfließen zu lassen. Wie auch beim aktivistischen Aktionär stützt sich der Einfluss der Stimmrechtsberater mithin auf eine Kombination formeller wie informeller Einflussmittel.

II. Verbandsrechtliche Schranken aktivistischer Einflussnahme

Nachdem die Mittel, die Stimmrechtsberatern zur Ausübung von Einfluss auf Emittenten zur Verfügung stehen, konkretisiert worden sind, ist im nächsten Schritt zu untersuchen, welche verbandsrechtlichen Schranken

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hierbei an die Proxy Advisors adressiert sind. Wie bereits zur Beurteilung der Einflussnahmemöglichkeiten sollen dabei zunächst die verbandsrechtlichen Schranken der Einflussnahme aktivistischer Aktionäre beleuchtet werden, um daran die Schranken, die auch Stimmrechtsberater erfassen, zu messen.

1. Grenzen der Einflussnahme aktivistischer Aktionäre

Bereits mit Blick auf die Übertragung der verbandsrechtlichen Schranken auf Stimmrechtsberater kann die Darstellung auf die rechtlichen Grenzen der Einflussnahme durch Ausübung des Stimmrechts und durch informelle Mittel begrenzt werden[1109]. Des Weiteren erfolgt an dieser Stelle nur eine Darstellung der verbandsrechtlichen Schranken, die an den Aktionär adressiert sind[1110]. Auf die Schranken, die vor allem das Aktienrecht an die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat richtet, wird noch einzugehen sein[1111]. Der aktivistischen Einflussnahme sind neben den verbandsrechtlichen auch kapitalmarktrechtliche Schranken gesetzt. Vorausschauend auf die Übertragung der Erkenntnisse auf Stimmrechtsberater kann auf eine Darstellung dieser verzichtet werden; denn die Anwendung kapitalmarkt-

---

1109 Eine Darstellung der Schranken des Auskunftsrechts, der Rechte aus § 122 AktG und des aktienrechtlichen Anfechtungsrechts aus der mitgliedschaftlichen Treuepflicht findet sich bei *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 262ff.

1110 Hiervon sind die Schranken des Konzernrechts gem. §§ 17, 311, 317 AktG und der Haftung wegen faktischer Geschäftsführung gem. § 93 II AktG auszunehmen, da sie offensichtlich keine Bedeutung für die Tätigkeit der Stimmrechtsberater haben. Eine konzernrechtliche Abhängigkeit nach § 17 I AktG kann nicht durch eine bloße Sperrminorität begründet werden. Eine zugesicherte, nicht nur durch Zufall zustande gekommene faktische Hauptversammlungsmehrheit wird sicherlich kein Stimmrechtsberater erreichen; zu den Voraussetzungen konzernrechtlicher Schranken der Einflussnahme durch aktivistische Aktionäre, siehe nur *Heuser*, Shareholder Activism, S. 155ff und *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 304. Einer Haftung eines Stimmrechtsberaters aus faktischer Geschäftsführung aus § 93 II AktG steht entgegen, dass er dazu in maßgeblichem Umfang Funktionen der Geschäftsführung wahrnehmen müsste, anstatt nur punktuell auf die Geschäftsführung einzuwirken und dabei überdies nach außen hin als Geschäftsleiter auftreten müsste. Zur Haftung aktivistischer Aktionäre aufgrund faktischer Geschäftsführung, siehe *Heuser*, Shareholder Activism, S. 157f und *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 305.

1111 Siehe dazu sogleich im Rahmen der Konflikte der Organe mit- und untereinander, die aus der Rolle der Stimmrechtsberater resultieren, § 4 D.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtlicher Vorschriften auf Stimmrechtsberater ist bereits untersucht worden[1112].

a) Mitgliedschaftliche Treuepflicht

aa) Inhalt der mitgliedschaftlichen Treuepflicht

Wichtigste Schranke aktivistischer Einflussnahme ist die mitgliedschaftliche Treuepflicht der Aktionäre. Sie ist vom Bundesgerichtshof fernab vom Gesetzestext in mehreren Urteilen[1113] unter fast einhelliger Zustimmung des Schrifttums entwickelt worden und allgemein anerkannt[1114]. Die mitgliedschaftliche Treuepflicht gebietet jedem Aktionär seinen Einfluss und sein Machtpotential auf die Gesellschaft mit Rücksicht auf die Interessen der Gesellschaft und der anderen Aktionäre einzusetzen und auszuüben[1115]. Informelle Einflussnahme unterliegt dabei grundsätzlich denselben Schranken wie die Ausübung formeller Aktionärsrechte[1116]. Der Treuepflicht kommt eine vertikale und eine horizontale Wirkrichtung zu: Sie gilt zwischen der Gesellschaft und den Aktionären, sowie zwischen den Aktionären untereinander[1117].

Im Hinblick auf ihren Umfang wird in der Literatur eine Unterscheidung zwischen eigen- und uneigennützigen Aktionärsrechten vorgenom-

---

1112 Zur Frage, ob und inwieweit wertpapierhandels-, und übernahmerechtliche Vorschriften, sowie die Marktmissbrauchsordnung der Tätigkeit der Stimmrechtsberater Schranken setzen, siehe unter § 3 B. I. bis III.

1113 BGHZ 103, 184, 194f. – *Linotype* = NJW 1988, 1579; 127, 107 – *BMW* = NJW 1994, 3094; 129, 136, 142ff – *Girmes* = NJW 1995, 1739; 142, 167, 169 – *Hilgers* = NZG 1999, 1158.

1114 Statt vieler *Riekers,* in: Münch HdB GesR-IV, § 17 Rn. 19; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 14; zur Entwicklung der aktienrechtlichen Treuepflicht; *Verse*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 579, 594ff; *Henze*, BB 1996, 489ff; zur Rechtsgrundlage der Treuepflicht *ders,* BB 1996, 491f.

1115 *Hommelhoff*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 13, 28; *Bungeroth,* in: MüKo-AktG, Vor § 53a Rn. 25; *Vetter*, AG 2000, 193, 201; *Westermann,* in: Bürgers/Körber, § 53a AktG Rn. 13.

1116 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 162; *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 199f; *Wentrup*, Die Kontrolle von Hedgefonds, S. 157; implizit *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 303f.

1117 *Vetter*, AG 2000, 193, 201; *Riekers,* in: Münch HdB GesR-IV, § 17 Rn. 20; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 15; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 48f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

men[1118]. Uneigennützige, gesellschaftsbezogene Rechte, also solche, die dem Aktionär nicht in erster Linie zum eigenen Nutzen eingeräumt sind, dürfen demnach nur insoweit ausgeübt werden, wie sie die Belange der Gesellschaft nicht beeinträchtigen[1119]. Die Aktionäre sind in diesem Fall dazu verpflichtet, alle Maßnahmen zu unterlassen, die dem Gesellschaftszweck zuwiderlaufen[1120]. Eigennützige Aktionärsrechte unterliegen einer solche weitgehenden Rückbindung nicht[1121]. Ihre Ausübung ist durch die mitgliedschaftliche Treuepflicht nur dahingehend begrenzt, dass die Gesellschaft und die anderen Aktionäre nicht durch eine willkürliche oder unverhältnismäßige Rechtsausübung benachteiligt werden[1122]. Hinsichtlich der meisten Beschlussgegenstände sind das Stimmrecht[1123] und auch die informelle Einflussnahme[1124] als uneigennützige Aktionärsrechte anzusehen. Folglich haben aktivistische Aktionäre bei Ausübung ihres Einflusses auf die Gesellschaft ihre Ziele uneigennützig am Gesellschaftsinteresse auszurichten und diesen ihre Eigeninteressen unterzuordnen. Bei der Beurteilung der Interessen der Gesellschaft ist dem Aktionär aber sowohl bei Ausübung seines Stimmrechts wie auch bei informeller Einflussnahme ein unternehmerischer Ermessensspielraum einzuräumen[1125]. Weiterhin bestimmt sich ihre Intensität nach der Realstruktur der Gesellschaft, weshalb höherer Einfluss

1118 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 55; *Riekers,* in: Münch HdB GesR-IV, § 17 Rn. 5; *Henze*, BB 1996, 489, 492; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 17.

1119 *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 17; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 17; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 51.

1120 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 55.

1121 Zu den eigennützigen Mitgliedschaftsrechten werden die Vermögensrechte, das Auskunftsrecht, das Anfechtungsrecht, sowie das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung samt Rederecht gezählt, wohingegen die organschaftlichen Mitgliedschaftsrechte als uneigennützig eingestuft werden, *Riekers,* in: Münch HdB GesR-IV, § 17 Rn. 5, *Henze*, BB 1996, 489, 492.

1122 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 55; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 17; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 17; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 51.

1123 Generalisierend *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 17; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a Rn. 17; differenzierend nach Beschlussgegenständen *Riekers,* in: Münch HdB GesR-IV, § 53a Rn. 6; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 52; *Henze*, BB 1996, 489, 493.

1124 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 162f.

1125 *Zöllner*, AG 2000, 145, 153; *Grigoleit,* in: Grigoleit, § 1 AktG Rn. 65.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zu einer Intensivierung der Treuepflicht führt[1126]. Dabei steigt der Grad der Treuebindung, wenn der Aktionär beginnt, Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft auszuüben[1127]. Die mitgliedschaftliche Treuepflicht trifft nicht nur den Mehrheitsaktionär, für dessen Einfluss sie von besonderer Bedeutung ist, sondern auch den Minderheitsaktionär[1128].

bb) Rechtsfolge bei Verstoß gegen die Treuepflicht

An treuwidriges Verhalten durch Stimmrechtsausübung und informelle Einflussnahme sind mehrere Rechtsfolgen geknüpft. Primäre Rechtsfolge der treuwidrigen Ausübung der Aktionärsrechte ist ihre Unbeachtlichkeit[1129]. Nach herrschender Ansicht ist die treuwidrig abgegebene Stimme in der Hauptversammlung nicht zu berücksichtigen, mithin nichtig[1130]. Sind treuwidrig abgegebene Stimmen bei der Abstimmung auf der Hauptversammlung berücksichtigt worden, so ist der auf ihnen beruhende Beschluss anfechtbar gem. § 243 I Var. 1 AktG[1131]. Haben treupflichtwidrig abgegebene Stimmen zur Ablehnung eines Hauptversammlungsbeschlusses geführt, kann der rechtswidrig verhinderte Beschluss durch positive Beschlussfeststellungsklage in Kombination mit der Anfechtungsklage hergestellt werden[1132].

1126 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 54; *Lutter*, ZGR 1989, 446, 452f; *Grigoleit,* in: Grigoleit, § 1 AktG Rn. 61; *Marsch-Barner*, ZGR 1993, 172, *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 17.

1127 *Lutter*, ZGR 1989, 446, 452f.

1128 *Grigoleit,* in: Grigoleit, § 1 AktG Rn. 61; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 50; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 14; *Timm*, WM 1991, 481, 482f.

1129 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 100.

1130 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 30; *Grigoleit,* in: Grigoleit, § 1 AktG Rn. 75; *Lutter*, ZGR 1989, 446, 458; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 63; *Mimberg,* in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, § 36 Rn. 41; nach aA nur anfechtbar *Ziemons,* in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft, I 7.83; *Schwab,* in: Schmidt/Lutter, § 243 AktG Rn. 6; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 212f.

1131 *Schwab,* in: Schmidt/Lutter, § 243 AktG Rn. 5; *Ziemons,* in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft, I 7.80; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 64; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 56; *Zöllner*, AG 2000, 145, 153 Fn. 80.

1132 *Ziemons,* in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft, I 7.81; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 64; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 56.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Neben der Unbeachtlichkeit ausgeübter Stimmrechte können aus treuwidrigem Verhalten auch Ansprüche auf Unterlassung und Schadensersatz entstehen[1133]. Ein Anspruch auf Schadensersatz gem. § 280 I BGB besteht, wenn der Aktionär durch sein treuwidriges Verhalten der Gesellschaft einen Schaden zufügt[1134]. Ist der Schaden ausschließlich auf das Vermögen der Gesellschaft beschränkt, steht nur der Gesellschaft, nicht aber den Mitaktionären ein Schadensersatzanspruch gegen den Aktionär zu[1135]. Weiterhin ist für eine Schadensersatzhaftung ein Vertretenmüssen des Aktionärs erforderlich. Bei der Stimmrechtsausübung ist hierfür abweichend von § 276 I S. 1 AktG Vorsatz erforderlich[1136]. Hinsichtlich anderen treuwidrigen Verhaltens wird zumindest grobe Fahrlässigkeit gefordert[1137].

cc) Auswirkungen auf aktivistische Aktionäre

Insgesamt kommt der mitgliedschaftlichen Treuepflicht im Aktienrecht aufgrund der hohen gesetzlichen Regelungsdichte und der Satzungsstrenge eine geringe praktische Bedeutung zu[1138]. Verdeutlicht wird dies durch die geringe Anzahl an Gerichtsentscheidungen, in denen der Treuepflicht in der Aktiengesellschaft eine besondere Bedeutung zukommt.[1139] Ein Verstoß gegen die Treuepflicht kommt insbesondere in Betracht, wenn ein Aktionär seinen Einfluss ohne Verfolgung legitimer Interessen miss-

1133 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 303; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 70.

1134 BGHZ 129, 136, 142ff – *Girmes* = NJW 1995, 1739; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 70.

1135 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 70; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 20; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 57.

1136 Dies gilt auch nach Abschaffung des § 117 VII Nr. 1 AktG aF durch das UMAG, da sonst Kleinaktionäre davon abgeschreckt werden könnten, ihr Stimmrecht auszuüben, *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 70; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 58; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 28.

1137 *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 20; *Grigoleit,* in: Grigoleit, § 1 AktG Rn. 78; für eine Haftung bei Verletzung der eigenüblichen Sorgfalt i.S.d. §§ 277, 708 BGB *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 28; nur Vorsatz für hinreichend erachtend *Drygala,* in: KK-AktG, § 53a Rn. 132.

1138 *Bungeroth,* in: MüKo-AktG, Vor § 53a Rn. 41; *Röhricht*, in: Hommelhoff/Feddersen, Handbuch Corporate Governance (2003), S. 513, 525ff.

1139 *Röhricht*, in: Hommelhoff/Feddersen, Handbuch Corporate Governance (2003), S. 513, 525ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

bräuchlich einsetzt[1140]. Zu beachten ist dabei jedoch stets, dass jedem Aktionär bei Bewertung seiner Einflussnahme ein Ermessensspielraum zukommt. Vor allem eine Treuepflichtverletzung eines Minderheitsaktionärs kommt nur in außerordentlichen Konstellationen in Betracht[1141]. Mögliche Szenarien sind der zweckwidrige Einsatz von Sperrminoritäten[1142] oder die Verfolgung von für das Gesellschaftswohl nachteiligen Interessen durch informelle Einflussnahme[1143]. Hinsichtlich treuwidriger, informeller Einflussnahme stellt sich überdies das Problem, dass sie nicht öffentlich geschieht, damit nach außen hin unerkannt und damit einer rechtlichen Überprüfung entzogen wird[1144].

b) Verbot der schädigenden Einflussnahme, § 117 I AktG

Nach § 117 I AktG ist zum Schadensersatz verpflichtet, wer vorsätzlich unter Benutzung seines Einflusses ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats, einen Prokuristen oder einen Handlungsbevollmächtigten dazu bestimmt, zum Schaden der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre zu handeln. Einfluss im Sinne von § 117 I AktG ist dabei jede Art von Einfluss, die geeignet ist, eine der benannten Führungspersonen zu einem schädigenden Verhalten zu bestimmen[1145]. Weiterhin muss die Einflussnahme auf die Führungsperson zu einem kausalen Schaden geführt haben[1146], auf den sich der Vorsatz des Einflussnehmenden bezieht[1147]. Ein Schädigungsvor-

1140 *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 307; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 270.

1141 *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 270; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 148; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2889.

1142 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 57; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 148.

1143 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 163.

1144 *Röhricht*, in: Hommelhoff/Feddersen, Handbuch Corporate Governance (2003), S. 513, 527; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 163.

1145 *Schall,* in: Spindler/Stilz, § 117 AktG Rn. 15; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 117 AktG Rn. 3; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 117 Rn. 16ff.

1146 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 117 AktG Rn. 5; *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 117 AktG Rn. 9.

1147 Hinsichtlich des Schadens muss sich der Vorsatz nur auf die generelle Schädigung der Gesellschaft beziehen, nicht jedoch auf deren Art und Höhe *Witt,* in: Schmidt/Lutter, § 117 AktG Rn. 11; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 117 AktG Rn. 7; *Henssler,* in: Henssler/Strohn, § 117 AktG Rn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

satz wird in der Regel nicht vorliegen, insbesondere ist er ausgeschlossen, wenn der aktivistische Aktionär der Auffassung ist, das von ihm angestrebte Handeln der Unternehmensleitung sei für die Gesellschaft von Vorteil[1148]. Eine Inanspruchnahme nach § 117 I AktG hat mithin nur Erfolg, wenn die verfolgte Strategie tatsächlich und nachweislich zu einem Schaden der Gesellschaft geführt hat. Dieser Nachweis wird schwer zu erbringen zu sein[1149]. § 117 I AktG kommt deshalb in der Praxis - nicht nur bezogen auf aktivistische Aktionäre - kaum Bedeutung zu[1150]. Sollten die Tatbestandsvoraussetzungen dennoch vorliegen, so stellt sich die Frage nach der Rechtswidrigkeit des verursachten Handelns der Führungsperson. Eine Haftung des Einflussnehmers soll ausbleiben, wenn sich die Entscheidung eines unbeeinflussten Vorstands im Rahmen der Business Judgement Rule bewegt hätte[1151]. Die praktische Bedeutung des § 117 I AktG wird überdies durch die Problematik geschmälert, dass eine Unternehmensleitung, die den Anspruch verfolgt, sich selbst unter den Voraussetzungen der §§ 93, 116, 117 I und II AktG in die Gefahr einer Haftung bringt[1152].

c) Sittenwidrige vorsätzliche Schädigung, § 826 BGB

Bei rücksichtsloser Verfolgung eigener Interessen zulasten der Gesellschaft und der Mitaktionäre kann auch eine sittenwidrige vorsätzliche

---

1148 Jedoch nur solange er redlich die Entscheidung auf nicht schuldhaft fehlerhafter Tatsachengrundlage trifft, wobei die grundsätzlichen Wertungen der Business Judgement Rule heranzuziehen sind *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 117 Rn. 42; *Schall,* in: Spindler/Stilz, § 117 AktG Rn. 25.

1149 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 304; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 241.

1150 *Heuser*, Shareholder Activism, S. 153; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 304, *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 307.

1151 Diese Beurteilung basiert auf analoger Anwendung des § 317 II AktG, nach dem ein herrschendes Unternehmen keine Ersatzpflicht trifft, wenn ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer unabhängigen Gesellschaft dieselbe Entscheidung getroffen hätte. Durch diese Lösung soll der Tatsache gerecht werden, dass der Einflussnehmende eine unternehmerische Entscheidung trifft, aber nicht der Privilegierung des § 93 I S. 2 AktG unterfallen kann und soll. Vgl. dazu eingehend *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 117 Rn. 33ff; ebenso *Schall,* in: Spindler/Stilz, § 117 AktG Rn. 24; *Wiesner*, in: Münch HdB GesR-IV, § 27 Rn. 5; für eine positive Feststellung der Rechtswidrigkeit ohne Berücksichtigung der Pflichtwidrigkeit der beeinflussten Führungsperson *Witt,* in: Schmidt/Lutter, § 117 AktG Rn. 10.

1152 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 304; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 154.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Schädigung gem. § 826 BGB vorliegen[1153]. In der „*Girmes*"-Entscheidung ist der Bundesgerichtshof von einer Anspruchskonkurrenz von Schadensersatz wegen Verletzung der Treuepflicht und Schadensersatz nach § 826 BGB ausgegangen, wobei er konkret die Sittenwidrigkeit der Stimmrechtsausübung bejaht, wenn sie außer Verhältnis zum angestrebten Ziel steht[1154]. Eine sittenwidrige Schädigung kann insbesondere etwa auch in der Veranlassung zu einer schädigenden Handlung gem. § 117 I AktG liegen[1155]. Hierbei wird es aber einer besonderen Rücksichtslosigkeit bei Verfolgung der Ziele bedürfen, um von einer sittenwidrigen vorsätzlichen Schädigung ausgehen zu können[1156]. Bereits die Haftung nach § 117 I AktG hat wie gezeigt für aktivistische Aktionäre kaum praktische Relevanz. Die erhöhten Haftungsanforderungen des § 826 BGB werden deshalb nur in absoluten Ausnahmekonstellationen erfüllt sein[1157].

d) Rechtsmissbrauch, § 242 BGB

Eine weitere Schranke, der aktivistische Aktionäre bei Ausübung ihrer Mitgliedschaftsrechte unterliegen, ist die des Rechtsmissbrauchs nach § 242 BGB. Rechtsmissbrauch liegt insbesondere vor, wenn ein Recht formell korrekt ausgeübt wird, dabei aber sachfremde Zwecke verfolgt werden[1158]. Eine funktionswidrige Ausübung eines Mitgliedschaftsrechts kann vorliegen, wenn der Aktionär es nur einsetzt, um Vorstand und Aufsichtsrat unter Druck zu setzten, um sie zum Einlenken hinsichtlich anderer verfolgter

---

1153 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 305; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 154; *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116, 2120.

1154 BGHZ 129, 136 – *Girmes* = NJW 1995, 1739; zum Meinungsbild hinsichtlich Frage, ob Schadensersatz bei schädigender Stimmrechtsausübung über die mitgliedschaftliche Treuepflicht oder § 826 BGB erfolgen sollte *Oechsler,* in: Staudinger, § 826 BGB Rn. 284ff.

1155 *Koch, in:* Hüffer/Koch, § 117 AktG Rn. 14; *Mertens-Cahn,* in: KK-AktG, § 117 Rn. 44.

1156 *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 305; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 310.

1157 Im Ergebnis auch *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 305; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 310.

1158 *Olzen/Looschelders,* in: Staudinger, § 242 BGB Rn. 216; *Sutschet,* in: BeckOK-BGB, § 242 Rn. 82.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Ziele zu bewegen[1159]. Um rechtsmissbräuchliches Verhalten nachzuweisen, müsste die Unternehmensleitung deshalb nicht nur die Motive des aktivistischen Aktionärs aufdecken, sondern zudem das Auseinanderfallen der verfolgten Ziele und des Inhalts des ausgeübten Aktionärsrechts[1160]. In der Praxis wird ein solcher Nachweis fast nie gelingen, ist es doch im Interesse des aktivistischen Aktionärs sachfremde Motivationen zu verschleiern, um den Rechtsmissbrauch zu verdecken[1161].

2. Übertragbarkeit der verbandsrechtlichen Schranken auf den einflussnehmenden Stimmrechtsberater

Zu prüfen ist nunmehr, ob diese verbandsrechtlichen Schranken auch den Stimmrechtsberater treffen.

a) Ausdehnung der Treuepflicht auf Nichtaktionäre?

Der Treuepflicht unterliegen wie gezeigt nicht nur Mehrheits-, sondern auch Minderheitsaktionäre. Fraglich scheint indessen, ob die mitgliedschaftliche Treuepflicht auch Nichtaktionäre wie einen nicht an der Gesellschaft beteiligten Stimmrechtsberater trifft[1162]. Die Frage der Erstreckung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht auf gesellschaftsfremde Dritte wird in Bezug auf Stimmrechtsvertreter diskutiert[1163]. Vertreten wird, dass Stimmrechtsvertreter auch gegenüber nicht von ihnen vertretenen Aktionären als Adressat der Treuepflicht haften sollen[1164]. Zur Begründung wird angeführt, dass ein Stimmrechtsvertreter, der die gesammelte Rechtsmacht aus den vertretenen Aktien ausübe, hierfür auch haften müsse. Ihm stün-

---

1159 *Beck*, FreiLaw 2016, 89, 93; *Heuser*, Shareholder Activism, S. 105f; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 303.

1160 *Beck*, FreiLaw 2016, 89, 93; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 303.

1161 So im Ergebnis auch *Beck*, FreiLaw 2016, 89, 93; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 303.

1162 Einigkeit besteht darüber, dass ein an der Gesellschaft beteiligter Aktionär, der neben seinen eigenen auch Stimmrechte aus Anteilen anderer Aktionäre ausübt, mit allen von ihm vertretenen Stimmen der Treuepflicht unterliegt, *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 150.

1163 Ein Überblick über den Meinungsstand findet sich bei *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 152ff.

1164 *Timm*, WM 1991, 481, 488; *Schick*, ZIP 1991, 938, 939; *Schöne*, WM 1992, 209, 212; *Marsch-Barner*, ZGR 1993, 172, 182.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

den die Rechte und damit auch die Pflichten des Aktionärs zu, aus dessen Anteilen er seine Stimmmacht ableite, wodurch neben dem Stimmrecht ein Mitübergang der Treuepflicht vorliege[1165]. Der Stimmrechtsvertreter soll anschaulich gesprochen als „Quasi-Aktionär" haften[1166]. Die Anknüpfung an eine Stellung als „Quasi-Aktionär" lässt aufhorchen. Diese Rolle wird in der Untersuchung nämlich auch dem Stimmrechtsberater im Rahmen des Shareholder Activism zugeschrieben[1167]. Bei Annahme einer eigenen Treuepflicht der Gesellschaft und den Aktionären gegenüber läge folglich die Übertragung auf den Stimmrechtsberater sehr nahe.

In Rechtsprechung und Literatur wird die Ausweitung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht jedoch überwiegend abgelehnt[1168]. Dem ist zuzustimmen, denn das Stimmrecht wird nicht vom Aktionär übertragen, sondern lediglich von ihm abgeleitet. Gleiches muss für die Treuepflicht gelten. Sie ist Ausfluss des Mitgliedschaftsrechts, deshalb an dieses gebunden und nicht von ihm abtrennbar[1169]. Für einen Übergang der Treuepflicht auf den Stimmrechtsvertreter bedürfte es überdies eines Übergangstatbestands, der gegenüber Gesellschaft und den anderen Aktionären den Wechsel des Verantwortlichen der Treuepflicht begründet[1170]. Stimmrechtsvertreter unterliegen mithin nach vorzugswürdiger Ansicht keiner Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft und den nicht vertretenen Aktionären. Dies gilt erst recht für den Stimmrechtsberater[1171].

1165 Von einem solchen, automatischen Mitübergang ausdrücklich ausgehend *Schöne*, WM 1992, 209, 212; *Marsch-Barner*, ZGR 1993, 172, 182.

1166 *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 152.

1167 Siehe dazu unter § 4 C II.

1168 BGHZ 129, 136, 142ff – *Girmes* = NJW 1995, 1739; OLG Düsseldorf, Urteil vom 17.5.1994 – 7 U 108/93 = ZIP 1994, 878, 881; *Dreher*, ZHR 157 (1993), 150, 165f; *Bungert*, DB 1995, 1749, 1752 ; *Heermann*, ZIP 1994, 1243, 1244; *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 15 4; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 51; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 18.

1169 *Bungert*, DB 1995, 1749, 1752; *Dreher*, ZHR 157 (1993), 150, 166.

1170 *Heermann*, ZIP 1994, 1243, 1244.

1171 *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 154; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 51; *Vaupel*, AG 2011, 63, 65; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 213ff; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 18; aA wohl *Wilhelm*, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht, S. 415ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

b) Verbot der schädigenden Einflussnahme, § 117 I AktG

Die Haftung eines Stimmrechtsberaters nach § 117 I AktG kommt grundsätzlich in Betracht, da der Einfluss im Sinne der Norm jedweder Natur sein kann und insbesondere nicht gesellschaftsrechtlich vermittelt sein muss[1172]. Der erhebliche Einfluss auf das Abstimmungsergebnis ist damit tauglicher Einfluss im Sinne des Verbots der schädigenden Einflussnahme nach § 117 I AktG. In praxi ist eine solche Schadensersatzpflicht eines Stimmrechtsberaters jedoch ohne Bedeutung. Hierfür sei auf die oben ausgeführten, hohen Hürden für eine Inanspruchnahme verwiesen[1173]. Der Stimmrechtsberater müsste nachweislich mit Schädigungsvorsatz ein Mitglied der Unternehmensführung dazu bestimmt haben, zum Schaden der Gesellschaft rechtswidrig zu handeln.

c) Rechtsmissbrauch und sittenwidrige vorsätzliche Schädigung, §§ 242, 826 BGB

Ist eine Haftung nach § 117 I AktG in der Praxis für Stimmrechtsberater schon von so gut wie keiner Bedeutung, so muss dies umso mehr für die Haftung aus § 826 BGB gelten, für die es noch höherer Anforderungen bedarf. Der Rechtsmissbrauch nach § 242 BGB setzt eben die Ausübung eines Rechts voraus. Maßnahmen der informellen Einflussnahme fallen mithin nicht unter diese Schranke. Eine missbräuchliche Ausübung des Stimmrechts durch einen Stimmrechtsberater kann nur in Betracht kommen, wenn der Stimmrechtsberater als Stimmrechtsvertreter auftritt[1174]. Hierbei besteht wie bei der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte durch aktivistische Aktionäre die hohe Hürde des Nachweises des Rechtsmissbrauchs, die die Unternehmensleitung zu erbringen hat[1175].

1172 Siehe die Nachweise in Fn. 1145.
1173 Siehe dazu § 4 D. II. 2. b).
1174 Zur Frage, unter welchen Voraussetzungen ein Stimmrechtsberater als Stimmrechtsvertreter i.S.d. § 135 AktG anzusehen ist, siehe unter § 3 B. IV.
1175 Dazu bereits unter § 4 D. II 1. d).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Ergebnis

Stimmrechtsberatern steht aufgrund ihrer erheblichen Stimmmacht bei allen Gegenständen, die regel- oder auch unregelmäßig auf Hauptversammlungsagenden zu finden sind, großes Einflusspotential zu. Dieser Einfluss gründet auf der Stimmbündelung, wirkt aber hauptsächlich im Vorfeld der Hauptversammlung. Dies geschieht im Zuge vorauseilenden Gehorsams von Vorstand und Aufsichtsrat durch Berücksichtigung der Stimmrechtsrichtlinien bei Erstellung der Beschlussvorschläge, wie auch durch informellen Kontakt während der Hauptversammlungssaison.

Schon der Einflussnahme aktivistischer Aktionäre sind in der Aktiengesellschaft nur in Ausnahmefällen wirksame Schranken gesetzt. Die dabei weitestgehende und effektivste Schranke, die mitgliedschaftliche Treuepflicht, die unterhalb der Voraussetzungen der §§ 242, 826 BGB und § 117 I AktG ansetzt[1176], findet zudem keine Anwendung auf Stimmrechtsberater. Die an Stimmrechtsberater adressierten verbandsrechtlichen Schranken wirken somit nur in absoluten Ausnahmekonstellationen. Hinzu kommt, dass eine Machtbündelung in Händen eines Stimmrechtsberaters in der Regel nicht den kapitalmarktrechtlichen Schranken unterfällt, die einen aktivistischen Aktionär mit vergleichbarem Einflusspotential treffen[1177].

E. Konflikte des Stimmrechtsberaters mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft

Die Stärkung des Aktionärsaktivismus stellt eine Bedrohung für das bisherige Machtgefüge, das hierarchisch ungeschichtete Nebeneinander der Organe[1178] der deutschen Aktiengesellschaft, dar. Hauptgrund hierfür dürfte sein, dass die Entwicklungen des Shareholder Activism aus Rechtsordnungen stammen, die in der Unternehmensführung dem monistischen System folgen. Eine stärkere Einbindung des Aktionärs, dem das deutsche Aktien-

1176 *Hommelhoff*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 13, 28f.

1177 Zur Anwendung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften auf Stimmrechtsberater siehe unter § 3 B. I.–III.; monografisch zu den kapitalmarktrechtlichen Schranken aktivistischer Einflussnahme *Heuser*, Shareholder Activism, S. 185–241; *Gerlicher*, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, S. 271–308.

1178 Zu diesem Begriff vgl. bereits die Nachweise in Fn. 366.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

recht ja eine grundsätzlich zurückhaltende Rolle zuweist[1179], schränkt im monistischen System die Unternehmensleitung, also das Board ein und kann zu dessen Kontrolle dienen, verkennt aber die Besonderheiten der deutschen Unternehmensverfassung. Im Recht der deutschen Aktiengesellschaft ist nämlich ein dualistisches Leitungssystem installiert, bei dem die Überwachung des Vorstands primär Aufgabe des Aufsichtsrats ist[1180]. Ein verändertes, anhand des monistischen Systems entwickeltes Verständnis der Rolle des Aktionärs, kann nicht reibungslos auf die dualistische deutsche Unternehmensverfassung übertragen werden. Die aktive Rolle der Stimmrechtsberater, die im Rahmen des Shareholder Activism oftmals diejenige des faktisch die Aktionärsrechte Ausübenden ist, konfligiert in Teilen mit dem System der deutschen Unternehmensverfassung, das in seinen Grundzügen eben nicht auf ein aktivistisches Auftreten der Aktionäre angelegt ist. Die Reibungen und Konflikte, die aufgrund der Tätigkeit der Stimmrechtsberater in der Rolle des aktivistischen Aktionärs entstehen können, sollen im Folgenden herausgearbeitet werden. Beleuchtet werden sollen die auftretenden Friktionen und Spannungen in den Verhältnissen der drei Organe der Aktiengesellschaft zu- und zum Teil untereinander: Zunächst soll auf die Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aktionäre eingegangen werden (dazu unter I.), sodann im Verhältnis Aufsichtsrats – Aktionäre (II.), im Verhältnis Vorstand – Aufsichtsrat (III.) und schließlich unter den Aktionären (IV.).

I. Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aktionär

Die Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aktionär lassen sich grundlegend in drei Thematiken unterteilen. Es stellt sich zunächst die Frage, ob und wie ein aktivistisches Handeln des „Quasi-Aktionärs" Stimmrechtsberater mit dem Grundsatz der unternehmerischen Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand vereinbar ist (1.). Insbesondere ist zu prüfen, ob sich der Einfluss der Stimmrechtsberater auch auf Themen erstreckt, die die Kompetenzen der Hauptversammlung überschreiten (2.). Weiterhin fragt sich, ob ein Kontakt zwischen Vorstand und Stimmrechtsberatern nicht letztlich zu einem Informationsvorsprung führen und damit in einer informatio-

1179 Zum Zusammenspiel der Organe im dualistischen System siehe bereits unter § 4 A. II.
1180 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nellen Ungleichbehandlung der außenstehenden Aktionäre münden muss (3.).

1. Unternehmerische Leitung durch den Vorstand

Zu fragen ist, wie sich aktivistisches Handeln und Einfluss der Stimmrechtsberater auf den Ausgang der Hauptversammlung auf die unternehmerische Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand auswirken.

a) Die Bedeutung der Leitungsautonomie

§ 76 I AktG bestimmt, dass der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten hat. Diese Norm ist zentral für die Rolle des Vorstands in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft[1181]. Sie dient sowohl als Garant für die unternehmerische Freiheit des Vorstands als auch dem Schutz der funktionellen Aufgabenteilung in der Aktiengesellschaft:

aa) Leitungsautonomie als Garant der unternehmerischen Freiheit des Vorstands und ihre Grenzen

Aus der Pflicht gem. § 76 I AktG, die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu führen, folgt, dass der Vorstand bei Leitung der Gesellschaft weisungsunabhängig von Aufsichtsrat und Hauptversammlung bzw. einzelnen Aktionären handelt[1182]. Positiv ausgedrückt bedeutet die Leitungsautonomie für den Vorstand, dass er seine Leitungsentscheidungen selbst, nach eigenem Ermessen trifft[1183]. Im Rahmen seiner Leitungsentscheidungen steht ihm ein weiter Ermessens- und Beurteilungsspielraum zu, der die Gefahr, Fehleinschätzung zu treffen, umfasst[1184]. Der Gesetzgeber stattet den Vorstand bei der Leitung der Gesellschaft also mit unternehmerischer

---

1181 Zur Rechtsstellung des Vorstands in der Unternehmensverfassung siehe bereits unter § 4 A. I. 1.

1182 Vgl. die Nachweise in Fn. 686.

1183 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 28; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, § 76 AktG Rn. 21; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 59.

1184 BGH, Urteil v. 21.12.2005 – 3 StR 470/04 = NJW 2006, 522, 523; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 59.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Freiheit aus[1185], denn der Vorstand übt in der Aktiengesellschaft die Funktion des Unternehmers aus[1186]. Diese unternehmerische Freiheit rechtfertigt wiederum die persönliche Haftung bei Verletzung der Sorgfaltspflicht gem. § 93 I AktG[1187]. Denn auch das aktienrechtliche Haftungsrecht ist auf die unternehmerische Freiheit des Vorstands ausgerichtet[1188]: Anstatt enger Handlungsvorgaben arbeitet der Gesetzgeber erneut mit einer Generalklausel, der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters[1189]. Abgesichert wird die Handlungsfreiheit durch die Business Judgement Rule[1190], deren Kodifikation ein eindeutiges Bekenntnis des Gesetzgebers zur unternehmerischen Freiheit des Vorstands darstellt[1191].

Die Entscheidung für eine strikte Trennung zwischen Leitung und Inhaberschaft hat der Gesetzgeber bereits mit der Aktienrechtsreform 1937 getroffen, bei der das bis dato der Form nach rein ausführende Organ Vorstand zu Lasten der Befugnisse der Hauptversammlung zum eigenverantwortlichen Leiter der Gesellschaft aufgewertet wurde[1192]. Die Stärkung der Stellung des Vorstands erfolgte aufgrund der, mit durch niedrige Hauptversammlungspräsenzen entstandenen, tatsächlichen Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft[1193] und der mangelnden Information und Sachkenntnis der Hauptversammlung[1194].

1185 *Hommelhoff*, AG 2016, 684, 685.

1186 *Fleischer*, ZIP 2003, 1; *Fleischer*, ZIP 2003, 1; *Mertens/Cahn,* in: § 76 AktG Rn. 4.

1187 *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, § 76 AktG Rn. 21; *Spindler*, AG 2013, 889, 890.

1188 *Hommelhoff*, AG 2016, 684, 685.

1189 Überblicksartig zum Inhalt der Sorgfaltspflicht *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 25; *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 26ff.

1190 *Krieger/Sailer-Coceani,* in: Schmidt/Lutter, § 93 AktG Rn. 15; *Spindler*, AG 2013, 889, 890.

1191 *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 59.

1192 *Spindler,* in: MüKo-AktG Vor § 76 Rn. 14; *Kuntz*, AG 2016, 101, 103f; *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 430, 435; *Hüffer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 334, 340f.

1193 *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 430, 435, in Fn. 23 verweisend auf *Geßler*, JW 1937, 497: „[…] Zu keiner Zeit war die Hauptversammlung i.S. des Handelsgesetzbuches tatsächlich das oberste Verwaltungsorgan. Sie entschied nicht über die Geschicke der Aktiengesellschaft, so viele Beschlüsse auch gefaßt wurden, die das nach außen kundtun sollten. Die Masse der Aktionäre war auf der Hauptversammlung überhaupt nicht vertreten. Wenn sie aber vertreten war, so fehlte ihr jeder Einblick in die schwierigen Fragen der Leitung, und sie mußte ihre Beschlüsse nach Gutdünken fassen.“.

1194 Vgl. die amtliche Begründung zum Aktiengesetz 1937 bei *Klausing*, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktien-Gesetz) : nebst Einführungsgesetz und "amtlicher Begründung", S. 56: „Die grundsätzlichen Entscheidungen über die Geschicke der Aktiengesellschaft lie-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Eingeschränkt ist die Handlungsfreiheit des Vorstands primär durch die Bindung an das Gesellschaftsinteresse[1195]. Nach dem pluralistischen Verständnis des Gesellschaftsinteresses hat der Vorstand bei seinen Entscheidungen und Handlungen die Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer, sonstiger mit dem Unternehmen verbundenen Unternehmen und der Öffentlichkeit in einen Ausgleich im Sinne praktischer Konkordanz zu bringen[1196].

bb) Funktionelle Bedeutung der Leitungsautonomie

Der Leitungsautonomie kommt in funktioneller Hinsicht mehr als die Begründung und Absicherung der unternehmerischen Freiheit des Vorstands zu. Sie sichert zudem die Trennung von Inhaberschaft und Führung der Gesellschaft und versucht durch die Rückbindung an das Gesellschaftsinteresse die Leitung der Gesellschaft an überindividuelle Interessen zu binden[1197]. Damit schützt die Leitungsautonomie die Funktion der Rechtsform der Aktiengesellschaft als „Kapitalsammelbecken“[1198]. Abtrennung der Leitung der Gesellschaft von der Inhaberschaft, sowie Rückbindung an das pluralistisch aufzufassende Gesellschaftsinteresse dienen nämlich dem rational-ökonomischen Interesse eines (Klein-)Anlegers, der sich in die Gesellschaft nur mit seiner Einlage einbringen will, ohne sich darüber hinaus mit der Gesellschaft auseinandersetzen zu müssen[1199]. Die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft büßt an Attraktivität ein, wenn der (Klein-)Anleger befürchten muss, die Leitung der Gesellschaft orientiere sich an den Interessen einzelner Aktionäre, wenn er sich nicht selbst aktiv engagiere und

---

gen bei der persönlich nicht verantwortlichen Mehrheit der Geldgeber, denen meistens der *genaue und sachkundige Einblick in die Geschäfte und in den Stand der Gesellschaft fehlt* [Hervorhebung nur hier] und die im Wesentlichen darauf bedacht sind, die Belange des Kapitals in den Vordergrund zu stellen […].“; hierauf abstellend *Fleischer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 430, 435 Fn. 23.

1195 *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 AktG Rn. 60.

1196 Siehe die Nachweise zum sog. *Stakeholder*-Ansatz in Fn. 693.

1197 *Kuntz*, AG 2016, 101, 104.

1198 *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 29; zur Funktion als „Kapitalsammelbecken“ *Hoffmann-Becking,* in: Münch HdB GesR-IV, § 2 Rn. 4; „Kapitalsammelstelle“ bei *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 67.

1199 *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 30.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dem entgegenwirke[1200]. Diesen Befürchtungen begegnet der Gesetzgeber, indem er dem Vorstand gegenüber den Aktionären eine starke Stellung einräumt und ihn auf das überindividuelle Unternehmensinteresse verpflichtet. Es handelt sich mithin auch um eine funktionelle Absicherung des Leitbilds des passiven Aktionärs. Die Entscheidung, die Leitung der Gesellschaft in die Hände eines im Verhältnis zur Hauptversammlung sachkundigeren Vorstands zu legen[1201], kann dabei aus Sicht des Anlegers nicht nur Befürchtungen vor an Partikularinteressen orientierter Leitung begegnen, sondern auch für die Amtszeit konkreter Mitglieder des Vorstands eine positive Vertrauens- und damit Investitionsgrundlage schaffen[1202]. Denn bereits der Aktienrechtsreform 1937 lag zugrunde, dass ein selbstständig und eigenverantwortlich handelnder Vorstand nicht nur dem Machtmissbrauch von Mehrheitsaktionären zu Lasten von Kleinanlegern Abhilfe leistet, sondern auch zu einer qualifizierteren und damit erwartbar erfolgreicheren Unternehmensführung beitragen kann[1203]. Die Konkretisierung der Leitungsaufgabe durch das Gesellschaftsinteresse verbunden mit der persönlichen Haftung des Vorstands bieten überdies einen verhältnismäßig effektiven Schutz gegenüber der Ausrichtung an Individualinteressen einzelner Aktionäre, verglichen mit der Situation, in der der Vorstand weisungsgebunden und dadurch der oder die anweisenden (Mehrheits-)Aktionäre Haftungssubjekt sind[1204]: Erstens sind die Voraussetzungen einer Haftung des Vorstands aufgrund der Beweislastumkehr des § 93 II S. 2 AktG verglichen zur Inanspruchnahme eines Aktionärs bedeutend geringer[1205]. Und zweitens besteht für den persönlich haftenden Vorstand nicht die Möglichkeit, Haftungsrisiken durch die aus der Verletzung des Gesellschaftszwecks erstrebten Vorteile auszugleichen.

1200 Ebda.

1201 Die Leitung der Gesellschaft dient dem Interesse an professioneller Führung der Gesellschaft, *Hoffmann-Becking,* in: Münch HdB GesR-IV, § 2 Rn. 6.

1202 *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 31, 33.

1203 Siehe die Nachweise in Fn. 1194; so auch *Kuntz*, AG 2016, 101, 103: „Im Ergebnis geht es um die Schaffung von Strukturen, die effiziente und informierte Entscheidungen im Interesse aller Aktionäre ermöglichen".

1204 Vgl. zu diesen Gedanken *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 32.

1205 Zu den hohen Anforderungen und den Nachweisschwierigkeiten bei Inanspruchnahme eines aktivistischen Aktionärs siehe bereits unter § 4 D. II. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

cc) Zwischenergebnis

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Leitungsautonomie zunächst Grundlage der unternehmerischen Freiheit des Vorstands ist, die ein gerechtfertigtes Gegengewicht in dessen persönlicher Haftung findet. Die Leitungsautonomie sichert zudem eine Trennung von Inhaberschaft und Leitung ab, durch die alle Aktionäre idealerweise von einer nicht an Individual-, sondern am überindividuellen Gesellschaftsinteresse orientierten, qualifizierten Leitung der Gesellschaft ausgehen können. Ihr kommt somit eine funktionelle Bedeutung dahingehend zu, dass sie als Garant effektiver, informierter unternehmerischer Entscheidungen im Interesse aller Aktionäre wirkt.

b) Einflussnahme der Stimmrechtsberater auf Entscheidungen des Vorstands

Wie Stimmrechtsberater Einfluss auf Entscheidungen des Vorstands nehmen, ist bereits dargelegt worden[1206]. Zur Vermeidung von Wiederholungen sei hierauf verwiesen und an dieser Stelle nur noch einmal Folgendes kurz ins Gedächtnis gerufen: Der Einfluss der Stimmrechtsberater auf Entscheidungen des Vorstands basiert auf ihrem erheblichen Einfluss auf das Abstimmungsergebnis der Hauptversammlung[1207]. Wenngleich ihr Einfluss aus dem formellen Stimmrecht rührt, wirkt er doch auf informellem Wege. Zuvörderst ist hierbei die in vorauseilendem Gehorsam vorgenommene Anpassung der Beschlussvorschläge des Vorstands an Stimmrechtsrichtlinien der Proxy Advisors zu nennen. Bei Beschlussgegenständen, hauptsächlich bei Strukturentscheidungen, ist aufgrund der in den Stimmrechtsrichtlinien enthaltenen Ermessenspielräume allerdings keine sichere Anpassung der Beschlussvorschläge an die Ansichten der Stimmrechtsberater möglich. Um negative Abstimmungsergebnisse zu vermeiden, insbesondere um zunächst ein Stimmungsbild einzufangen und den geplanten Beschlussvorschlag zu bewerben, nimmt der Vorstand von sich aus Kontakt zu Stimmrechtsberatern auf. Die Kontaktaufnahme kann auch in umgekehrter Richtung geschehen, wenn ein Stimmrechtsberater zusätzliche

1206 Siehe dazu unter § 4 D. I. 2.

1207 Zum rechtstatsächlichen Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis siehe bereits unter § 2 D. I., zum Einfluss auf Emittenten unter § 2 D. II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Informationen zu einem Beschlussgegenstand verlangt. In beiden Konstellationen findet ein inhaltlicher Austausch zwischen Vorstand und Stimmrechtsberater statt, dessen Ergebnis Auswirkungen auf die Entscheidung der Formulierung bzw. Stellung eines bestimmten Beschlussvorschlags haben kann. Grundsätzlich kann es dazu bei allen Beschlussgegenständen kommen, egal, ob sie vom Vorstand oder von Aktionären auf die Hauptversammlungsagenda gesetzt werden.

Bei voraussichtlich umstrittenen Beschlussgegenständen, die ein knappes Abstimmungsergebnis erwarten lassen, aber vor allem auch bei personalpolitischen Themen wird der Vorstand von sich aus ein gesteigertes Interesse daran haben, sich der Unterstützung durch die Stimmrechtsberater zu vergewissern. Beschlussanträge wie der Entzug des Vertrauens durch die Hauptversammlung gem. § 84 III S. 2 AktG und umso mehr die jährliche Entlastung des Vorstands gem. § 120 I AktG sind für die Mitglieder des Leitungsorgans kritisch. Sie bieten den Aktionären die Möglichkeit, ihren Unmut über die Leistung der Unternehmensleitung Ausdruck zu verleihen[1208]. Die Entlastung bietet mithin ein Forum für die Bewertung und Hinterfragung der Geschäftsleitung und -führung und dadurch auch einzelner Maßnahmen, sowie der Unternehmenspolitik im Allgemeinen[1209]. Zudem drückt die Entlastung nicht nur die Billigung der Arbeit des Vorstands, sondern auch Vertrauen in sein künftiges Handeln aus[1210]. Zu befürchten steht indes, dass im Rahmen solcher Beschlussgegenstände Stimmrechtsberater im informellen Gespräch mit dem Vorstand gerade auf einzelne Maßnahmen der Geschäftsführung oder die Unternehmenspolitik zu sprechen kommen. Hierdurch könnte es zu einer Ausweitung des Einflusses von Themen der Hauptversammlung hin zu konkreten Maßnahmen der Geschäftsführung kommen[1211].

c) Minimierung des Einflusses der Stimmrechtsberater durch den Vorstand?

Bevor der Frage nachgegangen werden soll, ob der Einfluss der Stimmrechtsberater mit der Leitungsautonomie des Vorstands konfligiert, soll ge-

1208 Siehe die Nachweise in Fn. 971.
1209 Siehe die Nachweise in Fn. 973.
1210 Siehe die Nachweise in Fn. 968.
1211 Hierin könnte ein Verstoß gegen § 119 II AktG zu sehen sein, hierzu siehe unter § 4 E. I. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

prüft werden, ob und falls ja wodurch und wie wirksam der Vorstand selbst den Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis minimieren kann.

aa) Vorschläge zum Umgang mit Stimmrechtsberatern

Zunächst kann versucht werden, auf die Ausgestaltung der Stimmrechtsrichtlinien Einfluss zu nehmen[1212]. Die Stimmrechtsberater überprüfen ihre Stimmrechtsrichtlinien jährlich und ziehen dabei Anregungen und Informationen ihrer Kunden, aber auch von Emittenten mit in die Überarbeitung der Richtlinien ein[1213]. Insofern besteht die Chance, die Stimmrechtsberater auf Probleme bei der Anwendung der Richtlinienvorgaben hinzuweisen[1214]. Die Wirkkraft solcher Anstrengungen wird jedoch gering blieben, da eine Vielzahl an Rückmeldungen von Investoren, Emittenten und aus der Wissenschaft die Stimmrechtsberater erreichen und diese die Ausgestaltung der Stimmrechtsrichtlinien primär im Interesse ihrer Kunden, der Investoren, und nicht in dem eines einzelnen Emittenten vornehmen werden[1215]. Zudem verringert die Anpassung der Stimmrechtsrichtlinien an die Bedürfnisse des Emittenten zwar, dass der Vorstand in Konflikt mit den Stimmempfehlungen kommt. Am Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis ändert sich hierdurch allerdings nichts.

Ebenso sinnvoll, wie letztlich aber ineffektiv, was die Minderung des Einflusses der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis betrifft, ist die optimierte Bereitstellung aller relevanten Informationen für den Stimmrechtsberater[1216]. Hierdurch lässt sich das Risiko vermindern, dass die Abstimmungsempfehlung auf Grundlage falscher Tatsachen getroffen wird. Da die Hauptversammlungsagenda Ausgangspunkt der Erstellung der Empfehlungen ist, empfiehlt sich eine Offenlegung der für Stimmrechtsberater interessanten Informationen in den Hauptversammlungsunterlagen[1217]. Im Hinblick auf das Gebot informationeller Gleichbehandlung aller Aktionäre ist die Veröffentlichung von Informationen in den

1212 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2732.
1213 Zur Entwicklung und Aktualisierung der Stimmrechtsrichtlinien siehe bereits unter § 2 A I. 1.; speziell zum Vorgehen von *ISS* und *Glass Lewis* siehe die Nachweise in Fn. 27, 28.
1214 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2732.
1215 Ebda.
1216 Zu diesem Gedanken *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2733f.
1217 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2734.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Hauptversammlungsunterlagen für den Vorstand eine rechtssichere Option[1218]. Daneben sollte die mittlerweile für Emittenten bestehende Möglichkeit genutzt werden, die bei der Empfehlungsentwicklung verwendeten Daten zu überprüfen und den Stimmrechtsberater hierauf hinzuweisen[1219].

Vorschläge, im Vorfeld der Hauptversammlung Kontakt mit Stimmrechtsberatern aufzunehmen oder die eigenen Beschlussvorschläge an die Stimmrechtsrichtlinien anzupassen[1220], sind aus Sicht des Vorstands sinnvoll, erforderlich und gängige Praxis. Abhilfe hinsichtlich des Einflusses können sie allerdings nur insoweit schaffen, als dass es dem Vorstand im informellen Rahmen gelingt, den Stimmrechtsberater von seinen Ansichten zu überzeugen. Gleichzeitig sind Anpassung der Beschlussvorschläge und informeller Kontakt jedoch gerade das „Problem", denn durch sie wirkt der Einfluss der Stimmrechtsberater. Folglich mögen sie ratsam sein, wenn es um die Vermeidung negativer Abstimmungsergebnisse geht. Eine Minimierung des faktischen Einflusses der Stimmrechtsberater ist hierdurch jedoch nicht zu erreichen.

Insgesamt sind Maßnahmen zum verbesserten Umgang mit Stimmrechtsberatern aus Sicht des Vorstands sinnvoll, um auf eine informierte, den Beschlussvorschlägen folgende Stimmempfehlung hinzuwirken. Hierdurch lassen sich Situationen vermeiden, in denen der Vorstand Abstand von seinen Beschlussvorschlägen nehmen muss, nur weil ein Stimmrechtsberater unzureichend informiert ist. Dem faktischen Einfluss und damit der Bedeutung für die Entscheidungen des Vorstands können sie hingegen nur in äußerst begrenztem Maße entgegenwirken.

bb) Verstärkung der Investor-Relations zu den Aktionären

Vielversprechender könnten in dieser Hinsicht die Übertragung von Handlungsempfehlungen zum Umgang mit aktivistischen Investoren sein. So wird vorgeschlagen, nicht nur mit dem Stimmrechtsberater in Kontakt

1218 Ausführlich zur Schranke der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre siehe unter § 4 E. I. 1. b).

1219 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2734f; *Glass Lewis* und *ISS* bieten Emittenten mittlerweile zum Teil diese Möglichkeit, siehe dazu unter § 5 D. III. 2.

1220 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2734f; *Linnartz*, GoingPublic Magazin 2015, 24, 26.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zu treten, sondern direkt mit den Aktionären[1221]. Dieses Vorgehen wird im Zuge der ARL II durch Art. 3a (Identifizierung der Aktionäre) unterstützt, der den Emittenten die Kontaktaufnahme mit den Endanlegern erleichtern will[1222]. Es empfiehlt sich insbesondere, wenn nach Selbstanalyse absehbar ist, dass es zu einer umkämpften Abstimmung kommen kann. Ein proaktives Vorgehen des Vorstands kann dabei Vertrauen bei den kontaktierten Aktionären hervorrufen, die dadurch wissen, dass der Vorstand sich mit dem Thema aktiv auseinandersetzt[1223]. Übertragen auf den Umgang mit Stimmrechtsberatern heißt das, dass der Vorstand, der der Hauptversammlung einen Beschlussvorschlag unterbreiten will, der voraussichtlich nicht die Zustimmung eines bedeutenden Stimmrechtsberaters findet, sich frühzeitig unter Hinweis auf diese Problematik direkt an Paketaktionäre wenden sollte. *Langenbucher* plädiert insoweit für eine Flucht des Vorstands nach vorne durch Etablierung einer Abweichungskultur, wie sie im Umgang mit dem DCGK angelegt ist[1224]. Weiterer präventiver Baustein sollte eine aktive und transparente Öffentlichkeitsarbeit mit Darstellung von Strategie und Ereignissen im Unternehmen sein[1225]. In diesem Zusammenhang kann es sich auch anbieten, genau das begründete Abweichen von den Corporate Governance Vorgaben der Stimmrechtsberater zum Gegenstand einer Pressemitteilung zu machen[1226].

cc) Bewertung

Umgang und Kontakt mit den Stimmrechtsberatern zielen auf die Vermeidung negativer Abstimmungsempfehlungen. Sinnvoll und relativ erfolgsversprechend sind Anstrengungen, die Stimmrechtsberater bereits vorab durch Veröffentlichungen mit korrekten und übersichtlich dargestellten Informationen zu versorgen, um sicherzustellen, dass den Empfehlungen

---

1221 In Bezug auf dem Umgang mit Stimmrechtsberatern *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2735; *Linnartz*, GoingPublic Magazin 2015, 24, 26; zur Abwehr von aktivistischen Investoren *Kocher*, DB 2016, 2887, 2889; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1052; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 59; *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 200; *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 696.

1222 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2735; zur Identifizierung der Aktionäre in der ARL II siehe unter § 5 B. I. 1.

1223 *Kocher*, DB 2016, 2887, 2889.

1224 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 742.

1225 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 59; *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 696.

1226 *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2735.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

die richtigen Tatsachen zugrunde liegen. Hierzu gehört auch die Kontrolle der von den Stimmrechtsberatern verwendeten Informationen. Insofern besteht tatsächlich die Chance, negativen - weil inhaltlich offensichtlich falschen - Einfluss zu minimieren. Eine Anpassung an die Stimmrechtsrichtlinien stellt hingegen keine Verringerung des Einflusses der Stimmrechtsberater, sondern eine Kapitulation ihnen gegenüber dar. Das Werben für Unternehmensstrategie und einzelne Beschlussgegenstände bei den Stimmrechtsberatern im informellen Gespräch mag erfolgreich sein. Der Erfolg liegt hierbei jedoch nicht in einer Begrenzung des Fremdeinflusses, sondern lediglich darin, dass die Stimmrechtsberater von sich aus, aus freien Stücken ihren Einfluss zugunsten des Vorstands ausüben. Will der Vorstand von sich aus den Einfluss minimieren, so muss er den direkten Kontakt zu Paketaktionären suchen, um sicherzustellen, dass seine Vorschläge ohne Zustimmung der Stimmrechtsberater auf der Hauptversammlung eine Mehrheit finden. Ergänzend zu einer umfangreichen Öffentlichkeitsarbeit wird hierzu ein proaktives Vorgehen erforderlich zu sein. Ob sich hierdurch eine echte „Abweichungskultur" entwickeln lässt, scheint äußerst zweifelhaft[1227]. Will der Vorstand die Paketaktionäre für seine Sache gewinnen, so muss er sie zunächst erreichen. Mit Umsetzung der ARL II wird dies dem Vorstand leichter fallen als bisher[1228]. Ein erhebliches Problem bleibt dennoch: Haben die Aktionäre denn überhaupt ein Interesse am Dialog mit dem Vorstand des Emittenten? Ist nicht gerade das Desinteresse an der einzelnen Beteiligung Grund für die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters?[1229] Im apathischen Aktionär, der kein Interesse daran hat, sich in die Gesellschaft einzubringen und „blind" den Abstimmungsempfehlungen folgt, wird der Vorstand keine Stütze zur Verringerung des Einflusses der Stimmrechtsberater finden. Nimmt man nun aktive Investoren, die Interesse an der Entwicklung des Emittenten haben und Stimmrechtsberater, wenn überhaupt, nur als Informationsintermediär nutzen, so besteht tatsächlich die Chance, Unterstützung für die Hauptversammlung zu gewinnen. Doch auch solche Aktionäre werden nicht in der Lage sein, bei jeder Gesellschaft, an der sie beteiligt sind, einen aktiven Austausch mit dem Vorstand zu führen. Überdies ist zu bedenken, dass die Stimmmacht der Stimmrechtsberater für den Vorstand gerade in Konstellationen von besonderer Bedeutung ist, in denen aktivistische Aktionäre für die Unternehmensleitung unliebsame Beschlussgegenstände auf die Ta-

1227 Optimistisch hingegen *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 742.
1228 Siehe hierzu unter § 5 B. I. 1.
1229 Zur rationalen Apathie institutioneller Investoren siehe unter § 2 C. I. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gesordnung setzen oder eine Ablehnung der Vorschläge des Vorstands herbeizuführen suchen. In einer solchen Lage ist die Aktivierung von Paketaktionären für die Sache des Vorstands ohnehin unumgänglich, wird eben in solchen Fällen die Zustimmung der Stimmrechtsberater zum „Zünglein an der Waage". Eine weitreichende Minimierung des Einflusses der Stimmrechtsberater dürfte nach jetzigem Stand äußerst schwerfallen bzw. unmöglich sein. Abschließend steht jede Kontaktaufnahme außerhalb der Hauptversammlung, sei es mit Aktionären, sei es mit Stimmrechtsberatern, unter den Schranken der informationellen Gleichbehandlung[1230], des Insiderrechts[1231] und der Verschwiegenheitspflicht[1232], sodass dem Vorstand hierdurch Grenzen gesetzt sind bzw. sein sollten.

d) Der Vorstand im Spannungsfeld von Leitungsautonomie und Einfluss der Stimmrechtsberater

aa) Grenzen der Vereinbarkeit von Leitungsautonomie und Einflussnahme von Aktionären

Die Frage nach der Machtbalance zwischen Vorstand und Hauptversammlung gipfelte in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zu den ungeschriebenen Kompetenzen der Hauptversammlung[1233]. Aktueller sind die Diskussionen zur Frage, ob und inwieweit der Vorstand sich selbst seiner Leitungsautonomie entäußern kann[1234]. Ausgangspunkt ist hierbei, dass der Vorstand sich grundsätzlich der weisungsfreien Leitung nicht durch vertragliche Bindung begeben darf[1235]. Vorliegend geht es jedoch nicht um Konstellationen, in denen sich der Vorstand selbst der Leitungsautonomie entledigen will oder ein anderes Organ zusätzliche Kompetenzen beansprucht. Zu bewerten ist, ob und inwieweit die Einflussnahme der Stimmrechtsberater mit der Leitungsautonomie des Vorstands konfligiert. Dieser

---

1230 Siehe hierzu ausführlich unter § 4 E. I. 3. b).
1231 Siehe hierzu unter § 4 E. I. 3. c) aa).
1232 Siehe hierzu unter § 4 E. I. 3. c) bb).
1233 Siehe hierzu *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 69f.
1234 Siehe hierzu *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 92ff.
1235 *Lutter*, in: FS Fleck, S. 169, 184; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 AktG Rn. 27; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 28; *Weber,* in: Hölters, § 76 AktG Rn. 16; *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 76 Rn. 68ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Einfluss wirkt weder vertraglich noch organschaftlich, sondern faktisch. Fraglich ist mithin, ob faktischer Einfluss die in § 76 I AktG postulierte Leitungsautonomie beeinträchtigen kann. So steht zu befürchten, dass der Vorstand nicht mehr eigenverantwortlich handelt, wenn aktivistische Aktionäre Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen nehmen[1236]. Unvereinbar wäre jedenfalls ein Micro-Management unternehmerischer Entscheidungen mit der Leitungsautonomie des Vorstands[1237]. Dem wird entgegengehalten, dass bei Ausübung faktischen Drucks den aktivistischen Aktionären gerade kein Weisungsrecht gegenüber dem Vorstand zustehe[1238]. Deshalb verbleibe die unternehmerische Entscheidung stets beim Vorstand, und dies unabhängig davon, ob der Vorstand aus eigener Überzeugung den Forderungen aktivistischer Aktionäre nachkomme oder sich ihm auch nur notgedrungen beuge[1239]. Dem ist entgegenzutreten. Aufgabe der Leitungsautonomie ist es gerade, dem Vorstand einen autonomen Kompetenzbereich zu schaffen, in dem er frei von Einflussnahme der Hauptversammlung agieren kann[1240]. Die Überlegungen zur Leitungsautonomie haben gezeigt, dass es sich um eine bewusste Schaffung einer starken Position des Vorstands handelt[1241]. Dem liegt die Überzeugung zugrunde, dass eine Aktiengesellschaft erfolgreicher ist, wenn ihre Führung in den Händen eines sachkundigen Vorstands liegt[1242]. Zugleich soll damit dem Interesse von Kleinanlegern gedient sein, die keinen Einfluss von Individualinteressen bei der Unternehmensleitung zu fürchten haben[1243]. Der Vorstand muss deshalb die Leitung der Gesellschaft nach eigenem Ermessen ausüben können, beschränkt nur durch Gesetz und Satzung. Rückgebunden ist der Vorstand an das Gesellschaftsinteresse, wodurch eine Verfolgung von Partikularinteressen ausgeschlossen werden soll[1244]. Der Vorstand darf sich mithin nicht entgegen seiner unternehmerischen Entscheidung der Einflussnahme unterordnen[1245]. Bei Einschränkung der Leitungs-

1236 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299f; *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1305; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7.
1237 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227.
1238 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 133.
1239 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 133f.
1240 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 300.
1241 Siehe dazu unter § 4 E. I. 1. a).
1242 Nachweise in Fn. 1194, 1201.
1243 Fn. 1199.
1244 Fn. 1197.
1245 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 316.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

autonomie wäre überdies die strenge Organhaftung nach § 93 II AktG nicht mehr zu rechtfertigen[1246]. Unter Einbeziehung dieser funktionellen Aspekte kann mitnichten behauptet werden, dass eine Einschränkung der Leitungsautonomie nur durch bindende Weisungen gegenüber dem Vorstand eintreten kann. Im Vordergrund muss die Frage stehen, ob der Vorstand bei Leitung der Gesellschaft weiterhin unabhängig nach bestem Wissen und Gewissen Entscheidungen treffen kann, oder ob der faktische Einfluss seine Ermessensfreiheit korrumpiert. Selbstverständlich ist die faktische Einflussnahme aus Sicht eines passiven (Klein-) Anlegers zumindest auf den ersten Blick weniger problembehaftet als ein bis zur Aktienrechtsreform 1937 bestehendes Weisungsrecht der Hauptversammlung gegenüber dem Vorstand. Denn immerhin ist keine informierte Teilnahme an der Hauptversammlung erforderlich, um die Wahrung der eigenen Interessen sicherzustellen. Die Überlegungen zur Funktion der Leitungsautonomie laufen dennoch leer, wenn zwar auf formeller Ebene die Autonomie gewahrt ist, sie auf informeller Ebene aber konsequent unterlaufen wird[1247]. Ist der faktische Druck auf den Vorstand hoch genug, wird er seine Entscheidungen nicht mehr ausschließlich daran ausrichten, was nach seinem Ermessen dem Unternehmensinteresse am förderlichsten ist. Ein allein auf das Vorliegen von Weisungen abstellendes Verständnis lässt außer Acht, dass der Druck auf den Vorstand nicht ausschließlich auf einem Wege und bei einem Thema Wirkung entfaltet. Dies zeigt sich auch daran, dass auf dem formellen Verständnis der Leitungsautonomie fußend weiterhin argumentiert wird, dass Aktionärsaktivismus nur die aktive Wahrnehmung der mitgliedschaftlichen Rechte fordere und deshalb hierin kein Verstoß gegen die Kompetenzordnung vorliegen könne, denn die Aktionärsrechte stünden dem Aktionär ja gerade von Gesetzes wegen zu[1248]. Zuzustimmen ist dieser Aussage lediglich insoweit, dass die Ausübung der formellen Aktionärsrechte dem Aktionär von Gesetzes wegen zustehen und damit allein logischerweise das Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft nicht in Schieflage gebracht werden kann. Außer Acht gelassen wird jedoch, dass Druck nicht nur auf formellen Einflussmitteln beruht, son-

1246 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 300; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, § 76 AktG Rn. 21; *Spindler*, AG 2013, 889, 890.

1247 Ebenso *Vedder*, in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 34.

1248 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 134, der einen Konflikt von Aktionärsaktivismus und Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft deshalb sogar als „paradox" bezeichnet.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dern hauptsächlich durch informelle Einflussnahme wirkt[1249]. Bei Verfolgung einer aktivistischen Agenda kommt hinzu, dass mehrere formelle, wie auch informelle Instrumente verwendet werden können mit der einzigen Zielsetzung, den Druck auf den Vorstand hoch zu halten, um ihn in einem konkreten Punkt zum Einlenken zu bewegen. Einfallstor für Druck auf den Vorstand sind insbesondere personalpolitische Beschlussgegenstände. Zuvörderst ist hierbei die Entlastung nach § 120 I AktG anzuführen. Einschneidender als die Schadensersatzhaftung ist für den Vorstand seine unternehmenspolitische Verantwortlichkeit; wird dem Vorstand das Vertrauen versagt, so steht nämlich seine berufliche Existenz auf dem Spiel[1250]. Die Entlastung ist hierdurch nicht nur effektives Mittel der Hauptversammlung den Vorstand zu Leistung anzuspornen[1251], sondern bietet umgekehrt auch die Möglichkeit, durch sachfremde Erwägungen Einfluss auf die Entscheidungsfindung des Vorstands zu nehmen. Weitere Probleme mit dem Kompetenzgefüge treten zudem dadurch auf, dass der informelle Einfluss *vor* der Hauptversammlung und eben nicht *auf* der Hauptversammlung wirkt, wo die Aktionäre gem. § 118 I AktG ihre Rechte wahrnehmen sollen[1252]. Sehr eng verbunden mit dem Einfluss auf die Leitungsautonomie ist schließlich auch die Frage nach der Vereinbarkeit mit § 119 II AktG, wenn sich die Einflussnahme auf Maßnahmen bezieht, die der Zuständigkeit der Hauptversammlung entzogen sind. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Leitungsautonomie ihre Funktion nicht mehr erfüllen kann, wenn sie nur noch formal besteht und dem Vorstand aber faktisch außerhalb der Hauptversammlung ein fremder Wille aufgezwungen werden kann[1253]. Beeinträchtigungen der Leitungsautonomie wird man mithin annehmen müssen, wenn die Leitung in eigener Verantwortung faktischem Einfluss ausgesetzt ist.

1249 *Inci*, Shareholder Engagement, S. 134 erkennt zwar die informelle Einflussnahme an, lässt sie bei der Beurteilung aber außer Betracht.
1250 *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 176f.
1251 *Hommelhoff*, Die Konzernleitungspflicht, S. 177.
1252 Siehe hierzu unter § 4 E. IV. 2.
1253 So im Ergebnis auch *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 34.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

bb) Konkret: Konflikte zwischen Leitungsautonomie und Berücksichtigung des Einflusses der Stimmrechtsberater

Übertragen auf die Einflussnahme durch Stimmrechtsberater ergibt sich folgendes Bild: Die in vorauseilendem Gehorsam vorgenommene Anpassung der Beschlussvorschläge an die Stimmrechtsrichtlinien ist kritisch zu beurteilen. Es ist nachvollziehbar, dass der Vorstand zu diesem Mittel greift, um für ihn negative Hauptversammlungsvoten zu vermeiden. Vorliegend geht es aber um die Frage, ob der Vorstand hierbei noch immer frei seine Entscheidungen im Unternehmensinteresse trifft. Man könnte nun das Argument anführen, dies sei der Fall, denn der Vorstand habe die unternehmerische Entscheidung getroffen, sich den Vorgaben der Stimmrechtsrichtlinie zu beugen. Diese Entscheidung könnte ganz objektiv im Interesse der Gesellschaft liegen, um ein Sinken des Börsenkurses aufgrund negativer Hauptversammlungsvoten zu vermeiden. Hiergegen spricht aber, dass im Hinblick auf die funktionelle Bedeutung der Leitungsautonomie in der unter Fremdeinfluss getroffenen Entscheidung keine unabhängige Ermessensausübung der unternehmerischen Freiheit des Vorstands gesehen werden kann. Bei faktischem Einfluss wird dem Vorstand in Abgrenzung zur Weisung immer ein Ermessensspielraum verbleiben. Dies wahrt jedoch nicht das Konzept der Leitungsautonomie. Reduziert sich das Ermessen auf die Wahl zwischen den Vorgaben des Stimmrechtsberaters und der aus Sicht des Vorstands eigentlich sinnvollen Ausgestaltung eines Beschlussvorschlages, kann von keiner freien Ermessensausübung mehr gesprochen werden. Dann steht zu befürchten, dass der Vorstand sich an Stimmempfehlungen ausrichtet, von deren Zweckmäßigkeit für das Unternehmen er nicht überzeugt ist[1254]. Durch den Einfluss der Stimmrechtsberater kommt es zwar zu keiner rechtlichen Einschränkung der weisungsfreien Leitung der Gesellschaft, aber sie erhöht die Gefahr der Überregulierung[1255], wodurch es zu einer faktischen Einengung der Leitungsautonomie kommt. Die Gefahr der Überregulierung wird bereits im Hinblick auf den DCGK beklagt, erhöht sich aber durch das Hinzutreten und die Konkurrenz durch die Corporate Governance Vorstellung der Stimmrechtsberater[1256]. Problematisch ist insbesondere, dass deren Stimm-

1254 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 741f.

1255 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 Rn. 38; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 741f.

1256 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 76 Rn. 38; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 741f; *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865f; zur Konkur-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsrichtlinien von den Vorgaben und Anregungen des DCGK abweichen, über sie hinausgehen oder im Widerspruch zu ihnen stehen[1257]. Die Stimmrechtsrichtlinien erzeugen im Vergleich zum DCGK einen höheren Befolgungsdruck: Bei Abweichung vom DCGK muss der Vorstand dies gem. § 161 AktG nur erklären und begründen. Die Abweichung von den Stimmrechtsrichtlinien hingegen führt zu einer ablehnenden Empfehlung und birgt damit ein erhöhtes Risiko eines negativen Hauptversammlungsvotums.[1258] Von einer Etablierung einer Abweichungskultur von den Vorgaben der Stimmrechtsberater, wie sie mit dem *comply-or-explain* Ansatz im DCGK vorgesehen ist, ist nicht auszugehen[1259]. Dagegen spricht vor allem, dass Investoren oftmals den Empfehlungen der Stimmrechtsberater folgen, ohne sich mit den Argumenten der Emittenten auseinanderzusetzen.

Für die Einflussnahme bezüglich konkreter Abstimmungsgegenstände nach informellem Kontakt zwischen Stimmrechtsberater und Vorstand gilt nichts anderes. Die Beschlussgegenstände auf der Hauptversammlung sind der Kompetenz der Hauptversammlung zugeordnet. Die Entscheidung über Zustimmung und Ablehnung zu diesen Punkt steht somit der Hauptversammlung zu. Zu einer Einschränkung der Leitungsverantwortung kann es jedoch insoweit kommen, als dass der Vorstand der Hauptversammlung nicht die aus seiner Sicht beste Entscheidung zur Abstimmung unterbreitet, sei es durch Änderung oder gar durch Nichteinbringung eines Beschlussvorschlages. Zu bedenken bleibt überdies stets, dass die Beschlussempfehlungen der Stimmrechtsberater am Interesse ihrer Kunden, also vornehmlich am *Shareholder-Value* und nicht am überindividuellen Unternehmensinteresse, dem allerdings der Vorstand verpflichtet ist, orientiert sind. Hinzu kommt die Gefahr, dass sich Interessenkonflikte der Stimmrechtsberater auf Empfehlungen auswirken können.

---

renz zwischen dem DCGK und den Stimmrechtsrichtlinien siehe bereits unter § 2 E. V. 3.

1257 *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865, 866; zur Abweichung der Stimmrechtsrichtlinien von Vorgaben in Gesetz und Kodex siehe bereits unter § 2 E. V. 2.

1258 *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865, 866.

1259 So aber *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 742.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Keine Entscheidung der Aktionäre über Geschäftsführungsmaßnahmen, § 119 II AktG

Eine in engem Zusammenhang mit der Leitungsautonomie stehende Frage ist zudem, inwieweit Stimmrechtsberater durch ihre Stimmmacht faktisch auch Einfluss auf Maßnahmen nehmen, die nicht der Zuständigkeit der Hauptversammlung unterfallen. Es droht die Gefahr, dass auch solche Entscheidungen nicht mehr ausschließlich am Unternehmensinteresse orientiert getroffen werden. Diese Bedenken werden im Zusammenhang mit verstärktem Engagement von (Paket-) Aktionären geäußert[1260]. § 119 II AktG sichert die Leitungsautonomie des Vorstands zusätzlich ab, indem festgesetzt wird, dass die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden kann, wenn der Vorstand es verlangt[1261]. Damit ist § 119 II AktG klarer Ausdruck der Entscheidung, die Aktionäre von der Geschäftsführung auszuschließen. Ihre Zustimmung sieht die Unternehmensverfassung nur bei Strukturentscheidungen[1262] und in Fällen ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten vor, also in Konstellationen, in denen Maßnahmen der Geschäftsführung so tief in das Mitgliedschaftsrecht der Aktionäre eingreifen, dass sie einer Satzungsänderung nahekommen[1263]. Als Einfallstor einer Ausweitung der Einflussnahme auf Maßnahmen der Geschäftsführung sind die Entlastung nach § 120 I AktG[1264] und das Vergütungsvotum nach § 120 IV AktG[1265] zu nennen. Unklar ist noch, wieweit die Einflussnahme der Stimmrechtsberater insoweit reicht. Die Entlastung bietet allerdings ein Forum für die Bewertung und Hinterfragung einzelner Geschäftsführungsmaßnahmen, sowie der Unternehmenspolitik im Allgemeinen[1266]. Im Rahmen der Erstellung der Stimmempfehlung zu diesem Beschlussgegenstand steht mithin zu befürchten, dass Stimmrechtsberater im informellen Treffen auch das Gespräch auf einzelne Maßnahmen der Geschäftsführung lenken bzw. dass der Vorstand von sich aus Kontakt zum Stimmrechtsberater vor Durchführung einer Geschäftsführungsmaßnahme sucht, wenn er davon ausgehen

---

1260 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299f; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7.
1261 Siehe dazu bereits unter § 4 A. I. 3.
1262 Siehe dazu bereits unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (b).
1263 Siehe dazu bereits unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (b) (ff).
1264 Zur Entlastung des Vorstands als Einflussinstrument aktivistischer Aktionäre bereits unter § 4 D. I. 1. a) aa) (1) (a) (cc).
1265 Siehe dazu noch unter § 4 E. II. 2. b).
1266 Siehe die Nachweise in Fn. 973.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

muss, dass die Maßnahme unter den Aktionären umstritten sein wird. Hierdurch droht eben eine Aufweichung des klaren Ausschlusses der Aktionäre von der Geschäftsführung, die durch die Leitungsautonomie des Vorstands begründet werden soll[1267]. Zu einer indirekten Ausweitung des Einflusses auf Maßnahmen der Geschäftsführung kann es überdies durch die Gestaltung der variablen Vergütung des Vorstands kommen. Gem. § 87 I AktG unterfällt die Vergütung des Vorstands der Zuständigkeit des Aufsichtsrats. Eine Beeinflussung der Vergütungspolitik durch den Stimmrechtsberater kann mithin nur durch Einwirkung auf den Aufsichtsrat geschehen[1268]. Das Ergebnis wirkt sich jedoch auf die Tätigkeit des Vorstands aus. Orientiert sich die Gestaltung der variablen Vergütung ausschließlich an Interessen der Kunden der Stimmrechtsberater, beispielsweise dahingehend, dass die Vergütung dem Vorstand entgegen § 87 I S. 2 AktG nicht auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung, sondern auf kurzfristige Gewinne ausgerichtet ist, so droht das Unternehmensinteresse durch Partikularinteressen ersetzt zu werden. Wie schon im Zusammenhang mit der Vereinbarkeit der Einflussnahme von Stimmrechtsberatern mit der unternehmerischen Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand sieht sich letzterer auch im Zusammenhang des § 119 II AktG keinem rechtlichen, sondern einem faktischen Druck, die Ansichten der Stimmrechtsberater in seinen Entschluss miteinzubeziehen, ausgesetzt. Konkret stellt sich für den Vorstand aufgrund der herausgehobenen Stellung der Stimmrechtsberater innerhalb der Gruppe der Aktionäre mithin die Frage, ob nicht doch entgegen § 119 II AktG die Ansichten der Proxy Advisor zu einzelnen, umstrittenen Maßnahmen der Geschäftsführung mit in die Entscheidungsfindung einzufließen haben. Eine faktische Ausweitung des Einflusses auf Maßnahmen der Geschäftsführung würde zu einem Konflikt mit der Funktion des § 119 II AktG führen – genauso wie es bei der faktischen Beeinflussung der Leitungsautonomie und § 76 I AktG steht[1269].

§ 119 II AktG schreibt zwar vor, dass die Hauptversammlung nur über Fragen der Geschäftsführung entscheiden kann, wenn der Vorstand es verlangt. Dies bedeutet aber nicht, dass die Hauptversammlung Fragen der Geschäftsführung nicht erörtern darf[1270]. Es steht ihr dabei frei, durch Be-

1267 Zu den Funktionen der Leitungsautonomie unter § 4 E. I. 1. a) bb).

1268 Zum Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Vergütungspolitik durch das Vergütungsvotum nach § 120 IV AktG siehe unter § 4 E. II. 2. b).

1269 Vgl. dazu soeben unter § 4 E. I. 1. d).

1270 *Herrler,* in: Grigoleit, § 119 AktG Rn. 13; *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 11; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 119 AktG Rn. 11; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 119 Rn. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schlüsse Stellung zur Geschäftsleitung durch den Vorstand zu beziehen[1271]. Ein solcher Beschluss bindet den Vorstand jedoch nicht[1272]. Das heißt, dass zwar die Hauptversammlung von der Geschäftsführung ausgeschlossen ist, ihr die Auseinandersetzung mit einzelnen Maßnahmen der Geschäftsführung jedoch nicht versagt wird. Die Organisationsverfassung räumt der Hauptversammlung als Willensbildungsorgan mithin ein, dem Vorstand gegenüber durch Beschlussfassung Stellung zu einzelnen Geschäftsführungsmaßnahmen zu beziehen. Wenngleich ein solcher Beschluss keine Bindungswirkung gegenüber dem Vorstand entfaltet, wird sich der Vorstand schwertun, gegen den ausdrücklichen Willen der Mehrheit der Aktionäre zu handeln, um nicht eine Verweigerung der Entlastung nach § 120 I AktG zu riskieren. Diese Möglichkeit zur Auseinandersetzung und Artikulation zu Maßnahmen der Geschäftsführung zeigt mithin, dass die Unternehmensverfassung das „Risiko", den Vorstand in puncto Geschäftsführung zu beeinflussen eingeht, ohne jedoch dem Vorstand letztlich die Entscheidung aus der Hand zu nehmen. Hierin ist allerdings kein Bruch mit der Leitungsautonomie des Vorstands oder mit der enumerativen Aufzählung der Kompetenzen der Hauptversammlung zu sehen. Vielmehr ist diese unverbindliche Möglichkeit der Stellungnahme eine Parallele, eher noch eine besondere Ausformung des Beschlusses über die Entlastung des Vorstands gem. § 120 I AktG. Denn auch dabei kann die Hauptversammlung ihre Meinung zum vergangenen Handeln des Vorstands kundtun, gleichzeitig aber auch ihr Vertrauen in die Arbeit des Vorstands für die Zukunft ausdrücken bzw. entziehen[1273]. Der Tagesordnungspunkt der Entlastung bietet ohnehin ein Forum für die Diskussion der generellen Unternehmenspolitik, wie auch einzelner Geschäftsführungsmaßnahmen[1274]. An die Entlastung sind jedoch ebenso wenig rechtliche Konsequenzen geknüpft[1275]; der Gesetzgeber setzt also auf eine Kontrolle allein durch faktischen Druck, den die Aktionäre durch Beschlussfassung auf der Hauptversammlung ausüben können, ohne den Vorstand rechtlich zu ent-

1271 *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 11; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 18.

1272 *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 11; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 18.

1273 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 2; *Herrler,* in: Grigoleit, § 120 AktG Rn. 16; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 2.

1274 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 120 AktG Rn. 4; *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 120 AktG Rn. 1.

1275 Allgemeine Meinung, vgl. nur *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 120 Rn. 35; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 120 AktG Rn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

machten, ihm dadurch also die Möglichkeit verschaffend, temporäre mangelnde Unterstützung durch die Aktionäre zu überwinden. Allein unter diesem Gesichtspunkt könnte man die Einflussnahme auf Geschäftsführungsmaßnahmen durch Stimmrechtsberater noch als systemkonform ansehen wollen. Ein gravierender und deshalb entscheidender Unterschied zur Meinungsäußerung zu Geschäftsführungsmaßnahmen trotz § 119 II AktG zeigt sich bei der Einflussnahme durch Proxy Advisors aber: Denn sie geschieht im informellen Austausch, also *außerhalb* der Hauptversammlung, des dafür vorgesehenen Diskussionsforums. Das Aktiengesetz aber sieht vor, dass die Aktionäre ihre Rechte *auf* der Hauptversammlung wahrnehmen, § 118 I AktG. Das Gesetz nimmt mithin eine „Beeinflussung" von Maßnahmen der Geschäftsführung entgegen § 119 II AktG hin, jedoch nur im geordneten Rahmen der Hauptversammlung nach § 118 I AktG, die als Willensbildungsorgan aller Aktionäre fungiert. Die Unvereinbarkeit faktischer Einflussnahme auf die Geschäftsführung resultiert folglich insbesondere aus dem Zusammenspiel der §§ 119 II und 118 I AktG, die – in Kombination mit § 120 I AktG – den Aktionären lediglich die Möglichkeit einräumen unverbindlich Stellung zur Geschäftsführung zu nehmen, dies aber nur im geordneten Rahmen der Hauptversammlung. Verhindert wird hierdurch nämlich gerade, dass die Einflussnahme unerkannt und ausschließlich von Partikularinteressen geleitet erfolgt. Bei einer Stellungnahme aus der Mitte der Aktionäre durch Beschluss der Hauptversammlung ist dieses Risiko hingegen geringer.

3. Informationelle Ungleichbehandlung der Aktionäre

Ein weiterer Konflikt könnte aus dem informellen Kontakt zwischen Vorstand und Stimmrechtsberater unter dem Jahr und insbesondere während der Hauptversammlungssaison resultieren. Zu prüfen ist, ob eine in diesem Zuge erfolgende informationelle Privilegierung zulässig sein kann. Hierfür ist zunächst der Blick darauf zu richten, ob und in welchem Ausmaß eine Weitergabe von Informationen vom Vorstand an Stimmrechtsberater stattfindet. Sodann ist die Informationsweitergabe am verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz der §§ 53a, 131 IV AktG zu messen. Im Besonderen ist zu hinterfragen, ob eine informationelle Ungleichbehandlung effektiv durch den Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG ausgeglichen werden kann. Weitere vom Vorstand bei der Informationsweitergabe zu beachtende Schranken bilden etwa das Insiderrecht, die Verschwiegenheitspflicht gem. § 93 I S. 3 AktG und Vorgaben des DCGK.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

a) Die Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater

Wie bereits ausgeführt, kann es sowohl unterjährig als auch während der Hauptversammlungssaison zu informellem Kontakt zwischen dem Vorstand und Stimmrechtsberatern kommen. Zu denken ist insbesondere an Kontakt im Rahmen der Beteiligung des Vorstands am jährlichen Überarbeitungsprozess der Stimmrechtsrichtlinien[1276], im Rahmen sogenannter *Road-Shows*, und natürlich bei *One-On-One Meetings* der Stimmrechtsberater mit dem Vorstand. Während der Kontakt im Rahmen der Aktualisierung der Stimmrechtsrichtlinien und bei *Road-Shows*, also Werbeveranstaltungen des Vorstands, unter dem Jahr stattfinden wird, können informelle Gespräche zwischen Vorstand und Stimmrechtsberater sowohl unterjährig als auch während der Hauptversammlungssaison erfolgen.[1277]

Im Rahmen eines jeden Kontakts zwischen Stimmrechtsberater und Gesellschaft kann es potenziell zu einer Informationsweitergabe an den Proxy Advisor kommen. Unbedeutend für die Frage einer Informationsprivilegierung sind Kontakte bei Diskussionen zu allgemeinen Themen wie den Vorstellungen über gute Corporate Governance oder den rechtlichen Besonderheiten einer Jurisdiktion. Vornehmlich wird dies im Rahmen der Beteiligung am Überarbeitungsprozess der Stimmrechtsrichtlinien der Fall sein. Bei Diskussionen und Beiträgen zu diesen Thematiken ist wohl keine Weitergabe unternehmensspezifischer Informationen zu befürchten. Zudem wird in der Praxis die Investor Relations Abteilung dieser Betätigung nachkommen[1278]; eine abstrakte Auseinandersetzung mit Corporate Governance Vorstellung dürfte in diesem Rahmen nicht durch den Vorstand selbst erfolgen. Von Interesse sind mithin die informellen Kontakte zwischen dem Vorstand und dem Stimmrechtsberater mit Bezug zu einem bestimmten Sachverhalt der Gesellschaft und zwar unabhängig davon, ob sie vor oder während der Hauptversammlungssaison stattfinden[1279]. Zu beachten ist dennoch, dass mit dem Nahen der Hauptversammlung das Interesse des Vorstands an oder auch der Druck zur Informationsweitergabe an einen Stimmrechtsberater steigt, denn letztlich wirkt die Stimmmacht der Proxy Advisors auf der Hauptversammlung.

1276 Dazu bereits unter § 2 A. I. 1.
1277 Vgl. dazu auch *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 121f.
1278 Zum Kontakt der Investor Relations Abteilung mit Stimmrechtsberatern siehe unter § 4 E. I. 1. c) bb).
1279 *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 122.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Auf die Gründe der Informationsweitergabe ist bereits eingegangen worden[1280]: So fordert entweder der Stimmrechtsberater zusätzliche Auskunft und der Vorstand sieht sich dem Druck ausgesetzt, diese zu erteilen oder er tritt von sich aus mit weiteren Äußerungen an den Stimmrechtsberater heran, um diesen von seinem (geplanten) Beschlussvorschlag zu überzeugen. Zur Beurteilung der Zulässigkeit dieser Informationsweitergaben im Allgemeinen wie im Einzelfall ist es darüber hinaus jedoch zumindest erforderlich zu wissen, in welchem Umfang und auf welchem Weg Stimmrechtsberater informationelle Offenlegung von der Gesellschaft erwarten und zudem, welche Informationen sie wiederum an ihre Kunden weitergeben. Für die rechtliche Beurteilung soll zunächst soweit möglich eine hinreichende Tatsachengrundlage geschaffen werden. Zwar kann nicht prognostiziert werden, welche Informationen ein Proxy Advisor im Einzelfall als zufriedenstellend erachten wird. Eine generelle Tendenz kann allerdings aus den Selbstdarstellungen der großen Stimmrechtsberater auf ihren Homepages abgeleitet werden. Die Selbstauskünfte sind freilich kritisch zu hinterfragen, können aber dennoch dazu dienen, Erkenntnisse über das Selbstverständnis und die Haltung der Stimmrechtsberater im Hinblick auf Informationsweitergabe, insbesondere in Sachen Informationsprivilegierung zu gewinnen. Im Folgenden soll deshalb eine Auseinandersetzung mit den Angaben zum Umgang von *ISS* und *Glass Lewis* zum Umgang mit dem Erhalt, dem Anfordern und der Weitergabe von Informationen des Vorstands eines Emittenten erfolgen.

aa) Institutional Shareholder Services

ISS hält es sich nach eigenen Angaben offen, einen Austausch mit Emittenten zu unterhalten, wenn dies aus eigener Sicht zur Erstellung hochwertiger Hauptversammlungsberichte für ihre Kunden beitragen kann[1281]. Als Grund hierfür wird das Ziel angegeben, die Berichte und Empfehlungen auf Grundlage möglichst verständlicher und genauer Informationen zu erstellen. Kommt es zu einem Treffen oder einem Telefonat mit *ISS*, so soll sich der Emittent darauf einstellen, dass *ISS* sich erhofft, eine möglichst genaue und vollständige Informationsgrundlage zu erhalten. Hinsichtlich

1280 Siehe dazu bereits unter § 4 D. I. 2. b) bb).

1281 Die folgenden Ausführungen beruhen auf den Angaben auf der Website von *ISS*, abrufbar unter: <www.issgovernance.com/contact/faqs-engagement-on-proxy-research/> (Stand 20.07.2019).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

mündlich getroffener Aussagen, die *ISS* als relevant einstuft, kann es vorkommen, dass eine schriftliche Bestätigung dieser Aussagen angefordert wird. Nach eigenen Angaben finden nur öffentlich zugängliche Informationen Eingang in den Hauptversammlungsbericht. *ISS* empfiehlt deshalb, dass Informationen, die im Einzeltreffen weitergeben wurden, zeitnah vom Emittenten veröffentlicht werden. Bis dato noch nicht öffentliche Informationen sollen vom Emittenten mittels eines „Form 8-K" oder einem vergleichbaren Offenlegungsmittel - für deutsche Gesellschaften also mittels einer ad-hoc-Mitteilung - publik gemacht werden. Die Erkenntnisse aus dem direkten Austausch mit dem Emittenten werden in der Stimmempfehlung an die Kunden wiedergegeben. Gleiches soll für auf diesem Wege erhaltene Informationen gelten, wobei im Einzelfall sogar Wortlautzitate aus dem Treffen beigefügt werden können.

Aus den Erläuterungen auf der Website lässt sich folgendes schließen: *ISS* unterhält sowohl unterjährig als auch während der Hauptversammlungssaison informellen Kontakt zu Emittenten. Dabei kann *ISS* von sich aus an einen Emittenten herantreten, um weitere Informationen zu erhalten. Informationen, die der Emittent von sich aus an den Stimmrechtsberater übermittelt, werden ebenso angenommen. Klar ist mithin, dass es auch in der „heißen Phase" direkt vor der Hauptversammlung zur Informationsweitergabe zu konkreten Beschlussgegenständen kommen kann. Da *ISS* betont, dass das Ziel der Treffen eine möglichst gute Informationsgrundlage sei, muss aus Sicht des Vorstands auch davon ausgegangen werden, dass eine Weigerung in einer ablehnenden Stimmempfehlung resultieren kann. Für *ISS* ist nämlich in diesem Fall eine ablehnende Empfehlung einfach begründet: Zur Beurteilung des Beschlussvorschlages des Vorstands lagen schlichtweg nicht hinreichend Informationen vor, um ihn zu unterstützen. Ausdrücklich agiert *ISS* so bei Beschlüssen im Bereich Mergers & Aquisitions[1282].

Die Weitergabe solcher Informationen ist laut *ISS* dahingehend eingeschränkt, dass in die Erläuterung der Stimmempfehlung nur Informationen Einfluss finden, die auch öffentlich zugänglich sind. Gleichwohl wird aber angegeben, dass in einem Treffen erhaltene Informationen und erzielte Erkenntnisse an die Kunden weitergegeben werden, zum Teil sogar als Wortlautzitat. Aus der Tatsache, dass *ISS* die Offenlegung weitergegebener

1282 "Vote against if the companies do not provide sufficient information *upon request* [Hervorhebung nur hier] to allow shareholders to make an informed voting decision.", *Institutional Shareholder Services*, Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019, S. 26.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Informationen durch ein „Form K-8" oder auf vergleichbarem Wege empfiehlt, kann gelesen werden, dass der Hauptgrund der ausschließlichen Verwendung öffentlich zugänglicher Fakten darin liegen dürfte, sich nicht dem Risiko der Weitergabe von Insiderinformationen auszusetzen. Handelt es sich bei den erhaltenen Informationen nicht um Insiderwissen, so ist davon auszugehen, dass *ISS* diese in den Stimmempfehlungsbericht aufnehmen wird. *ISS* geht schließlich offen damit um, dass man den Austausch und die Diskussion mit Emittenten zu konkreten Themen gerade auch während der Hauptversammlungssaison führt. Kunden von *ISS* dürften sich deshalb durchaus einen Informationsvorteil erhoffen. Dieser wird auch in gewissem Umfang eintreten, allein wenn man bedenkt, dass *ISS* zum Teil Wortlautzitate aus den Treffen mit dem Emittenten, in wichtigen Fällen also dem Vorstand, in die Berichte an die Investoren einfügt. Da *ISS* keine Vorab-Durchsicht ihrer Stimmempfehlungen bei umstrittenen oder kontroversen Beschlussgegenständen erlaubt, kann der Vorstand vorab nicht sicher sein, auf welcher Tatsachengrundlage die Empfehlung gefällt werden soll[1283]. Dies muss seinen Antrieb, *ISS* mit Informationen zu versorgen, steigern. Indem *ISS* den Emittenten im Unklaren darüber lässt, auf welcher Grundlage und mit welcher Begründung die Stimmempfehlung an die Investoren übermittelt werden soll, wird der Emittent dazu gedrängt (zusätzliche) Informationen an *ISS* zu übermitteln, um sein Anliegen zu fördern, ohne zu wissen, ob dem Stimmrechtsberater diese Informationen bereits zur Verfügung standen.

bb) Glass Lewis

Glass Lewis hält auf seiner Website ebenso Angaben zum praktizierten Umgang mit Emittenten vor[1284]. Treffen von Emittenten mit *Glass Lewis* sind möglich, der Schwerpunkt liege aber üblicherweise auf allgemeinen Themen wie den Stimmrechtsrichtlinien und generellen Corporate Governance Vorstellungen. Zudem veranstaltet *Glass Lewis* unter dem Jahr sog. *Proxy Talks* – Telefonkonferenzen zu Themen der Corporate Governance –, an denen immer wieder auch Vertreter von Investoren und Emittenten teilnehmen. Diese Proxy Talks sind auf der Website öffentlich

1283 <www.issgovernance.com/contact/faqs-engagement-on-proxy-research/> (Stand 20.07.2019).

1284 Für einen ersten Überblick: <www.glasslewis.com/issuer-overview/> (Stand: 20.07.2019).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

abrufbar.[1285] Im Gegensatz zu *ISS* trifft sich *Glass Lewis* während der Hauptversammlungssaison, also zwischen Einladung und Durchführung der Hauptversammlung, nach eigenen Angaben grundsätzlich nicht mit Vertretern des jeweiligen Emittenten. *Glass Lewis* begründet dieses Vorgehen damit, dass man nicht anstelle der Aktionäre mit den Emittenten über konkrete Beschlussgegenstände diskutieren wolle, insbesondere aber habe man die Erfahrung gemacht, dass Emittenten bei solchen Treffen nur für eine Zustimmung werben und herauszufinden versuchen, welche Änderungen zu einer Zustimmung von *Glass Lewis* führen würden. Zudem soll vermieden werden, dass *Glass Lewis* auf diesem Wege zusätzliche Informationen erhält, die anderen Aktionären nicht öffentlich zugänglich sind. Dennoch sollen Ausnahmen möglich sein, etwa wenn die Diskussion in einem öffentlichen Forum stattfindet oder aufgenommen wird, um öffentlich zugänglich gemacht zu werden. Kontakt während dieses Zeitraums ist hingegen möglich, wenn es um die Ausbesserung oder die Klarstellung von Fakten geht.[1286] An anderer Stelle heißt es hingegen, dass ein Analyst bei Unklarheiten zu einem bestimmten Punkt auch während der Hauptversammlungssaison Kontakt zu einem Emittenten aufnehmen oder einen Kontaktversuch annehmen könne, solange sich die Diskussion auf öffentlich zugängliche Informationen beschränke[1287]. Angeben wird zudem, dass vor allem bei umkämpften Beschlussgegenständen und in außergewöhnlichen Situationen eine Kontaktaufnahme während der Hauptversammlungszeit erwogen werde, wenn dies dem Verständnis der Position des Emittenten dienlich sei[1288]. Sucht *Glass Lewis* von sich aus den Kontakt und fordert weitere Informationen, so sieht sich der Vorstand ebenso wie bei einer Anfrage von *ISS* dem Druckausgesetzt, eine negative Abstimmungsempfehlung zu riskieren, wenn dem Stimmrechtsberater nicht hinreichend Informationen zur Beurteilung des Beschlussvorschlages zur Verfügung gestellt werden.

Glass Lewis wirbt also zwar damit, dass während der Hauptversammlungssaison grundsätzlich kein Kontakt und damit auch keine Informationsweitergabe zwischen Emittenten und Stimmrechtsberater stattfinde, wodurch die Unabhängigkeit der Recherchen und der Empfehlung sichergestellt werden soll. Es drängt sich aber der Eindruck auf, dass der Verzicht

1285 <www.glasslewis.com/proxy-talk-replays/> (Stand: 20.07.2019).
1286 Vgl. insoweit die Angaben unter <www.glasslewis.com/request-meeting/> (Stand: 20.07.2019).
1287 Vgl. unter <www.glasslewis.com/engagement-policy/> (Stand: 20.07.2019).
1288 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

auf Kontakt nur so weit reicht, wie er von *Glass Lewis* selbst nicht aufgedeckt wird. Bei Offenlegung im Stimmempfehlungsbericht hält sich *Glass Lewis* nämlich offen, auch während der Hauptversammlungssaison in Kontakt mit einem Emittenten zu treten. Zu vermuten ist, dass der Verzicht auf Kontakt während dieses Zeitraums primär zur Abgrenzung gegenüber *ISS* dient. Für *Glass Lewis* war schließlich schon in der Vergangenheit Schlüssel zum Erfolg, dass man im Vergleich als unabhängiger angesehen wird und man offensichtlich weniger Interessenkonflikten unterliegt als der Marktführer aus Rockville, Maryland[1289]. Ziel scheint es vielmehr also auch zu sein, gegenüber den eigenen Kunden den Eindruck des kollusiven Zusammenwirkens mit dem Emittenten zu vermeiden. Dafür spricht überdies, dass ein Vorstand, der um diese Geschäftspraktik weiß, ohne Weiteres bereits vor der Einladung zur Hauptversammlung mit *Glass Lewis* Kontakt aufnehmen kann. Um nicht nachträglich die eigenen Beschlussvorschläge korrigieren zu müssen, erscheint es ohnehin als sinnvoll, den Kontakt bereits vor der Einladung zur Hauptversammlung zu suchen. Die Selbstangaben von *Glass Lewis* lassen schließlich den Schluss zu, dass man der Informationsweitergabe während der Hauptversammlungssaison grundsätzlich distanzierter gegenübersteht wie *ISS*. Gleichzeitig hält man sich aber die Möglichkeit offen hält, in außerordentlichen Fällen, in denen eine knappe Abstimmung zu erwarten und damit die Stimmrechtsberater von besonderer Bedeutung sind, doch in Kontakt mit dem Emittenten zu treten, solange man dies gegenüber den eigenen Kunden offenlegt. Dass *Glass Lewis* bei der Recherche nicht gänzlich unabhängig ist und auch nicht ausschließlich auf öffentlich zugängliche Informationen setzt, zeigt sich auch daran, dass auf der Website explizit die Möglichkeit zur Übersendung von Dokumenten aufgezeigt wird[1290]. Zwar bittet *Glass Lewis* darum, dass man ausschließlich bereits öffentlich zugängliche Informationen übermitteln möge. Davon, dass sich Emittenten nicht stets daran halten werden, wenn sie es für sachdienlich halten, kann ausgegangen werden. Wie auch *ISS* bietet *Glass Lewis* im Fall umstrittener Hauptversammlungen keine Möglichkeit, die der Empfehlung zugrundeliegenden Faktenlage zu überprüfen. Der Datenbericht ist in diesen Fällen nicht verfügbar.[1291] Dies wird die Emittenten wiederum dazu bewegen, dem Stimmrechtsberater von sich aus ungefragt weitere Informationen zukommen zu lassen.

1289 Siehe dazu bereits unter § 2 E. I. 1.

1290 <www.glasslewis.com/submit-documents/> (Stand: 20.07.2019).

1291 <www.glasslewis.com/issuer-data-report/> (Stand: 20.07.2019); siehe dazu bereits unter § 5 D. III. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

cc) Zwischenergebnis

Obschon *ISS* in der Außendarstellung hinsichtlich Kontakts mit Emittenten deutlich offensiver agiert als *Glass Lewis*, sind die Unterschiede der Praktiken der beiden führenden Stimmrechtsberater gering. So lehnen sie offiziell die Einbindung von nicht öffentlichen Informationen in den Stimmempfehlungsbericht ab. Grund hierfür wird in erster Linie das anderenfalls immanente Risiko der Weitergabe von Insiderinformationen sein[1292]. Informationen unterhalb der Schwelle des Insiderwissens werden die Stimmrechtsberater aller Wahrscheinlichkeit nach an ihre Kunden weitergeben. Der Kontakt mit den Emittenten dient ja gerade der Verbesserung der Informationslage zur Erstellung der Stimmempfehlung. Es ist daher nicht davon auszugehen, dass zusätzlich gewonnene Informationen den Kunden im Bericht vorenthalten werden. Eine möglichst gute Informationsgrundlage ist schließlich auch einer der Gründe, warum ein institutioneller Investor einen Stimmrechtsberater in der Funktion als Informationsintermediär beauftragen wird. In den Diskussionen zwischen Stimmrechtsberater und Emittent wird es sicherlich zumeist um die Erörterung bereits bekannter Informationen gehen. Doch auch bei der Auseinandersetzung mit Bekanntem, können zusätzliche Informationen weitergegeben werden. Hinzu kommt, dass in solch informellen Treffen nicht stets trennscharf zwischen bereits Bekanntem und noch Unbekanntem unterschieden werden wird.

b) Der informationelle Gleichbehandlungsgrundsatz, §§ 53a, 131 IV AktG

Die privilegierte Informationsweitergabe von Vorstand an Stimmrechtberater könnte mit dem informationellen Gleichbehandlungsgrundsatz aus §§ 53a, 131 IV AktG kollidieren[1293]. In § 53a AktG heißt es, dass Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln sind. § 53a AktG ent-

1292 Zu den insiderrechtlichen Schranken der Stimmrechtsberatung siehe unter § 3 B. III. 1.

1293 *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 743f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 78ff; kritisch zur allgemeinen Vereinbarkeit der Informationsweitergabe an Investoren mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot im Zuge des verstärkten Aktionärsaktivismus *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175, 186; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7; *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255,

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hält mithin ein relatives Gleichbehandlungsgebot[1294]; anders ausgedrückt: Eine Privilegierung einzelner Aktionäre kann unter Umständen gerechtfertigt sein[1295]. § 131 IV AktG bezieht sich als Ausformung des § 53a AktG speziell auf die hier bedeutsame informationelle Gleichbehandlung.[1296] So heißt es dort, dass wenn einem Aktionär aufgrund seiner Stellung als Aktionär außerhalb der Hauptversammlung eine Auskunft erteilt wurde, sie jedem Aktionär auf dessen Verlangen auf der Hauptversammlung zu geben ist.

Stimmrechtsberater sind in der Regel nicht selbst Aktionäre der Gesellschaft, für deren Hauptversammlung sie Stimmempfehlungen erstellen[1297]. Somit ist zunächst zu fragen, ob das informationelle Gleichbehandlungsgebot Anwendung auf die Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater findet. Sodann ist zu unterscheiden, in welchem Umfang und unter welchen Voraussetzungen eine informationelle Privilegierung gerechtfertigt sein kann. Schließlich ist zu hinterfragen, ob die Auswirkungen einer informationellen Ungleichbehandlung nicht effektiv durch den Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG ausgeglichen werden.

aa) Anwendbarkeit auf Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater

Der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG gilt seinem Wortlaut nach für die Behandlung von Aktionären. Er findet folglich grundsätzlich keine Anwendung, wenn einem gesellschaftsfremden Dritten Vorteile zugewendet werden, die die Gesellschaft ihren eigenen Aktionären nicht zu-

260; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299; dies für unproblematisch erachtend *Inci*, Shareholder Engagement, S. 143.

1294 *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 6; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 3; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 520; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 164.

1295 *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 18; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 10; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a AktG Rn. 31ff; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 520; *Krömker*, NZG 2003, 418, 423, *Koch*, AG 2017, 129, 136; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 737.

1296 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 95; *Krömker*, NZG 2003, 418, 423; *Drinhausen,* in: Hölters, § 131 AktG Rn. 38; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 Rn. 147.

1297 Hiervon wird im Rahmen dieser Untersuchung stets ausgegangen, es sei denn auf die mögliche Aktionärsstellung eines Stimmrechtsberaters wird ausdrücklich rekurriert.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wendet.[1298] Die Weitergabe von Informationen an die grundsätzlich nicht an der Gesellschaft beteiligten Stimmrechtsberater würde demnach keinen Verstoß gegen § 53a AktG auslösen. Um eine Umgehung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots zu verhindern, soll jedoch der Grundsatz auch auf einen Dritten angewendet werden, der nur formal Nichtaktionär und bei objektiver Betrachtung einem Aktionär gleichzustellen ist[1299]. Hierfür sollen die im Rahmen des Verbots der Einlagenrückgewähr, § 57 AktG, und des Stimmverbots bei persönlicher Betroffenheit, § 136 AktG, entwickelten Grundsätze auf den Gleichbehandlungsgrundsatz übertragen werden[1300]. In beiden Konstellationen geht es jeweils darum, die Anwendung der Vorschriften auf Dritte zu erstrecken, die einem Aktionär objektiv betrachtet gleichzustellen sind. Vertreten wird im Rahmen des § 57 AktG insbesondere, die Anwendung auf Vertreter des Aktionärs auszuweiten, um eine Umgehung der Vorschrift zu vermeiden[1301]. Die Erstreckung des Stimmrechtsverbots auf Stimmrechtsvertreter ergibt sich direkt aus § 136 I S. 2 AktG und soll wiederum eine Umgehung, in diesem Falle der Stimmverbote, sicherstellen[1302].

Die Anwendung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots aus § 53a AktG auf die Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater ist mithin zu bejahen, wenn der Stimmrechtsberater objektiv einem Dritten gleichzustellen ist. Aufgrund der faktischen Ausübung der Stimmrechte apathischer institutioneller Investoren kommt den Stimmrechtsberatern im Rahmen des Shareholder Activism die Rolle eines „Quasi-Aktionärs" zu. Die Gleichstellung der Stimmrechtsberater mit den Aktionären der Gesellschaft bezüglich der informationellen Gleichbehandlung ließe sich bereits hieraus durchaus rechtfertigen. Zum selben Ergebnis kommt man, wenn man die Stimmrechtsberater nur als Informationsintermediäre der Investoren betrachtet: Denn es besteht die Möglichkeit, dass die zusätzlichen Informationen, die ein Stimmrechtsberater im informellen Treffen

1298 *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 5; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a Rn. 19; *Bungeroth,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 53a Rn. 6.

1299 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a Rn. 19; *Henze/Notz,* in: GK-AktG, § 53a Rn. 40; *Drygala,* in: KK-AktG, § 53a Rn. 20; *Bungeroth,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 53a Rn. 6: „wenn der Vorteil des Dritten dem Aktionär mittelbar zugutekommt".

1300 *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 53a Rn. 19; *Henze/Notz,* in: GK-AktG, § 53a Rn. 40; *Drygala,* in: KK-AktG, § 53a Rn. 20.

1301 *Henze,* in: GK-AktG, § 57 Rn. 83; *Fleischer,* in: Schmidt/Lutter, § 57 Rn. 31.

1302 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 136 AktG Rn. 23; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 136 AktG Rn. 7; *Fischer*, NZG 1999, 192, 193f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

mit dem Vorstand erhält, an die Kunden der Proxy Advisors weitergegeben werden[1303]. Hierdurch kann es zu einer Informationsasymmetrie zwischen den außerstehenden Aktionären und den Stimmrechtsberatern bzw. den von ihnen beratenen Aktionären kommen.[1304] Müsste die Informationsweitergabe nicht am Maßstab der §§ 53a, 131 IV AktG gemessen werden, käme es zu einer Umgehung des informationellen Gleichbehandlungsgrundsatzes durch die Zwischenschaltung eines Stimmrechtsberaters[1305]. Bei Verfolgung dieses Ansatzes stehen dem auch nicht die zur Weitergabe von Informationen an Finanzanalysten entwickelten Grundsätze entgegen: So soll insoweit eine Informationsprivilegierung – auch von Analysten, die für einen an der Gesellschaft beteiligten Investor arbeiten – nicht am Maßstab der §§ 53a, 131 IV AktG zu messen sein, solange die Informationsweitergabe an den Analysten nicht in innerem Zusammenhang mit der Aktionärseigenschaft des Investors steht[1306]. Denn diese Beurteilung knüpft erstens daran, dass es sich insoweit um Informationsweitergaben auf Analystenkonferenzen handelt, also im Rahmen von Veranstaltungen, bei denen mehrere Analysten zugegen sind und zweitens die Informationsweitergabe aufgrund der besonderen Sachkenntnisse der jeweiligen Analysten und der damit verbundenen, generell potentiell positiven Auswirkungen einer Analyse in puncto Attraktivität einer Investition in die Gesellschaft erfolgt.[1307] Wenngleich Stimmrechtsberatern Informationen übermittelt werden, erfolgt dies nicht aufgrund der besonderen Kenntnisse der Stimmrechtsberater und der damit einhergehenden Reichweite deren Analysen, sondern um in einem konkreten Sachverhalt positive Stimmempfehlungen zu bewirken. Hinzu kommt, dass die Informationen nicht (nur) auf Konferenzen, sondern auch in *One-on-One* Treffen weitergegeben werden. Die Informationsweitergabe knüpft somit zweifellos an die Aktionärseigenschaft der Kunden der Stimmrechtsberater an. Folglich hat der Vorstand das Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG auch bei der Weitergabe von Informationen an Stimmrechtsberater zu beachten[1308].

1303 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 280.

1304 Ebda.

1305 Ebda.

1306 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 512f; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 533; *Seibt*, ZGR 2006, 501, 509f.

1307 *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 533.

1308 So auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 280; aA wohl wegen Ablehnung der Aktionärsstellung, ohne jedoch die Gleichstellung mit Aktio-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Der Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG wird ebenso nur ausgelöst, wenn einem Aktionär gerade wegen seiner Stellung als Aktionär eine Auskunft erteilt worden ist. Da § 131 IV AktG eine Ausformung des § 53a AktG darstellt[1309], muss aber auch in diesem Zusammenhang die Vorabinformation eines Stimmrechtsberaters mit der Information eines Aktionärs gleichgestellt werden[1310]. Die Vorschrift knüpft aber in doppelter Hinsicht an die Aktionärsstellung an, da der Anspruch zudem nur entsteht, wenn die Information gerade aufgrund der Stellung als Aktionär erteilt worden ist; diese Begrenzung bezieht sich dabei vor allem auf Aktionäre, die in einer Doppelfunktion zur Gesellschaft stehen, wie etwa Aufsichtsräte oder Kreditinstitute, die zugleich Aktionär sind.[1311] Ist ein Stimmrechtsberater nicht Aktionär der Gesellschaft, kann die Informationsweitergabe an ihn auch nicht aufgrund seiner Stellung als Aktionär erfolgen. Bejaht man aber die Anwendung des § 53a AktG auf den dem Aktionär gleichgestellten Stimmrechtsberater, so kann auch die Entstehung des Nachinformationsanspruchs nicht an der Bezugnahme auf die Aktionärseigenschaft scheitern, sondern muss auch am „aktionärsgleichen" Stimmrechtsberater anknüpfen können[1312]. Folglich hat der Vorstand sowohl den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrund aus § 53a AktG, als auch seine Ausformung in § 131 IV AktG bei der Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater zu beachten[1313].

bb) Generelle Informationsprivilegierung

Eine informationelle Privilegierung einzelner Aktionäre oder Stimmrechtsberater kann im Rahmen des informationellen Gleichbehandlungsgebots

---

nären in die Überlegungen miteinzubeziehen *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 126 Fn. 55.

1309 Siehe die Nachweise in Fn. 1296.

1310 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 280; allgemein für die Fälle, in denen die Informationsweitergabe an einen Dritten einem Aktionär zugerechnet werden kann *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 75ff; explizit für Vertreter des Aktionärs *Herrler,* in: Grigoleit, § 131 AktG Rn. 56; *Drinhausen,* in: Hölters, § 131 AktG Rn. 38; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 Rn. 151.

1311 BayObLG Beschluss v. 17.07.2002 – 3Z BR 394/01 = NZG 2002, 1020, 1021; *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 76; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 Rn. 152ff.

1312 So *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 280.

1313 So auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 280, 282; aA *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 126 Fn. 55.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sachlich gerechtfertigt sein[1314]. Zu fragen ist nun, wodurch eine Informationsweitergabe im konkreten Fall gerechtfertigt sein kann. Ein Anknüpfungspunkt für eine Sonderbehandlung könnte die Bedeutung wesentlich beteiligter Aktionäre an der Gesellschaft sein[1315]. Eine selektive Information wesentlich beteiligter Aktionäre würde eine effektivere Kontrolle der Gesellschaft durch diese Aktionäre ermöglichen und ihnen zugleich einen Anreiz setzen, eine solche Überwachungsrolle einzunehmen. Bei verbesserter Informationslage wären die bevorzugten Paketaktionäre bereit, sich längerfristiger und in größerem Umfang an einer Gesellschaft zu beteiligen und hierdurch näher an die Gesellschaft gebunden.[1316] Eine stabilere Aktionärsstruktur wiederum ermögliche dem Vorstand langfristige Strategievorhaben durchzuführen, ohne dem Druck kurzfristig orientierten Anlegerinteressen nachgeben zu müssen[1317]. Die Informationsprivilegierung sei schließlich als Belohnung für die von den Paketaktionären wahrgenommene Kontrollfunktion, die damit verbundene positive Kursentwicklung und die geringeren Kursausschläge gerechtfertigt, die ja letztlich allen Aktionären der Gesellschaft zugutekomme[1318]. In der Tat kann die informationelle Privilegierung dem Gesellschaftsinteresse unter Berücksichtigung dieser Erwägungen dem Gesellschaftszweck unter Umständen dienlich sein[1319]. An dem Beitrag zur Corporate Governance der Gesellschaft durch aktives Engagement und der damit einhergehenden Förderung des Gesellschaftszwecks wird in jüngerer Vergangenheit eine eingeschränkte – maßvolle – informationelle Bevorzugung institutioneller Investoren für zulässig erachtet.[1320]

1314 Siehe die allgemeinen Nachweise in Fn. 1295.

1315 Dafür *Seibt*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2000, S. 37, 53; *Janke*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, S. 240ff; aus Schweizer Perspektive *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 263ff; ablehnend *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 536ff; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 523ff; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 282ff.

1316 *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 264.

1317 *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 264; *Janke*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, S. 240.

1318 *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 264f.

1319 *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 537.

1320 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 166; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 737f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Auch aus Sicht der außenstehenden Aktionäre[1321] kann es mithin durchaus sinnvoll sein, Großaktionäre gewisse Sondervorteile zuzugestehen[1322]. Diese Überlegungen lassen sich auf die Weitergabe von Stimmrechtsberatern übertragen: Sie sind zwar keine Großaktionäre der Gesellschaft, verfügen aber über einen vergleichbaren Einfluss auf der Hauptversammlung, mithin an dem Ort, an dem die Einflussnahme und die Willensbildung der Aktionäre stattfindet[1323]. Die regelmäßige Einbeziehung von Stimmrechtsberatern würde eine weitere Kontrollinstanz des Handelns des Vorstands schaffen, für höhere Zustimmungsquoten auf der Hauptversammlung sorgen und könnte einen positiven Beitrag zur Entwicklung der Corporate Governance der Gesellschaft[1324] leisten. Bei Unterstützung einer strategischen Agenda durch die Stimmrechtsberater müsste der Vorstand weniger um negative Hauptversammlungsvoten fürchten, die von kurzfristig orientierten Interessen geleitet sind.

Eine generelle informationelle Privilegierung ist allerdings nicht mit der aktienrechtlichen Zuständigkeitsordnung vereinbar: Die Kontrolle der Leitung der Gesellschaft erfolgt nämlich gem. § 111 I AktG durch den Aufsichtsrat, dem hierfür umfangreiche Informationsrechte nach § 90 AktG zur Verfügung stehen.[1325] Ein generelles Informationsprivileg zugunsten von Paketaktionären oder Stimmrechtsberatern würde diese aber in den Rang eines „Schattenaufsichtsrats" erheben[1326]. Gegen eine generelle Zulässigkeit der Informationsweitergabe spricht auch der Wortlaut des § 131

1321 Als außenstehende Aktionäre sind in diesem Zusammenhang die Aktionäre gemeint, die entweder allgemein in Abgrenzung zu Paketaktionären aufgrund ihrer geringen Kapitalbeteiligung nicht mit einer informationellen Privilegierung durch den Vorstand rechnen dürften oder eben im konkreten Zusammenhang mit der Stimmrechtsberatung mangels Stellung als Stimmrechtsberater bzw. als Kunde eines Stimmrechtsberaters keine Vorabinformationen erhalten.

1322 Und zwar aus Gründen der Reduzierung der Überwachungskosten, solange diese die Nachteile, die aus der Privilegierung Einzelner resultieren, überwiegen, vgl. aus dem US-amerikanischen Schrifttum *Gilson/Gordon*, U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 785f.

1323 Zur Rolle der Hauptversammlung bereits unter § 2 A. I. 3.

1324 Von einer Verbesserung der Corporate Governance könnte aufgrund des schematischen Vorgehens der Stimmrechtsberater nicht ohne weiteres ausgegangen werden, siehe zur diesbezüglichen Kritik bereits unter § 2 E. V.

1325 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 524; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 537; zur Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats bereits unter § 4 A. I. 2.

1326 *Assmann*, AG 1997, 50, 57; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 524; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 537; *Koch*, AG

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

IV AktG, der gerade keine Differenzierung zwischen Groß- und Kleinaktionär vornimmt[1327]. Die Anknüpfung an die Eigenschaft als Paketaktionär bzw. Stimmrechtsberater stellt folglich keine hinreichende Rechtfertigung für eine Informationsprivilegierung dar[1328]. Einen Mittelweg sucht *Fleischer,* der zwar die Rechtfertigung der Informationsweitergabe unter alleiniger Anknüpfung an die Höhe der Beteiligung eines Aktionärs verneint[1329], auf dieser Grundlage aber dennoch einen privilegierten Austausch mit dem Vorstand zulassen will, solange sich dieser auf die Erläuterung und Vertiefung bereits bekannter Informationen bzw. die Ausräumung von Missverständnissen beschränkt.[1330] Damit soll der gestiegenen Bedeutung des Meinungsaustausches zwischen Vorstand und Paketaktionären in der Praxis begegnet werden[1331]; dieser Ansatz gewähre dem Großaktionär, so *Fleischer*, mehr als er bei strenger Handhabung des Gleichheitsgrundsatzes zu erwarten habe, aber dennoch weniger als einen privilegierten Informationsstatus[1332]. Wenngleich ein Bedürfnis für die Informationsweitergabe an Paketaktionäre aus Sicht des Vorstands nicht von der Hand gewiesen werden kann und auch nicht soll, ist der von *Fleischer* verfolgte Ansatz nicht ganz widerspruchsfrei[1333]: Die Erörterung bereits vorliegender Informationen mit Paketaktionären kann durchaus zulässig, im Einzelfall sogar geboten sein[1334], jedoch nicht unter Anknüpfung an die

---

2017, 129, 137; gegen diese Befürchtung *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 738; zur Unvereinbarkeit eines weiteren Überwachungsorgans mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft siehe noch eingehend unter § 4 E. II. 1.

1327 BayObLG, Beschluss v. 17.07.2002 – 3Z BR 394/01 = NZG 2002, 1020, 1021; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 524f; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 283f.

1328 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 525; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 282ff; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 537f; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227; *Hoffmann-Becking*, in: FS Rowedder, S. 155, 166f.

1329 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 524f.

1330 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 525f.

1331 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 525f; hieran ebenso anknüpfend *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 166; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 737f.

1332 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 526.

1333 Hierauf hinweisend *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 166 Fn. 102.

1334 Dazu sogleich unter § 4 E. I. 3. dd).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Stellung als Paketaktionär bzw. als Stimmrechtsberater, sondern im Zusammenhang eines konkreten Sachverhalts, also im Zuge einer punktuellen Informationsweitergabe.

cc) Punktuelle Informationsprivilegierung

Eine punktuelle Informationsweitergabe an Paketaktionäre ist hingegen weitgehend anerkannt[1335]. So wird von der ganz herrschenden Meinung die Informationsweitergabe vom Vorstand an wesentlich beteiligte Aktionäre zugelassen, wenn es für die Vorbereitung von Grundlagenentscheidungen erforderlich ist, die der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen und eine informationelle Gleichbehandlung aller Aktionäre nicht praktikabel ist oder Geheimhaltungsinteressen der Gesellschaft entgegenstehen[1336]. So kann es im Gesellschaftsinteresse sein, dass sich der Vorstand durch selektive Vorabinformation einzelner Paketaktionäre über die Zustimmungsfähigkeit einer Maßnahme informiert. Die Vorbereitung von Grundlagenentscheidungen ist häufig mit erheblichem Aufwand und Kosten verbunden, die nur Sinn ergeben, wenn die Maßnahme auf der Hauptversammlung Aussicht auf Erfolg hat.[1337] Als Paradebeispiel angeführt wird hierfür die Vorabinformation über eine mögliche Kapitalerhöhung[1338]. Als Fälle solcher Grundlagenentscheidungen werden weiterhin etwa ein drohendes Übernahmeangebot[1339] und eine für das Unternehmen wichtige, große Aktientransaktion[1340] genannt. In solchen Fällen kann die

1335 *Koch*, AG 2017, 129, 136; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 737; *Schaefer*, NZG 2007, 900, 901; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 299f; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 7; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 535; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 521; *Hopt*, ZGR 1997, 1, 26.

1336 *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 535; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 521; *Hopt*, ZGR 1997, 1, 26; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 288.

1337 *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 535; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 288.

1338 *Duden*, in: FS von Caemmerer, S. 499, 509; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 521; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 535.

1339 *Hopt*, ZGR 1997, 1, 26.

1340 *Hopt*, ZGR 1997, 1, 26; drohende erhebliche Desinvestition eines Paketaktionärs, die zu Kursabschlägen führen würde, *Bassler*, Die Bedeutung von institu-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Informationsweitergabe an bedeutende Aktionäre nicht nur zulässig, sondern für den Vorstand aufgrund seiner Sorgfaltspflichten aus § 93 I S. 1 AktG sogar verpflichtend sein, um Schaden von der Gesellschaft abzuwenden[1341]. Eine punktuelle informationelle Privilegierung ist mithin bei solchen „außergewöhnlichen Anlässen" erlaubt[1342].

Eine Vorabinformation von Stimmrechtsberatern bei Grundlagenentscheidungen, die der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen, sind somit mit dem informationellen Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbar[1343]. Die punktuelle Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater im Zuge der Vorbereitung einer Hauptversammlung zu einem mit erheblichem Aufwand verbundenen Beschlussgegenstand oder etwa zur Abwehr feindlicher Übernahmen dient dem Gesellschaftsinteresse gleichermaßen, wenn nicht noch mehr, wie die Einbeziehung eines Paketaktionärs. Es verhält sich nun aber in der Praxis nicht so, dass der Vorstand nur bei anstehenden Grundlagenentscheidungen den Kontakt zum Stimmrechtsberater sucht. Aufgrund des erheblichen Einflusspotentials der Stimmrechtsberater ist davon auszugehen, dass der Vorstand um eine grundsätzlich gute Informationsversorgung der Stimmrechtsberater bemüht ist, die zumindest im Einzelfall auch die Weitergabe bislang unbekannter Informationen einschließen wird[1344]. Hinzu kommt, dass Stimmrechtsberater von sich aus den Kontakt zum Vorstand suchen, um weitere Informationen anzufordern. Der Vorstand wird diesen Anfragen nicht stets widerstehen können. Wenngleich Stimmrechtsberater eine zeitgleiche Veröffentlichung von Informationen verlangen, die sie vom Vorstand erhalten, ist nicht davon auszugehen, dass der Vorstand diesem Anliegen generell nachkommt. Unterhalb der Schwelle des Insiderrechts werden auf diesem Wege

---

tionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 288f.

1341 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 521f bei Vorbereitung einer Kapitalerhöhung; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 288f bei drohender Desinvestition eines Paketaktionärs.

1342 Ausdrücklich *Koch*, AG 2017, 129, 136.

1343 Dies nicht näher spezifizierend („Im Einzelfall kann eine Ungleichbehandlung durch informationelle Privilegierung eines Stimmrechtsberaters daher gerechtfertigt sein.") *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 281.

1344 Die Investorenkontakte des Vorstands haben sich in der Praxis wohl bereits bedenklich von den Vorgaben der §§ 53a, 131 IV AktG entfernt, vgl. *Koch*, AG 2017, 129, 137; *ders.*, in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

erhaltene Informationen auch in den Stimmempfehlungsbericht Eingang finden. Nach Angaben der Stimmrechtsberater liegt der Schwerpunkt bei der Kontaktaufnahme mit den Emittenten jedoch nicht in der Einholung zusätzlicher Informationen, sondern in der Erörterung bereits verfügbarer Informationen. Hier ist noch einmal auf den vermittelnden Ansatz *Fleischers* zurückzukommen, der anknüpfend an die Stellung als Paketaktionär einen privilegierten Austausch mit dem Vorstand zulassen will, solange sich dieser auf die Erläuterung und Vertiefung bereits bekannter Informationen bzw. die Ausräumung von Missverständnissen beschränkt.[1345] Eine Anknüpfung an die Stellung als Paketaktionär ist zwar abzulehnen, die Überlegungen von *Fleischer* lassen sich aber auf die Vorbereitung von Hauptversammlungsbeschlüssen eine Stufe unterhalb von Grundlagenentscheidungen übertragen. Ein Bedürfnis des Vorstands, die Stimmung unter den Aktionären und den Stimmrechtsberatern im Vorlauf der Hauptversammlung auszuforschen, ist nachvollziehbar, zur Abwendung von Schäden für die Gesellschaft durchaus angezeigt und im Einzelfall für den Vorstand aufgrund seiner Sorgfaltspflichten geboten. Eine reine Erörterung bereits bekannter Informationen zur Ausräumung von Missverständnissen und Erläuterung von Angaben ist, verglichen mit der Weitergabe völlig unbekannter Informationen, zugegeben ein erheblich milderes Mittel, um die Interessen der Gesellschaft zu wahren. Dieses Vorgehen scheint mithin eine praktikable Leitlinie für den Umgang des Vorstands mit Stimmrechtsberatern darzustellen. Doch auch insoweit muss wiederum auf die durch das informationelle Gleichbehandlungsgebot gezogenen Schranken hingewiesen werden: Dem Vorstand ist es nicht erlaubt, generell alle Beschlussvorschläge mit den Stimmrechtsberatern zu erörtern. Ein solcher Kontakt ohne konkreten unternehmerischen Anlass käme nämlich letztlich der generellen Anerkennung einer bestimmten Beteiligungshöhe als Rechtfertigung für eine informationelle Gleichbehandlung gleich[1346]. Denn zu bedenken ist stets, dass auch die Auseinandersetzung mit bereits bekannten Informationen hinter verschlossenen Türen neue Erkenntnisse mit sich bringen, sich allein durch Diskussion und Interpretation öffentlich zugänglicher Angaben eine Informationsasymmetrie bil-

1345 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 525f.

1346 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 289.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

den kann. Die Grenzen von Erörterung bekannter und Weitergabe unbekannter Informationen wird im Einzelfall nicht trennscharf gezogen werden können. Auch ein kontinuierlicher, grundsätzlich im Vorfeld einer jeden Hauptversammlung stattfindender Austausch mit Stimmrechtsberatern, bei denen nicht explizit neue Erkenntnisse offengelegt werden, kann folglich mit dem informationellen Gleichbehandlungsgebot konfligieren. Im konkreten Einzelfall, also beispielsweise bei Anträgen aktivistischer Aktionäre unterhalb der Qualität einer Grundlagenentscheidung, kann die Informationsweitergabe, wenn sie für die Förderung des Gesellschaftsinteresses erforderlich ist, jedenfalls aber die Erörterung des Beschlussgegenstandes mit den Stimmrechtsberatern erfolgen, ohne dass der Vorstand gegen das informationelle Gleichbehandlungsgebot verstößt. Hinzu kommt für den Vorstand die Problematik, dass er sich, wenn er sich erst einmal im Gespräch mit dem Stimmrechtsberater befindet, nur noch schwer den konkreten Nachfragen entziehen kann, ohne das Wohlwollen des Stimmrechtsberaters für seinen Beschlussvorschlag zu gefährden. Ein regelmäßiger Austausch im Vorfeld der Hauptversammlung zur Erörterung verschiedener Beschlussgegenstände, sei er vom Vorstand initiiert, sei er vom Stimmrechtsberater angebahnt, steht hingegen im Konflikt mit den Vorgaben der §§ 53a, 131 IV AktG.

dd) Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG

Ist einem Stimmrechtsberater eine Auskunft außerhalb der Hauptversammlung gegeben worden, so ist sie jedem Aktionär auf Verlangen auf der Hauptversammlung zu erteilen, § 131 IV AktG. An die Informationsprivilegierung wird also ein Nachinformationsanspruch der außenstehenden Aktionäre geknüpft. Zu untersuchen ist, inwieweit der Nachinformationsanspruch einen Abbau der durch die Informationsweitergabe entstandenen Informationsasymmetrie erlaubt.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(1) Keine Ausforschungsfragen

Dem Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG kommt eine geringe praktische Bedeutung zu[1347]. Zunächst hat der Vorstand auf der Hauptversammlung von sich aus alle außerhalb der Hauptversammlung gegebenen Auskünfte nicht noch einmal zu erteilen[1348]. In der Rechtsprechung und der herrschenden Literatur ist weiterhin anerkannt, dass ein „Ausforschungsbegehren" eines Aktionärs vom Vorstand nicht beantwortet werden braucht[1349]. Allgemeine Ausforschung in dem Sinne, dass allgemein gefragt wird, ob und gegebenenfalls welche Auskünfte zu irgendwelchen Themen erteilt wurden, sind mithin unzulässig. Für außenstehende Aktionäre stellt sich folglich das Problem, dass sie vielfach keine Kenntnis davon erlangen, dass ein anderer Aktionär vom Vorstand vorab informiert worden ist[1350]. Wissen die außenstehenden Aktionäre nicht, wem welche Auskunft erteilt wurde, können sie auch nicht deren Nachholung fordern[1351].

(2) Nachinformation nur auf der Hauptversammlung

Die praktische Bedeutung des § 131 IV AktG ist überdies dadurch eingeschränkt, dass die herrschende Meinung den Nachinformationsanspruch nur auf der Hauptversammlung anerkennt, die Nachinformation also erst auf der Hauptversammlung zu erfolgen hat.[1352] Die Sperrwirkung des § 131 IV AktG gegenüber der Nachinformation außerhalb der Hauptver-

---

1347 *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 73; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 95; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 738.

1348 *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 103; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 AktG Rn. 157.

1349 BayObLG, Beschluss v. 17.07.2002 – 3Z BR 394/01 = NZG 2002, 1020, 1021; OLG Dresden, Beschluss v. 01.12.1998 – 7 W 426/98 = AG 1999, 274, 275f; *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 80; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 AktG Rn. 158; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 103; *Drinhausen,* in: Hölters, § 131 AktG Rn. 41; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 75; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 518; *Wilde*, ZGR 1998, 423, 462; aA *Meilicke/Heidel*, DStR 1992, 113, 114.

1350 *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 73.

1351 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 AktG Rn. 158.

1352 *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 85; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 76; *Decher,* in: GK-AktG, § 131 Rn. 363; *Kersting,* in: KK-AktG, § 131 Rn. 455; *Hoffmann-Becking*, in: FS Rowedder, S. 155, 157ff; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 105; *Wilde*, ZGR 1998, 423, 462.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sammlung gründet auf der Ansicht, dass es sich bei § 131 IV AktG um eine spezielle Ausformung des § 53a AktG handelt[1353]. Für die Sperrwirkung spricht einerseits die klare Bezugnahme im Wortlaut des § 131 IV AktG auf die Hauptversammlung[1354]. Die Begrenzung auf die Hauptversammlung will aber auch dem Grundgedanken des § 118 I AktG Rechnung tragen, nach der die Aktionäre ihre Rechte ausschließlich in der Hauptversammlung ausüben[1355]. Unterstützung findet diese Ansicht zudem in der Entstehungsgeschichte des § 131 IV AktG. Sah der Referentenentwurf zum AktG 1965 noch eine sofortige Nachinformation vor, fand diese Regelung nicht ihren Weg in die Gesetzesfassung.[1356] Die Sperrwirkung des § 131 IV AktG gegenüber der Nachinformation außerhalb der Hauptversammlung sieht sich mittlerweile nicht unbeachtlicher Kritik aus unionsrechtlicher Perspektive ausgesetzt: Unter Verweis auf das Gebot der richtlinienkonformen Auslegung wird vertreten, dass eine auf die Hauptversammlung begrenzte Nachinformation dem Gebot, Verstöße gegen das durch Art. 42 der Kapitalrichtlinie[1357] und Art. 17 I der Transparenzrichtlinie[1358] vorgegebene, gemeinschaftsrechtliche Gleichbehandlungsgebot durch wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen zu bewehren, nicht genüge[1359].

1353 Siehe die Nachweise in Fn. 1296; explizit zur Sperrwirkung *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 105; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 76.

1354 *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 85;

1355 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 76; *Hoffmann-Becking*, in: FS Rowedder, S. 155, 159.

1356 *Hoffmann-Becking*, in: FS Rowedder, S. 155, 157f; *Duden*, in: FS von Caemmerer, S. 499f.

1357 Richtlinie 77/91/EWG vom 13. Dezember 1976, ABl.EU L 26/1 vom 31. Januar 1977.

1358 Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004, ABl.EU L 390/38 vom 31. Dezember 2004.

1359 *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 514ff; zustimmend *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 306; nicht abgeneigt *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 521; früher bereits für eine Nachinformationsanspruch außerhalb der Hauptversammlung *Joussen*, DB 1994, 2485, 2486; dagegen *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 76, der u.a. darauf abstellt, dass die Union den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung ein tendenziell weites Ermessen einräumt, weshalb die Sperrwirkung des § 131 IV AktG aufrechterhalten werden könne.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

(3) Zwischenergebnis

Nach geltendem Recht kann mithin nicht davon ausgegangen werden, dass der Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG dazu geeignet ist, Informationsasymmetrien zwischen außenstehenden Aktionären sowie den Stimmrechtsberatern und ihren Kunden effektiv abzubauen. Aufgrund der regelmäßig in Bezug auf die Hauptversammlung zeitnahen Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater wiegt die Beschränkung der Nachinformation auf die Hauptversammlung weniger schwer als das Verbot der Ausforschung.

c) Weitere Schranken der Informationsweitergabe

Neben dem verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgebot der §§ 53a, 131 IV AktG hat der Vorstand bei der Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater überdies die Schranken des Insiderrechts, der Verschwiegenheitspflicht aus § 93 I S. 3 AktG und gegebenenfalls des DCGK zu beachten.

aa) Insiderrecht

Mitglieder der Unternehmensleitung unterliegen der Verbotstrias des Art. 14 MAR, d.h. verboten ist ihnen das Tätigen von Insidergeschäften, die Empfehlung bzw. Anstiftung zum Tätigen von Insidergeschäften, sowie die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. Somit ist es Vorständen und Aufsichtsratsmitgliedern nach Art. 14 c) MAR untersagt, unrechtmäßig Insiderinformationen offenzulegen[1360].

Klar ist jedoch, dass es Situationen gibt, in denen das Verbot der Offenlegung kursrelevanter Informationen mit dem Interesse der Weitergabe durch den Emittenten konfligiert, vor allem wenn der Publizität Interessen der Gesellschaft entgegenstehen. Deshalb sieht Art. 10 I MAR vor, dass nicht jede Offenlegung, sondern nur die Unrechtmäßige verboten ist. Wann dies der Fall ist, wird in Art. 10 I MAR legaldefiniert: Unrechtmäßig ist die Offenlegung demnach, wenn sie gegenüber einer anderen Person erfolgt und nicht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben. Der Begriff „un-

1360 Zur Definition der Insiderinformation siehe bereits unter § 3. B. III. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtmäßig“ bedarf als unbestimmter Rechtsbegriff der teleologischen Auslegung, bei der der Zweck des Insiderrechts und die Interessen der Betroffenen in Einklang zu bringen sind[1361]. Einen Anhaltspunkt zur Auslegung bietet die Entscheidung *Grøngaard und Bang*, in der der Europäische Gerichtshof für die Weitergabe von Insiderinformationen zwei Voraussetzungen aufgestellt hat: Erstens müsse ein enger Zusammenhang zwischen der Weitergabe und der Ausübung der Arbeit oder des Berufs oder der Erfüllung der Aufgaben bestehen. Zweitens müsse die Weitergabe hierfür unerlässlich sein.[1362] Bereits vor Einführung der Marktmissbrauchsverordnung wurde das vom Europäischen Gerichtshof geforderte Merkmal der „Unerlässlichkeit“ kritisch beurteilt; die wohl herrschende Literaturmeinung hat vertreten, dass die Weitergabe nur „erforderlich“ sein müsse, um befugt zu erfolgen, was also zu einer Abwägung im Einzelfall führt[1363]. Ob die restriktive Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs mit Einführung der Marktmissbrauchsordnung weiter Bestand hat, kann angezweifelt werden[1364]. In den Wortlaut des Art. 10 I MAR hat das Erfordernis der „Unerlässlichkeit“ keinen Eingang gefunden. Ebenso wenig wird dies in Erwägungsgrund 35 der Verordnung gefordert[1365].

Zur Beurteilung, ob eine Informationsweitergabe an unternehmensexterne Dritte unbefugt im Sinne des § 14 I Nr. 2 WpHG aF war, hatte man zwischen *sell-side* und *buy-side* Analysten, also zwischen vom Emittenten und von Dritten bzw. Aktionären Beauftragten, unterschieden[1366]. Diese Differenzierung hat auch im Rahmen des Art. 10 I MAR ihre Berechtigung nicht verloren. Die Weitergabe an *sell-side* Analysten ist als befugt (nach neuer Rechtslage also als „rechtmäßig“) einzustufen, wenn die Weitergabe für die Erfüllung der Beraterverträge erforderlich ist. Eine Weitergabe an *buy-side* Analysten ist hingegen grundsätzlich unrechtmäßig, es sei denn, es

1361 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 103; zur alten Rechtslage und dem Begriff „unbefugt“, *Assmann*, AG 1997, 50, 55.

1362 EuGH, Urteil v. 22.11.2005 – C-384/02 – *Grøngaard und Bang*, ZIP 2006, 123 = NJW 2006, 133.

1363 *Sethe*, in: Assmann/Schütze, HdB Kapitalanlagerecht, § 8 Rn. 128.

1364 Für die Weitergeltung der EuGH-Rspr. nach Einführung der MAR *Poelzig*, NZG 2016, 528, 534; *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371; eher ablehnend *Zetzsche*, NZG 2015, 817, 820; dagegen *Sethe*, in: Assmann/Schütze, HdB Kapitalanlagerecht, § 8 Rn. 128.

1365 *Sethe*, in: Assmann/Schütze, HdB Kapitalanlagerecht, § 8 Rn. 128.

1366 *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Kruse, Kapitalmarktrechtskommentar, § 14 WpHG Rn. 62; *Götz*, DB 1995, 1949, 1951.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

erfolgt zeitgleich eine allgemeine Information der Öffentlichkeit.[1367] Stimmrechtsberater werden von einzelnen Aktionären beauftragt; sie sind mithin nicht auf der *sell-side* tätig und fallen dadurch nicht unter diese Ausnahme. Die Insiderinformationen, die ein Stimmrechtsberater erhält, werden in der Regel nicht Bestandteil einer Analyse, die veröffentlicht wird. Die Stimmempfehlung erhält grundsätzlich nur der Aktionär, der sie in Auftrag gegeben hat. Das bei der Beurteilung der Weitergabe von Insiderinformationen an Ratingagenturen vorgebrachte Argument, dass die Informationsauswertung letztlich allen Marktteilnehmern zugänglich sein wird[1368], ist somit nicht auf Stimmrechtsberater übertragbar[1369]. Die Offenlegung kurserheblicher Insiderinformationen gegenüber Stimmrechtsberatern bei ausschließlicher Berücksichtigung deren Stellung als externe Analysten ist dem Vorstand mithin verboten, es sei denn, es erfolgt gleichzeitig eine allgemeine Information der Öffentlichkeit.

Eine differenzierte Beurteilung ist erforderlich, wenn man die Rolle der Stimmrechtsberater als „Quasi-Aktionäre" in die Betrachtung miteinbezieht. Die Weitergabe von Insiderinformationen an einzelne Aktionäre ist in der Regel unzulässig, kann jedoch bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände bei Abwägung der Interessen der Gesellschaft und der Marktteilnehmer rechtmäßig sein. Dieses Vorgehen ähnelt der Abwägung zwischen den Interessen der Gesellschaft und der benachteiligten Aktionäre im Rahmen des § 53a AktG[1370].

In Ausnahmefällen, wie etwa einer anstehenden Grundlagenentscheidung – namentlich einer Kapitalerhöhung, die der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf – soll eine insiderrechtliche Informationswei-

---

1367 *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Kruse, Kapitalmarktrechtskommentar, § 14 WpHG Rn. 62.

1368 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB, § 107 Rn. 106; *Klöhn*, WM 2010, 1869, 1875f.

1369 Ebenso *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 274.

1370 Vertreten wird, dass ein Gleichlauf der Abwägungsentscheidung in die Richtung anzunehmen sei, dass eine nach § 53a AktG berechtigte Informationsweitegabe ebenso nach Maßstäben des Insiderrechts als rechtmäßig anzusehen sei; so *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 527, 535f; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 275; *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, S. 272f; unter Einbeziehung der *Grøngaard und Bang* Entscheidung des EuGH sollte dieses Ergebnis nicht ungeprüft übernommen werden; grundsätzlich kritisch zur Übertragung des aktienrechtlichen Maßstabs der Ungleichbehandlung nach § 53a AktG auf das Insiderrecht *Koch*, AG 2017, 129, 140.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tergabe an Aktionäre mit einer wesentlichen Beteiligung gestattet sein, um die Zustimmungsfähigkeit der Maßnahme auf der Hauptversammlung zu eruieren[1371]. Legt man in diesem Beispiel den restriktiven Maßstab der *Grøngaard und Bang* Entscheidung an, so sind allerdings Zweckmäßigkeitserwägungen nicht hinreichend. Die Offenlegung gegenüber Paketaktionären müsste vielmehr unerlässlich sein, was bedeutet, dass Grund zur Annahme besteht, dass die erforderliche Zustimmung ohne den konkret informierten Aktionär gefährdet wird.[1372] Im Umkehrschluss ist eine regelmäßige Vorabinformation von Paketaktionären nicht mit der Konzeption des Insiderrechts vereinbar[1373].

Die Informationsoffenlegung gegenüber einem Stimmrechtsberater muss gleichlaufend mit der gegenüber einem Paketaktionär beurteilt werden[1374]. Eine regelmäßige Vorabinformation von Stimmrechtsberatern ist als insiderrechtlich unzulässig zu qualifizieren. Wenn es in der konkreten Konstellation insiderrechtlich zulässig allerdings ist, dass sich die Unternehmensleitung im Vorlauf einer Hauptversammlung wegen eines bedeutenden Themas mit einem Großaktionär abstimmt, so hat dies auch für den Kontakt zu einem Stimmrechtsberater zu gelten. Die Abstimmung mit einem Stimmrechtsberater, der faktisch eine große Anzahl an Stimmen bündelt, kann aus Sicht des Unternehmensinteressen genauso geboten und unerlässlich wie die Abstimmung mit dem einzelnen Großaktionär sein.

bb) Verschwiegenheitspflicht, § 93 I S. 3 AktG

Handelt es sich bei den vom Stimmrechtsberater angeforderten oder vom Vorstand von sich aus im Rahmen einer Vorabinformation weitergegebenen Informationen um vertrauliche Angaben oder Geheimnisse der Gesell-

---

1371 *Assmann*; in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsgesetz, Art. 10 MAR Rn. 33, 41; *Noack,* in: KK-WpHG, § 14 Rn. 364; *Schneider/Singhof*, in: FS Kraft, S. 585, 602; *Schwark/Kruse,* in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 14 WpHG Rn. 51.

1372 *Assmann*; in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsgesetz, Art. 10 MAR Rn. 33.

1373 *Assmann*; in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsgesetz, Art. 10 MAR Rn. 41; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 536; *Schwark/Kruse,* in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 14 WpHG Rn. 51.

1374 So auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 275.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schaft, sind zudem die Grenzen der organschaftlichen Verschwiegenheitspflicht des § 93 I S. 3 AktG zu beachten. Die Verschwiegenheitspflicht ist jedoch kein Selbstzweck, sondern dient dem Gesellschaftsinteresse[1375]. Im Einzelfall kann sie daher eingeschränkt werden, wenn eine selektive Informationsweitergabe den Interessen der Gesellschaft dienlicher ist, als Stillschweigen zu bewahren[1376]. Ob die Informationsweitergabe im konkreten Einzelfall im Interesse der Gesellschaft liegt, hat der Vorstand nach pflichtgemäßem Ermessen zu entscheiden[1377]. Eine begrenzte Preisgabe vertraulicher Informationen wird bei Erforderlichkeit im Einzelfall insbesondere bei der Weitergabe an Berater, Kreditgeber, den Betriebsrat oder gegenüber Kaufinteressenten im Rahmen einer Due Diligence Prüfung für zulässig erachtet[1378]. Doch auch die Weitergabe vertraulicher Informationen an Großaktionäre – etwa zur Vorbereitung einer Kapitalerhöhung[1379] – soll, falls sie unumgänglich ist, mit § 93 I S. 3 AktG vereinbar sein[1380]. Sollen also vertrauliche Informationen an Stimmrechtsberater weitergegeben werden, so hat der Vorstand die Grenzen der Verschwiegenheitspflicht zu beachten. Allein, dass es im Interesse der Gesellschaft ist, Informationen an einen Stimmrechtsberater weiterzugeben, um diesen zu überzeugen oder auch nur dessen Ansicht zu einer strategischen Maßnahme einzuholen, kann nicht genügen, um eine Einschränkung der Verschwiegenheitspflicht zu rechtfertigen. Bei pflichtgemäßer Ausübung seines Entscheidungsermessens hat der Vorstand auch die negativen Aspekte einzubeziehen, die bei der Veröffentlichung der vertraulichen Informationen drohen. Bei der Weitergabe an Stimmrechtsberater muss insbesondere berücksichtigt werden, dass eine Weiterleitung der vertraulichen Information an eine Vielzahl von Kunden des Proxy Advisors droht. So wird bei einer Weitergabe von Informationen unter Einschränkung der Verschwiegenheitspflicht ge-

1375 *Körber,* in: Fleischer, HdB Vorstandsrecht, § 10 Rn. 18; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 150; *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 93 AktG Rn. 169.

1376 *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 526; *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 93 AktG Rn. 50; *Dauner-Lieb,* in: Henssler/Strohn, § 93 AktG Rn. 15; *Körber,* in: Fleischer, HdB Vorstandsrecht, § 10 Rn. 18; *Wilde*, ZGR 1998, 423, 460f; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 150; *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 142.

1377 *Dauner-Lieb,* in: Henssler/Strohn, § 93 AktG Rn. 15; *Körber,* in: Fleischer, HdB Vorstandsrecht, § 10 Rn. 18; *Wilde*, ZGR 1998, 423, 461.

1378 Beispiele bei *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 93 AktG Rn. 50; *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 142; *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 93 AktG Rn. 169.

1379 *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 142.

1380 *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 93 AktG Rn. 50; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 526; *ders.,* in: Spindler/Stilz, § 93 AktG Rn. 169 *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 142.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nerell geraten, den Informationsempfänger zur Verschwiegenheit zu verpflichten[1381]. Gegenüber den vom Proxy Advisor beratenen Investoren wird dies ohnehin nicht möglich sein, ohne diese gezielt einzeln unter Beachtung der Grenzen der Verschwiegenheitspflicht in Kenntnis zu setzen. Davon, dass ein Stimmrechtsberater selbst eine Vertraulichkeitserklärung unterschreiben wird, darf ebenso wenig ausgegangen werden. Ziel der Sammlung von Informationen des Stimmrechtsberaters ist schließlich deren Auswertung und Weiterleitung an die Investoren in Form des Stimmempfehlungsberichts. Von Seiten der Stimmrechtsberater besteht mithin kein Interesse, sich der Möglichkeit, erhaltene Informationen in den Stimmempfehlungsbericht aufzunehmen, selbst zu beschneiden. Überdies werben die Stimmrechtsberater damit, dass ihren Stimmempfehlungen ausschließlich öffentlich zugängliche Informationen zugrunde liegen. Würde publik, dass ein Stimmrechtsberater eine Vertraulichkeitserklärung abgegeben hat, um an zusätzliche Informationen zu gelangen, würde dies für den Proxy Advisor zu einem erheblichen Reputationsschaden führen. Hinzu kommt das Risiko, dass der Stimmrechtsberater aus Furcht vor Insiderqualität der erhaltenen Information den Vorstand zur Veröffentlichung per ad-hoc-Mitteilung drängt, um die Information in die Stimmempfehlung einbeziehen zu können.

Gelangt der Vorstand unter Einbeziehung all dieser Risiken in die Abwägung der Vor- und Nachteile der Offenlegung trotzdem zum Schluss, dass den Interessen der Gesellschaft besser gedient ist, wenn die vertraulichen Informationen an Stimmrechtsberater weitergeben werden, so kann er dies tun.

cc) Gleichbehandlung nach Ziff. 6.1 S. 2 DCGK

Eine weitere Grenze der Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater könnten die Vorgaben des DCGK zur Transparenz machen. In Ziff. 6 S. 1 DCGK heißt es zunächst, die Gesellschaft wird die Aktionäre bei Informationen unter gleichen Voraussetzungen gleich behandeln. Hierbei handelt es ich sich lediglich um eine Wiedergabe der Gesetzeslage, sodass hieraus keine über das aktionärsrechtliche Gleichbehandlungsgebot hinausgehende Schranke gezogen wird. In Ziff. 6.1 S. 2 DCGK wird darüber hinaus

1381 *Hölters,* in: Hölters, § 93 AktG Rn. 142; *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 93 AktG Rn. 50; zur Due-Diligence Prüfung *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 154 m.w.N.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

empfohlen, den Aktionären sämtliche wesentliche neue Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, unverzüglich zur Verfügung zu stellen. Fiele die Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater hierunter, müsste der Vorstand – bei Einhaltung des DCGK – unverzüglich nach dem Kontakt mit dem Stimmrechtsberater alle wesentlichen, bis dahin unbekannten Informationen zur Verfügung stellen. Unter Finanzanalysten im Sinne der Ziff. 6.1 S. 2 DCGK versteht man im Wesentlichen Dienstleister, die Informationen zum Zwecke oder zur Vorbereitung von Anlageentscheidungen aufbereiten[1382]. Die Stimmrechtsberatung ist jedoch auf die Empfehlung zur Ausübung von Stimmrechten gerichtet und dient mithin nicht der Vorbereitung von Anlageempfehlungen[1383]. Weniger klar ist hingegen, ob ein Stimmrechtsberater als ein mit einem Finanzanalysten vergleichbarer Adressat zu sehen ist. Hierunter werden Personen und Institutionen gefasst, die von der Gesellschaft nicht aufgrund öffentlich-rechtlicher Pflichten, sondern zur Pflege ihrer (Kapital-) Marktbeziehungen versorgt werden, beispielweise Fondsmanager, Wirtschaftsjournalisten und auch Ratingagenturen[1384]. Der Kreis der vergleichbaren Adressaten wird mithin weit gezogen. Vertreten wird mitunter, es werde mit der Formulierung auch auf die Einbeziehung institutioneller Investoren abgezielt[1385]. Stimmrechtsberater fungieren als Informationsintermediäre ihrer Kunden. Zieht man den Kreis der vergleichbaren Adressaten also weit, kann unter Anknüpfung daran, dass die Informationsweitergabe nicht aufgrund einer öffentlich-rechtlichen Pflicht, sondern zur Pflege von Beziehungen – konkret zur Einflussnahme auf das Stimmverhalten der Aktionäre – erfolgt, sind Stimmrechtsberater in den Kreis der Ziff. 6.1 S. 2 AktG einzubeziehen[1386]. Eine Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater wäre demnach unter Beachtung des DCGK nur noch möglich, wenn es sich bei den erteilten Auskünften nicht um „we-

1382 *v. Werder,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1611 unter Anknüpfung an die Definition der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management; zu weiteren Definitionsansätzen vgl. *Zöllter-Petzoldt,* in: Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann, Ziff. 6 Rn. 20.

1383 Vgl. insoweit bereits zur Ablehnung der Qualifikation der Stimmrechtsberatung als Anlageempfehlung i.S.d. Art. 20 I Var. 1 MAR unter § 3 B. III. 2.

1384 *v. Werder,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1611; *Zöllter-Petzoldt,* in: Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann, Ziff. 6 Rn. 20.

1385 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 170.

1386 Ebenso *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 126.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sentliche“ Tatsachen, sondern um „weiche“ Informationen handelt[1387]. Zulässig bliebe mithin noch die Diskussion bereits bekannter Informationen im Sinne eines Meinungsaustausches. Da sich der Begriff der Tatsache i.S.d. Ziff. 6.1 DCGK jedoch nur auf „harte“, also dem Beweis zugängliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt oder des menschlichen Innenlebens bezieht[1388], wäre wiederum im Einzelfall zu fragen, ob sich weitergegebene Informationen zu Plänen, Vorhaben oder Absichten bereits dahingehend verdichtet haben, dass sie als in hohem Maße wahrscheinlich und damit als verifizierbare Tatsache anzusehen sind[1389]. Aufgrund der Zustimmungsquote von über 95 % der im DAX, MDAX, TecDAX und SDAC gelisteten Unternehmen zu Ziff. 6.1 DCGK müssten in Deutschland[1390] – nimmt man die Selbstauskünfte der Emittenten für bare Münze – hinsichtlich der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre also „wahrhaft paradiesische Zustände“ herrschen[1391].

d) Fazit

Insbesondere bei anstehenden Grundlagenentscheidungen, die der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen, ist die informationelle Privilegierung von Stimmrechtsberatern als zulässig und für den Vorstand als geboten anzusehen. Unvereinbar ist hingegen eine generelle informationelle Privilegierung der Stimmrechtsberater basierend allein auf der Tatsache, dass ihre Empfehlungen auf der Hauptversammlung das Gewicht eines Großaktionärs haben. Mit dem informationellen Gleichbehandlungsgebot der §§ 53a, 131 IV AktG vereinbar ist die punktuelle, nicht aber die generelle Informationsprivilegierung. Im Kontakt mit Stimmrechtsberatern hat der Vorstand mithin im Einzelfall zu prüfen, ob es einen konkreten unternehmerischen Anlass zur Weitergabe von Informationen an Stimmrechtsberater gibt; Informationsanfragen darf er nicht grundsätzlich nachgeben. Überdies muss sich der Vorstand bewusst sein, dass, auch wenn er nicht ausdrücklich neue Informationen offenbart, sich allein aus der Diskussion und Erörterung von Bekanntem neue Erkenntnisse gewon-

1387 So *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 170f.
1388 *Zöllter-Petzoldt,* in: Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann, Ziff. 6 Rn. 24; *v. Werder,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1608.
1389 *Zöllter-Petzoldt,* in: Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann, Ziff. 6 Rn. 24.
1390 Zahlen bei *Werder/Danilov*, DB 2018, 1997, 2005.
1391 So sarkastisch *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 514.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nen werden können, die die Stimmrechtsberater und letztlich ihre Kunden informationell privilegieren. Im Einzelfall wird sich der Vorstand schwertun, der Informationsanfrage eines Stimmrechtsberaters zu widerstehen, um keine ablehnende Stimmempfehlung zu riskieren. Zwar geben die Stimmrechtsberater an, den Stimmempfehlungen ausschließlich öffentlich verfügbare Informationen zugrunde zu legen. Es ist aber davon auszugehen, dass Erkenntnisse, die unterhalb der Schwelle einer Insiderinformation liegen, durchaus Eingang in den Stimmempfehlungsbericht finden und ohnehin Ausschlag für oder gegen eine Zustimmung zum Beschlussvorschlag des Vorstands geben können. Hierdurch droht tatsächlich das Risiko, dass die Aktionäre, die Stimmrechtsberater beauftragen, über eine bessere Informationsgrundlage verfügen als diejenigen, die diese Leistung nicht in Anspruch nehmen[1392]. Vorschläge, den Kontakt mit Stimmrechtsberatern auf öffentlichen Veranstaltungen wie Road-Shows zu beschränken, um Verstöße gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz zu vermeiden[1393], gehen jedoch zu weit, da sie das tatsächliche Bedürfnis des Vorstands, Stimmrechtsberater im Einzelfall vorab zu informieren, nicht berücksichtigen. Festzuhalten ist jedoch weiterhin, dass Informationsasymmetrien zwischen den Stimmrechtsberatern bzw. ihren Kunden und den außenstehenden Aktionären nicht effektiv durch den Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG ausgeglichen werden können. In seiner jetzigen Ausgestaltung ist der Nachinformationsanspruch kein probates Mittel, um eine Informationsasymmetrien abzubauen. Schranken sind der Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater weiterhin durch das Insiderrecht und die Verschwiegenheitspflicht nach § 93 I S. 3 AktG gesetzt, die der Vorstand zu beachten hat, die im konkreten Einzelfall – aber auch nur dann, also nicht generell – eine Weitergabe zulassen können. Eine weitgehende informationelle Gleichbehandlung könnte indes Ziff. 6. S. 2 DCGK sicherstellen, jedoch handelt es sich dabei nur um eine Empfehlung und nicht um einen für den Vorstand verbindlichen Rechtssatz.

II. Konflikte im Verhältnis Aufsichtsrat – Aktionär

Im Verhältnis Aufsichtsrat – Aktionär ist zu untersuchen, welche Auswirkungen die Informationsweitergabe vom Vorstand an und die Abstimmung mit Stimmrechtsberatern auf die Überwachung der Geschäftsfüh-

1392 *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 124.
1393 *Wohlmann/Gerber*, SZW 2014, 284, 293.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rung durch den Aufsichtsrat haben kann (dazu unter 1.). Zu beachten ist indes, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater auch direkt gegenüber dem Aufsichtsrat wirkt, wenn dieser selbst unternehmerische Entscheidungen trifft (2.).

1. Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats, § 111 I AktG

Zu fragen ist zunächst, wie sich aktivistisches Handeln und Einfluss der Stimmrechtsberater und der dadurch entstehende Kontakt zwischen Vorstand und Stimmrechtsberater auf die Funktion des Aufsichtsrats als Überwacher der Geschäftsführung auswirken.

a) Aufbruch des Überwachungsmonopols des Aufsichtsrats?

Stimmrechtsberater nehmen über ihre Stimmrechtsrichtlinien und über informellen Kontakt immer mehr Einfluss auf die Gesellschaft. Ihre Vorgaben können mittlerweile nicht mehr nur vom Vorstand, sondern auch vom Aufsichtsrat[1394] nicht ignoriert werden. Die Rede ist bereits von einem „Schattenregime" der Stimmrechtsberater[1395]. Verstärkter Aktionärsaktivismus und Engagement institutioneller Investoren konfligieren jedoch nicht nur mit der klaren Trennung von Leitung und Inhaberschaft gem. §§ 76 I, 119 II AktG[1396] sowie der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre[1397], sondern führen überdies zu Reibungen mit dem Überwachungsmonopol des Aufsichtsrats nach § 111 I AktG[1398]. Die Aufgabe der Überwachung der Geschäftsführung weist das Aktiengesetz ausschließlich dem Aufsichtsrat zu. Bei einer kontinuierlichen Versorgung

1394 Dazu unter § 4 E. II. 2.

1395 *Kramarsch*, Börsen-Zeitung 17.06.2017, 6; *Schneider*, Börsen-Zeitung 16.12.2017, 9.

1396 Im Zusammenhang mit der Stimmrechtsberatung siehe dazu bereits unter § 4. E. I. 1. und 2.

1397 Im Zusammenhang mit der Stimmrechtsberatung siehe dazu bereits unter § 4. E. I. 3.

1398 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 300; *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255, 257; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7; *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175, 186; *Inci*, Shareholder Engagement, S. 138f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

von einzelnen Aktionären mit Zusatzinformationen wird zu Recht die Entstehung eines Schattenaufsichtsrats befürchtet[1399]. Im Rahmen des informellen Kontakts mit dem Vorstand werden Stimmrechtsberater mit zusätzlichen Informationen versorgt, die sie wohl auch an ihre Kunden weitergeben. Allein aufgrund der Vielzahl von Kunden und der Konzentration der Tätigkeit der Stimmrechtsberater auf die Hauptversammlung kann es jedoch nicht zu einer mit dem Aufsichtsrat vergleichbaren, permanenten Informationsversorgung unter dem Jahr kommen. Eine Informationsprivilegierung im Vorfeld der Hauptversammlung und insbesondere bei Gesellschaften, die sich etwa strategisch neu ausrichten, durch aktivistische Aktionäre im Fokus der Öffentlichkeit stehen oder bei absehbar umkämpften Hauptversammlungen kann es aber durchaus zur Informationsprivilegierung auf breiterer Front kommen. Inwieweit bei punktueller Informationsprivilegierung noch von der Entstehung eines Schattenaufsichtsrats gesprochen werden kann, scheint eher fraglich[1400]. Eine solche rechtlich unverbindliche Kategorisierung trägt allerdings ohnehin wenig dazu bei, zu klären, inwieweit und vor allem inwiefern die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats, die vom Gesetz ja als Überwachungsmonopol konzipiert ist, durch Stimmrechtsberater beeinträchtigt sein kann. So wird schließlich auch vertreten, dass komplementäre Überwachung des Vorstands durch Aufsichtsrat und Aktionäre zu begrüßen sei[1401].

b) Auswirkungen auf die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats

Vielmehr soll untersucht werden, wie eine mögliche Konkurrenz von Aufsichtsrat und Aktionär bzw. Stimmrechtsberater in puncto Kontrolle des Vorstands die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats unterminieren könnte.

1399 *Assmann*, AG 1997, 50, 56f; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 524; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 537.

1400 Dagegen *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 738.

1401 *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 312.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

aa) Beratende Überwachung durch Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

Hierfür soll eingangs noch einmal[1402] nachvollzogen werden, wie die Überwachung der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat im Einzelnen ausgestaltet ist. Als Ansatzpunkt für Auswirkungen des Einflusses der Stimmrechtsberater soll in diesem Zusammenhang insbesondere beleuchtet werden, wie Vorstand und Aufsichtsrat zusammenwirken[1403]. Überwachung bedeutet zunächst die Kontrolle der bereits abgeschlossenen Tätigkeiten des Vorstands[1404]. Wesentliche Bedeutung kommt dabei der Überprüfung des Jahresabschlusses, des Lageberichts und des Vorschlags für die Verwendung des Jahresgewinns nach § 171 I S. 1 AktG zu[1405]. Hierbei wird der Aufsichtsrat durch den Abschlussprüfer unterstützt, den er gem. § 111 II S. 3 AktG beauftragt und der an der Bilanzsitzung des Aufsichtsrats bzw. seines Prüfungsausschusses verpflichtend teilnimmt, § 171 I S. 2 AktG[1406]. Zur laufenden Überwachung stützt sich der Aufsichtsrat weiterhin in erster Linie auf die Berichterstattung des Vorstands nach § 90 AktG[1407]. Daneben steht dem Aufsichtsrat insbesondere das vergangenheitsbezogene Recht zur Einsicht in die Bücher und Schriften der Gesellschaft nach § 111 II S. 1 AktG zur Verfügung[1408]. Die retrospektive Überwachung ist vornehmlich darauf gerichtet, fehlerhafte Geschäftsführung aufzudecken, zu beanstanden und gegebenenfalls zu sanktionieren[1409].

1402 Vgl. dazu bereits unter § 4 A. I. 2.

1403 So heißt es in Ziff. 3.1 DCGK ausdrücklich: „Vorstand und Aufsichtsrat arbeiten zum Wohle des Unternehmens eng zusammen."

1404 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 5; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 29.

1405 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 5; *Hambloch-Gesinn/Gesinn*, in: Hölters, § 111 AktG Rn. 16; *Drygala*, in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 14; *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit, § 111 AktG Rn. 4.

1406 *Hambloch-Gesinn/Gesinn*, in: Hölters, § 111 AktG Rn. 59; *Drygala*, in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 38.

1407 *Hambloch-Gesinn/Gesinn*, in: Hölters, § 111 AktG Rn. 12; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 29; *Drygala*, in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 15; *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit, § 111 AktG Rn. 4.

1408 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 5; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, § 111 AktG Rn. 37ff.

1409 *Hambloch-Gesinn/Gesinn*, in: Hölters, § 111 AktG Rn. 10; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 7ff; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 32.; *Drygala*, in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Nach ganz herrschender Meinung ist der Aufsichtsrat jedoch nicht nur zur vergangenheitsbezogenen Beurteilung, sondern auch zur in die Zukunft gerichteten, präventiv wirkenden Überwachung durch Beratung des Vorstands verpflichtet[1410]. Der Aufsichtsrat ist mithin aufgefordert, hinsichtlich der künftigen Ausrichtung der Gesellschaft und der Unternehmenspolitik den Vorstand zu beraten und mit ihm in die Diskussion einzutreten[1411]. Im Einzelnen sei hier auf die bereits im Rahmen der Stellung des Aufsichtsrats in der Unternehmensverfassung erfolgten Ausführungen verwiesen[1412]. Grundlage der Beratungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat sind wiederum die Berichte nach § 90 AktG, die sich in Teilen eben, wie die Formulierungen in § 90 I Nr. 1, 4, III S. 1 AktG zeigen, auch auf zukunftsbezogene Angelegenheiten erstrecken[1413]. Als „institutioneller Ratgeber und Gesprächspartner des Vorstands“[1414] soll der Aufsichtsrat vorausschauend mögliche Fehler des Vorstands hinsichtlich der Unternehmensstrategie und -ausrichtung erkennen, wobei für den Vorstand hieraus bereits im Voraus ein Rechtsfertigungsdruck für seine Maßnahmen entsteht[1415]. Ziel ist es, den Aufsichtsrat gerade zu Fragen der künftigen Geschäftspolitik und Unternehmensentwicklung im Wege der Diskussion in die Entscheidungsfindung des Vorstands miteinzubeziehen[1416]. Die finale Entscheidung über die Durchführung von Maßnahmen verbleibt jedoch grundsätzlich beim Vorstand, der sie in den Beratungen mit dem Aufsichtsrat zwar zu erörtern, dabei aber nicht dessen Ansicht zu übernehmen hat[1417]. Als präventive Mittel zur Einwirkung auf den Vorstand stehen dem Aufsichtsrat insbesondere die Mittel des Erlasses bzw. der Erweiterungen einer Geschäftsordnung für den Vorstand nach § 77 II S. 1 AktG[1418] und das deutlich weitergehende Instrument der zustimmungsbedürftigen Geschäfte nach § 111 IV S. 2 AktG[1419] zur Verfügung. Die Beratung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat hat sich zumindest auf die Gegenstände zu beziehen, die von den Berichten des Vorstands an den Aufsichtsrat nach

1410 Vgl. die Nachweise in Fn. 712.
1411 Vgl. hierzu ebenso die Nachweise in Fn. 712.
1412 Vgl. dazu § 4 A. I. 2.
1413 Vgl. dazu bereits unter § 4 A. I. 2 mit den Nachweisen in Fn. 713, 716.
1414 *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 103.
1415 *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 51.
1416 *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 111 AktG Rn. 4; *Vetter*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 104, 115.
1417 *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 111 AktG Rn. 19.
1418 Vgl. dazu etwa *Fleischer,* in: Spindler/Stilz, § 111 Rn. 59ff.
1419 Siehe dazu bereits unter § 4 A. I. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 90 AktG umfasst sind. § 90 AktG setzt zudem einen Mindeststandard für die Informationen, die dem Aufsichtsrat zur Verfügung zu stellen sind[1420]. Im Hinblick auf die zukunftsbezogene Überwachung sind dabei von besonderer Bedeutung die beabsichtigte Geschäftspolitik und andere grundsätzlichen Fragen der Unternehmensplanung, § 90 I S. 1 Nr. 1 AktG[1421] sowie die Geschäfte, die für die Gesellschaft von besonderer Bedeutung sein können, § 90 I S. 1 Nr. 4 AktG[1422]. Beratung bedeutet in diesem Zusammenhang auch, dass der Aufsichtsrat die Themen nicht nur mit dem Vorstand erörtern soll, sondern dass er zwingend Stellung dazu zu beziehen hat[1423]. Handelt es sich bei dem Beratungsgegenstand um ein zustimmungspflichtiges Geschäft nach § 111 IV S. 2 AktG, so kann der Aufsichtsrat seine ablehnende Meinung gegenüber dem Vorstand durchsetzen[1424]. Die Beratung ist jedoch nicht auf die in § 90 AktG festgehaltenen Themengebiete begrenzt, sondern kann vom Vorstand auch darüber hinaus in Anspruch genommen werden[1425]. Eine förmliche Zuständigkeit des Aufsichtsrats besteht hierfür jedoch nicht[1426].

Zusammenfassend basiert die vergangenheitsbezogene Komponente der Überwachung der Geschäftsführung mithin auf den Berichten des Vorstands gem. § 90 AktG, sowie der Prüfung des Jahresabschlusses, des Lageberichts und des Vorschlags für die Verwendung des Jahresgewinns nach § 171 I S. 1 AktG unter Unterstützung durch den Abschlussprüfer. Zur Ergänzung der Informationsgrundlage stehen dem Aufsichtsrat dabei das Einsichtsrecht nach § 111 II S. 1 AktG, sowie das Berichtanforderungsrecht nach § 90 III AktG zur Verfügung. Die in die Zukunft gerichtete beratende Überwachung des Vorstands steht ebenso auf der Grundlage der Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat nach § 90 AktG, die eben auch zukunftsbezogene Angaben enthalten. Insoweit setzt der Gesetzgeber auf eine Überwachung durch Erörterung und Stellungnahme zu den geplanten

1420 *Seibt*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 391, 393f; *Lutter,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 530.

1421 Wie weit der konkrete Berichtsbedarf geht, kann diesbezüglich nicht pauschal festgesetzt werden, vgl. dazu *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 90 AktG Rn. 4b; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 90 Rn. 18ff.

1422 Hierzu etwa *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 90 Rn. 29f; *Müller-Michaels,* in: Hölters, § 90 AktG Rn. 9.

1423 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 90 AktG Rn. 4d; *Lutter,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1218.

1424 *Lutter,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1218.

1425 *Lutter,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1221.

1426 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Maßnahmen, wobei die Meinung des Aufsichtsrats nur in den Fällen der zustimmungspflichtigen Geschäfte gem. § 111 IV S. 2 AktG für den Vorstand bindende Wirkung entfaltet.

bb) Der Aufsichtsrat als Austragungsort von Gruppeninteressen

Im Aufsichtsrat sind verschiedene Interessen gebündelt, die durch die beratende Überwachung des Vorstands Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen wollen und können. Die Überwachung durch das Organ Aufsichtsrat nach § 111 I AktG stellt insoweit sicher, dass alle im Aufsichtsrat vertretenen Gruppen auch Anteil an der Überwachung der Geschäftsleitung haben; die Überwachung erfolgt mithin im Interesse der Aktionäre und der Stakeholder, von denen die Arbeitnehmer durch die Arbeitnehmervertreter im Gremium unmittelbar vertreten sind[1427]. Dem Aufsichtsrat kommt neben der Überwachung zudem die Funktion eines Austragungsorts für Gruppeninteressen zu[1428]. Auf Seiten der Anteilseignervertreter sichert die Überwachung durch den Aufsichtsrat, dass die Interessen aller Aktionäre vertreten sind, der Aufsichtsrat mithin als Repräsentant der Interessen aller Aktionäre fungiert[1429]. Die zentrale Überwachung durch ein von der Hauptverwaltung direkt legitimiertes Organ dient insbesondere auch dazu, die Interessen der Kleinanleger zu schützen. Weiterhin ist die Tätigkeit des Aufsichtsrats im Gesamten an den Interessen aller Stakeholder auszurichten. Die Arbeitnehmermitbestimmung sichert dabei insbesondere die Berücksichtigung der Interessen der Stakeholdergruppe der Angestellten der Gesellschaft ab. Die Mitbestimmung im Aufsichtsrat hat aber auch zu einem „Dualismus im Dualismus" geführt, also zu einer Trennung des Aufsichtsrats in Bänke, die getrennt voneinander die Sitzungen untereinander und mit dem Vorstand vorbereiten und wichtige Geschäfte zunächst getrennt beraten[1430]. Hinzu kommt, dass durch die Mitbestimmung die Größe des Aufsichtsrats auf bis zu zwanzig Mitglieder angewachsen ist,

1427 *Roth*, ZGR 2012, 343, 349.
1428 *Böckli*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 255, 261.
1429 *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7.
1430 *Böckli*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 255, 261.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

vgl. § 7 I S. 1 Nr. 3 MitbestG. Die schiere Größe des Aufsichtsrats droht einerseits die Effizienz und Schlagkraft der Überwachung zu schwächen[1431].

Im Hinblick auf die Diskussion mit dem Vorstand ruft sie insbesondere das Problem der Vertraulichkeit der Beratung auf den Plan[1432]. Muss der Vorstand befürchten, dass vertrauliche Angaben, die er dem Aufsichtsrat zur Verfügung stellt, aus dem Gesamtgremium weitergegeben werden, fehlt es an der nötigen Grundlage für vertrauensvolle und unbefangene, offene Diskussionen mit dem Aufsichtsrat[1433]. Der Vorstand wird deshalb regelmäßig dazu tendieren, dem Aufsichtsrat nur – wenn überhaupt – das gesetzliche Mindestmaß an Informationen zur Verfügung zu stellen[1434]. Die Gefahr eines Informationslecks im Aufsichtsrat stellt einen Grund dafür dar, dass der Vorstand geneigt sein kann, bedeutende Entscheidungen, auch Geschäfte, die der Zustimmung des Aufsichtsrats nach § 111 IV S. 2 AktG bedürfen, vor dem Aufsichtsrat so lange wie möglich geheim zu halten und ihm erst in letzter Minute vorzulegen[1435]. Ein Beispiel für genau ein solches Vorgehen liefert das Urteil des OLG Frankfurt in Sachen *Deutsche Börse AG*[1436]: Im Zusammenhang mit der geplanten Fusion mit der *NYSE Euronext* hatte der Vorstand gemeinsam mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden der Deutsche Börse AG geplant, den Aufsichtsrat ohne vorherige Information über das Vorhaben im direkten Anschluss an die Aufsichtsratssitzung über den geplanten Zusammenschluss abstimmen zu lassen. Zur Information des Gesamtaufsichtsrats kam es vorab nur, da sich der Vorstand, nachdem Informationen an die Presse gelangt waren, zu einer ad-hoc Mitteilung gezwungen sah.

1431 Kritik hiergegen bei *Vetter*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 104, 131f. m.w.N.

1432 *Lutter/v. Werder*, in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 542; *Oetker*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 277, 296ff.

1433 *Oetker*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 277, 296f.

1434 *Oetker*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 277, 297.

1435 *Böckli*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 255, 261.

1436 Vgl. den Sachverhalt OLG Frankfurt a.M., Urteil v. 01.01.2013 – 5 U 241/12 = NZG 2014, 1017; Besprechung bei *Rieger/Rothenfußer*, NZG 2014, 1012.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dd) Unterminierung der Überwachungsfunktion durch Umgehung des Aufsichtsrats?

Die Funktion des Aufsichtsrats als Überwachungsorgan, in dem die Interessen aller Aktionäre und Stakeholder vertreten sind, ist gesetzlich durch die Satzungsstrenge der Aktiengesellschaft abgesichert. Es ist zwar zulässig weitere Gremien zu schaffen, aber nur wenn diesen keine Kompetenzen der gesetzlich vorgesehenen Organe übertragen werden[1437]. Die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats ist jedoch nicht nur verletzt, wenn ihm gesetzeswidrig Kompetenzen entzogen und verlagert werden. Eine Aushöhlung der Überwachungsfunktion droht auch, wenn der Aufsichtsrat selbst das Interesse an der Überwachung verliert, weil die Aktionäre ihren Kontrollbelangen auf anderem Wege effektiver nachgehen können[1438]. Die Schaffung eines Forums außerhalb des Aufsichtsrats, das unabhängig von dessen Zuständigkeit im Interesse einzelner Großaktionäre die Überwachung der Geschäftsleitung wahrnimmt, ist damit ebenso mit dem Überwachungsmonopol des Aufsichtsrats unvereinbar, denn hierdurch läuft das Interesse der Aktionäre bzw. ihrer Vertreter, die Überwachung durch das Organ Aufsichtsrat auszuüben, leer[1439]. Eine Verlagerung der Diskussion über Maßnahmen der Geschäftsführung weg vom Aufsichtsrat in informelle Treffen von Aktionären mit dem Vorstand kann das Eigeninteresse des Aufsichtsrats an der Ausübung seines Überwachungsauftrags gleichermaßen unterlaufen. Die Stimmrechtsberater sind aber weder als Organ noch als organähnliches Gremium in die Unternehmensverfassung integriert. Es fehlt ihnen jegliche rechtliche Grundlage für den Bezug von Informationen vom Vorstand und damit für die Ausübung einer Überwachungstätigkeit. Zudem sind sie nicht gemeinsamer Interessenvertreter von Großaktionären, die über sie die Umgehung des Aufsichtsrats bei der Überwachung der Geschäftsführung anstreben. Dennoch sind sie aus Sicht des Vorstands aufgrund ihrer erheblichen Stimmmacht als Interessenvertreter einer breiten Aktionärsschicht anzuerkennen, die der Vorstand im Rahmen der Investor Relations selbst nicht erreichen wird. Durch den Kontakt zwischen Stimmrechtsberater und Vorstand droht mithin nicht,

1437 *Limmer*, in: Spindler/Stilz, § 23 AktG Rn. 30; *Vedder*, in: Grigoleit, § 23 AktG Rn. 39; *Koch*, in Hüffer/Koch, § 23 AktG Rn. 38; *Jaeger*, in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft, 9.1; *Körber*, in: Bürgers/Körber, § 23 AktG Rn. 43; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, § 23 AktG Rn. 57.

1438 *Hommelhoff/Timm*, AG 1976, 330, 331.

1439 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dass das Interesse der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat leerläuft, sondern dass sich parallel zur Überwachung durch den Aufsichtsrat eine Überwachung durch Stimmrechtsberater anbahnt. Eine Schwächung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats resultiert dann nicht aus einer Entscheidung der Anteilseigner im Aufsichtsrats selbst, sondern durch den Vorstand, der sich erstens in Einzelfall einer faktischen Rechenschaftspflicht gegenüber den Stimmrechtsberatern ausgesetzt sieht und dem sich zweitens mit den Stimmrechtsberatern als Vertreter einer breiten Aktionärsschicht ein Gesprächspartner zur Absicherung seiner Tätigkeiten gegenüber dem Votum der Hauptversammlung bietet.

Soweit es um die retrospektive Beurteilung der Geschäftsführung geht, kann hierdurch die Stellung des Aufsichtsrats als Überwacher nicht beeinträchtigt sein, denn der Gesetzgeber hat dem Aufsichtsrat die Instrumente an die Hand gegeben, um sich eine hinreichende Tatsachengrundlage zur Bewertung der abgeschlossenen Geschäftsführung sicherzustellen. Tritt der Vorstand überdies in Kontakt mit Aktionären oder Stimmrechtsberatern und gibt dabei Teile dieser Informationen weiter, mag dies zwar aus Sicht der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre Bedenken hervorrufen, jedoch können hierdurch Funktion und Wirkung der vergangenheitsbezogenen Kontrolle nicht beeinträchtigt werden. Die hierfür erforderlichen Unterlagen liegen dem Aufsichtsrats nämlich dennoch vor bzw. stehen ihm mit den Rechten aus § 111 II S. 1 AktG und § 90 III AktG hinreichende Mittel zur Verfügung, um dies sicherzustellen.

Im Gegensatz zur retrospektiven Überwachung besteht bei der prospektiven, beratenden Überwachung hingegen durchaus das Potential, dass Themen anstatt mit dem Aufsichtsrat zunächst nur oder auch parallel mit Stimmrechtsberatern erörtert werden und es dadurch im konkreten Einzelfall zu einer Unterminierung der Beratungsfunktion des Aufsichtsrats kommt. Einem Stimmrechtsberater fehlen die Kapazitäten, um sich permanent mit einer Gesellschaft auseinanderzusetzen, weshalb nicht anzunehmen ist, dass er eine im Umfang mit dem Aufsichtsrat vergleichbare Überwachungsfunktion ausüben würde, selbst wenn man ihn dazu informationell in die Lage versetzte. Eine Schwächung des Aufsichtsrats steht vielmehr zu befürchten, wenn er bei einzelnen gewichtigen Entscheidungen in Konkurrenz zur Abstimmung mit Stimmrechtsberatern tritt. Zu denken ist an Konstellationen, in denen der Vorstand im Aufsichtsrat mit Widerstand gegen seine Pläne rechnet oder an Fälle, in denen aktivistische Aktionäre Druck auf den Vorstand ausüben. In letzterem Fall kann es sich für den Vorstand zwar empfehlen, verstärkt mit dem Aufsichtsrat zusammenzuarbeiten und das gemeinsame Vorgehen zur Abwehr des Drucks des

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

aktivistischen Aktionärs abzustimmen und sich darüber zu beraten. Für den Vorstand bietet sich allerdings auch in dieser Fallgestaltung die Möglichkeit nicht nur mit dem Aufsichtsrat zu kooperieren, sondern an ihm vorbei zu agieren, etwa wenn der Vorstand es nach seinem Ermessen als zweckmäßig erachtet, den Forderungen des Aktivisten nachzukommen, ihm aber klar ist, dass er Schwierigkeiten haben wird dafür eine Mehrheit im Aufsichtsrat zu finden. Gleiches gilt für strategische Maßnahmen, die die Arbeitnehmer im Aufsichtsrat auf die Barrikaden treiben könnten, etwa weil eine geplante Strukturneuausrichtung Arbeitsplätze im Unternehmen gefährdet. Letztlich müsste der Vorstand fürchten, dass der Aufsichtsrat das Geschäft bzw. die betroffene Maßnahme per ad-hoc Zustimmungsvorbehalt an sich zieht. Aus Sicht des Vorstands mag es mithin im Einzelfall sinnvoll sein, die Beratung mit dem Aufsichtsrat zu meiden und diesen solange wie möglich im Dunkeln zu lassen, wie etwa das Beispiel der geplanten Fusion der *Deutsche Börse AG* mit der *NYSE Euronext* zeigt[1440]. Aus Sicht des Vorstands wird die Einbeziehung des Aufsichtsrats ohnehin kaum deshalb vorgenommen werden, weil ihm daran liegt, den Aufsichtsrat in die Lage zu versetzen, seiner beratenden Überwachungstätigkeit nachkommen zu können. Das Interesse des Vorstands wird im Einzelfall eher darin liegen, sich seine Maßnahmen vom Aufsichtsrat „absegnen" zu lassen und dem Aufsichtsrat dadurch eine „Mitverantwortung" zu übertragen. Für eine Absicherung seiner strategischen Überlegungen bietet es sich jedoch gleichermaßen an zu versuchen, sich stattdessen der Unterstützung der Mehrheit auf der Hauptversammlung zu versichern. Dies kann durch direkten Kontakt zu Paketaktionären geschehen oder eben vereinfacht bzw. ergänzend durch Kontaktaufnahme mit Stimmrechtsberatern, die ja einen bedeutenden Anteil des auf der Hauptversammlung vertretenen Kapitals beeinflussen bzw. bei blinder Übernahme ihrer Empfehlungen durch die Investoren faktisch repräsentieren. Die Stellung der Stimmrechtsberater kann in diesem Zusammenhang deshalb nicht getrennt vom informellen Kontakt des Vorstands mit anderen Aktionären betrachtet werden. Bei einer solchen Strategie des Vorstands sind die Stimmrechtsberater schließlich nur ein Baustein, um die Hauptversammlung von seinem Vorgehen zu überzeugen. Gerade bei Grundlagengeschäften, die ohnehin der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen und denen der Aufsichtsrat trotz dessen seine Zustimmung nach § 111 IV S. 2 AktG vorgelagert hat, kann ein solches Vorgehen aus Sicht des Vorstands Sinn ergeben. Sichert sich der Vorstand im Voraus die Zustimmung der bedeutenden

1440 Siehe dazu bereits Fn. 1436.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Stimmrechtsberater, so stärkt dies seine interne Verhandlungsposition mit dem Aufsichtsrat ungemein. Denn der Aufsichtsrat wird sich schwerlich Ansinnen des Vorstands verschließen, wenn er weiß, dass der Vorstand hierfür eine Mehrheit auf der Hauptversammlung hätte.

Denkt man das Ganze weiter, besteht für den Vorstand aufgrund einer vorherigen Abstimmung mit Stimmrechtsberatern und Paketaktionären sogar die Möglichkeit, den Aufsichtsrat bei Geschäften, die nach § 111 IV S. 2 AktG der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen, durch Vorlage der Geschäftsführungsmaßnahme an die Hauptversammlung gem. § 119 II AktG zu überstimmen[1441]. Der Vorstand wird dieses Mittel in praxi nicht einsetzen, würde sich dadurch doch die Beziehungen zum Aufsichtsrat, vornehmlich zur Seite der Arbeitnehmervertreter erheblich verschlechtern. Dennoch zeigt allein diese Möglichkeit, dass der direkte Kontakt des Vorstands zu Aktionären und konkret zum „Quasi-Aktionär" Stimmrechtsberater dazu führen kann, dass der Aufsichtsrat für die strategische Zukunftsplanung an Gewicht verliert. Die Vorlage einer Geschäftsführungsmaßnahme zur Entscheidung durch die Hauptversammlung nach § 119 II AktG kann dabei als konkretes Druckmittel des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat dienen, um eine Zustimmung, insbesondere der Arbeitnehmervertreter, zu erreichen, welches etwa die Schwächung der Position des Aufsichtsrats durch (zu) kurzfristige Einbeziehung ergänzen kann.

Abgesehen von solch weitreichenden Strategien des Vorstands bleibt festzuhalten, dass der Aufsichtsrat die Aufgabe der beratenden, in die Zukunft gerichteten Überwachung nur wahrnehmen kann, wenn er rechtzeitig über hinreichend Informationen verfügt, um mit dem Vorstand in die Diskussion eintreten zu können. Das Interesse des Vorstands an der Einbeziehung des Aufsichtsrats sinkt hingegen, wenn sich ihm mit Stimmrechtsberater(n) oder aktivistischen Aktionären alternative Gesprächspartner bieten, umso mehr, wenn diese selbst Informationen fordern und das Gespräch mit dem Vorstand suchen. Konkret bezogen auf die Stimmrechtsberater muss gelten, dass je mehr Informationen weitergegeben und je intensiver die Diskussion mit den Proxy Advisors geführt werden, desto mehr der Aufsichtsrat in seiner Bedeutung als Gesprächspartner des Vor-

1441 *Hoffmann,* in: Spindler/Stilz, § 119 AktG Rn. 14; *Drinhausen,* in: Hölters, § 119 AktG Rn. 12; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 24; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 119 AktG Rn. 1; aA *Dietz-Vellmer*, NZG 2014, 721, 724f; insofern bedarf es dann für den Hauptversammlungsbeschluss einer Dreiviertelmehrheit analog § 111 IV S. 3 AktG, *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 119 Rn. 26; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 119 AktG Rn. 23.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stands verlieren wird[1442]. Aus diesem Bedeutungsverlust würde resultieren, dass bei der Planung der künftigen Unternehmenspolitik die Interessen der Kunden von Stimmrechtsberatern an Gewicht gegenüber den Interessen aller Aktionäre und Stakeholder, insbesondere der Kleinanleger und Arbeitnehmer gewinnen.

2. Unternehmerische Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats

Zu fragen ist weiterhin, ob und wie sich der Einfluss der Stimmrechtsberater auch auf unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats auswirken kann.

a) Unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats

Im dualistischen System sind die Zuständigkeitsbereiche von Vorstand und Aufsichtsrat grundsätzlich klar abgegrenzt: Während der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung leitet, § 76 I AktG, dürfen dem Aufsichtsrat Maßnahmen der Geschäftsführung nicht übertragen werden, § 111 IV S. 1 AktG[1443]. Zentrale Aufgabe des Aufsichtsrats ist zwar die Überwachung der Geschäftsführung, § 111 I AktG[1444], jedoch weist das Aktiengesetz ihm im Sachzusammenhang selbst originäre Geschäftsführungsbefugnisse zu:[1445] Hierzu zählen insbesondere die Personalkompetenz aus § 84 AktG[1446], verbunden mit der Vergütung des Vorstands, § 87 AktG, die Vertretung der Gesellschaft gegenüber dem Vorstand nach § 112 AktG, Mitwirkung an Maßnahmen, wie etwa bei Feststellung des Jahresabschlusses, § 172 AktG, bei Ausübung genehmigten Kapitals nach § 204 I S. 2 AktG oder auch die Abgabe von Stellungnahmen bzw. Entsprechenserklärungen nach § 27 WpÜG bzw. § 161 AktG. Von besonderer Bedeutung im Zusammenhang mit der Stimmrechtsberatung ist, dass der Auf-

---

1442 Davor allgemein bei aktiver Überwachung durch Aktionäre warnend *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert, Liber Amicorum für Martin Winter, S. 255, 260; *Hommelhoff/Suchan*, Audit Committee Quarterly I/2011, 4, 7.

1443 Siehe hierzu bereits unter § 4 A I. 2. und § 4 A. II.

1444 Siehe dazu unter § 4 A I. 2.

1445 Vgl. die Aufzählungen bei *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 111 AktG Rn. 39; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 13f.

1446 Siehe dazu bereits unter § 4 A I. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sichtsrat bei der Hauptversammlung durch sein Beschlussvorschlagsrecht mitwirkt. Denn nach § 124 III S. 1 AktG haben sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat zu jedem Tagesordnungspunkt einen Vorschlag zur Beschlussfassung auf der Hauptversammlung zu machen; zur Wahl der Aufsichtsratsmitglieder und Prüfer nur der Aufsichtsrat. Vorstand und Aufsichtsrat unterbreiten jeweils eigene Beschlussvorschläge, wenngleich diese in der Praxis oft gleich lauten, da sich der Aufsichtsrat dem Vorschlag des Vorstands lediglich anschließt[1447]. Dies ist jedoch nicht zwingend; der Aufsichtsrat kann der Hauptversammlung auch vom Vorschlag des Vorstands abweichende Beschlussvorschläge unterbreiten[1448]. Die Unterbreitung von Beschlussvorschlägen nach § 124 III AktG ist eine unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrats und unterfällt damit der Business Judgement Rule nach §§ 116 S. 1, 93 I S. 2 AktG[1449]. Zu fragen ist mithin, inwieweit die Erkenntnisse zu den Konflikten des Einflusses der Stimmrechtsberater mit der unternehmerischen Leitung durch den Vorstand auf unternehmerische Entscheidungen, die vom Aufsichtsrat zu treffen sind, übertragen werden können. Die Problematik wird insbesondere bei Themen virulent, die in die alleinige Zuständigkeit des Aufsichtsrats fallen und über die die Hauptversammlung Beschluss fasst.

b) Vergütungspolitik

Hierzu gehört etwa die Vergütungspolitik, auf der ein Fokus der Arbeit der Stimmrechtsberater liegt; einem Bereich, in dem die Proxy Advisors ein gewisses Selbstbewusstsein entwickelt haben[1450]. Die Entscheidung über die Vergütungspolitik nach § 87 AktG ist nach zutreffender Ansicht eine unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrats[1451]. Durch das Ver-

---

1447 *Drinhausen,* in: Hölters, § 124 AktG Rn. 17; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 124 AktG Rn. 27; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 124 AktG Rn. 16; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 124 Rn. 33; aA *Falkenhausen*, BB 1966, 337, 339.

1448 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 124 AktG Rn. 27; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 124 AktG Rn. 16; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 124 Rn. 33.

1449 *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 116 AktG Rn. 8.

1450 *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 410 Fn. 16, der unter Verweis auf einen Artikel in Der Spiegel vom 30.04.2017 angibt, dass *ISS* bei zwei Dritteln aller bisher analysierten Unternehmen eine Ablehnung des Vergütungssystems empfehlen soll.

1451 *Hambloch-Gsinnn,* in: Hölters, § 116 AktG Rn. 47ff; *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 87 Rn. 138f; *Grigoleit/Tomasic,* in: Grigoleit, § 116 AktG Rn. 8; aA *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gütungsvotum nach § 120 IV AktG rückt die Vergütungspolitik in den unmittelbaren Einflussbereich der Stimmrechtsberater und dies als Beschlussgegenstand dessen Ablehnung primär auf den Aufsichtsrat zurückfällt, in dessen Zuständigkeit ja die Ausarbeitung der Vergütungspolitik liegt.

Bei der Ausarbeitung der Vergütungspolitik hat sich der Aufsichtsrat vom Unternehmensinteresse leiten zu lassen[1452]. Stimmrechtsberater sind bei Erstellung ihrer Stimmrichtlinien und -empfehlung hingegen nur dem Interesse ihrer Kunden, also den Interessen der Aktionäre verpflichtet[1453]. Orientiert sich der Aufsichtsrat nunmehr an den Vorgaben der Stimmrechtsberater anstatt am Unternehmensinteresse bei Gestaltung der Vergütungspolitik, droht wiederum eine Verdrängung des Unternehmensinteresses durch Partikularinteressen, da sich Aktionärsinteressen und Unternehmensinteresse nach dem Stakeholder-Ansatz eben nicht decken[1454]. *Dörrwächter* macht weiterhin zu Recht darauf aufmerksam, dass die Kunden der Stimmrechtsberater in der Regel nur kurz an der Gesellschaft beteiligt sind und deshalb Interesse an kurzfristiger Wertsteigerung haben[1455]. Investoren wie Stimmrechtsberater drängen deshalb häufig auf eine an der relativen Kapitalmarktperformance ausgerichteten Vergütung des Vorstands, bei der der Vorstand zur Auszahlung der variablen Vergütung eine mindestens ebenso hohe Aktienrendite wie seine Wettbewerber zu erzielen hat. Dies birgt die Gefahr, dass der Vorstand dazu neigt, kurzfristig höheres Risiko einzugehen, um eine relativ betrachtet hohe Aktienrendite zu ermöglichen und damit eine hohe Vergütung zu erhalten, was wiederum dem Unternehmensinteresse abträglich sein kann.[1456]

§ 120a I S. 1 AktG i.d.F. RegE ARL II sieht vor, dass die Hauptversammlung über die Billigung der vom Aufsichtsrat vorgelegten Vergütungspolitik bei jeder wesentlichen Änderung der Vergütungspolitik, mindestens jedoch alle vier Jahre Beschluss fasst. Der bisherige § 120 IV AktG sieht lediglich vor, dass die Hauptversammlung über die Billigung des Vergütungssystems beschließen kann. Die Gesetzesänderung würde folglich dazu führen, dass ein Vergütungsvotum regelmäßiger Beschlussgegenstand wird und alle wesentlichen Änderungen der Vergütungspolitik zwingend der Hauptversammlung zur Billigung vorzulegen sind. Der Aufsichtsrat

---

1452 *Weber*, in: Hölters, § 87 AktG Rn. 16; *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 413.

1453 *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 689ff: „Handeln im Interesse der Kunden als Kardinalsprinzip"; *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 413.

1454 Siehe die Nachweise zum sog. *Stakeholder*-Ansatz in Fn. 693.

1455 *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 413.

1456 *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 413.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

würde seine Vergütungspolitik mithin öfter der Billigung der Hauptversammlung zu unterziehen haben. Weiterhin sieht § 120a III AktG i.d.F. RegE ARL II vor, dass bei Nichtbilligung der Vergütungspolitik der Hauptversammlung in der darauffolgenden Hauptversammlung eine überprüfte Vergütungspolitik zum Beschluss vorzulegen ist. Findet das Vergütungssystems des Aufsichtsrats also nicht die Billigung der Hauptversammlung, hat der Aufsichtsrat auch sein überarbeitetes System der Hauptversammlung zur erneuten Beschlussfassung vorzulegen. Dem Aufsichtsrat ist es dadurch nicht möglich eine verweigerte Billigung des von ihm erarbeiteten Systems zu ignorieren. Hinzukommt, dass jährlich über die Billigung des neu eingeführten Vergütungsbericht abzustimmen sein wird, §§ 120 a IV i.V.m. 162 AktG i.d.F. RegE ARL II. Der Druck auf den Aufsichtsrat, ein Vergütungssystem zu konzipieren, dass eine Mehrheit in der Hauptversammlung findet, würde sich im Vergleich zur jetzigen Rechtslage erheblich erhöhen. Durch die Abstimmung über den Vergütungsbericht würde die Vergütung künftig jährlich auf der Tagesordnung der Hauptversammlung stehen. Gleichsam wird das Interesse des Aufsichtsrats daran steigen, vorab sicherzustellen, dass seine Vergütungspolitik für den Vorstand der Zustimmung der Stimmrechtsberater findet. Hierfür bieten sich neben den bereits angesprochenen Alternativen, die Vergütungspolitik mit den Stimmrechtrichtlinien abzugleichen und im Vorfeld der Hauptversammlung Kontakt zu den Proxy Advisors aufzunehmen, noch eine weitere Möglichkeit: Die Beauftragung der *ISS*-Tochter *ICS* als Vergütungsberater. *ICS* bietet als Vergütungsberater an, das Vergütungssystem nach den Vorgaben von *ISS* zu gestalten und auf Übereinstimmung zu kontrollieren.[1457] Beauftragt der Aufsichtsrat also *ICS* als Vergütungsberater, kann er sich äußerst sicher sein, dass die *ISS*-Stimmempfehlungen die vorgelegte Vergütungspolitik billigen werden. Nimmt der Aufsichtsrat diese Möglichkeit, insbesondere die der Einbeziehung von *ICS* in die Gestaltung der Vergütungspolitik, wahr, steigt jedoch das Risiko, dass als Bezugspunkt der Vergütungspolitik nicht mehr die unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrats unter Berücksichtigung der Vorgaben des § 87 AktG, sondern primär die Vergütungsansichten von *ISS* fungieren. Es droht letztlich eine Auslagerung der unternehmerischen Entscheidung des Aufsichtsrats über die Vergütung des Vorstands an *ICS*, die sich wiederum an den Vorgaben ihrer Muttergesellschaft *ISS* orientiert.

1457 <www.isscorporatesolutions.com/solutions/executive-compensation-advisory-services/> (Stand: 20.07.2019).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

c) Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats

Ein weiterer Tagesordnungspunkt, dessen Vorbereitung in den Zuständigkeitsbereich des Aufsichtsrats fällt, ist die Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats nach § 124 III S. 1 AktG. Das Vorschlagsrecht des amtierenden Aufsichtsrats versetzt ihn in die Lage, Einfluss auf die künftige Politik im Aufsichtsrat und damit mittelbar über § 84 AktG auf die Personalpolitik des Vorstands zu nehmen und auch die Unternehmensstrategie zu beeinflussen[1458]. Bei der Ausübung dieses Vorschlagsrechts handelt es sich wiederum um eine unternehmerische Entscheidung, bei der der Aufsichtsrat dem Gesellschaftsinteresse verpflichtet und in seinem Ermessen im Rahmen der Business Judgement Rule nach § 93 I S. 2 AktG frei ist[1459]. Bei der konkreten Ausgestaltung des Beschlussvorschlages hat der Aufsichtsrat - wie der Vorstand - bei Vorbereitung der Hauptversammlung aufgrund der Stimmmacht der Proxy Advisors nicht nur die Anforderungen, die Gesetz und DCGK aufstellen, sondern auch die Stimmrechtsrichtlinien zu beachten. Bei der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder zeigt sich zudem eine Diskrepanz zwischen den gesetzlichen Vorgaben und den Anforderungen der Stimmrechtsberater: Erfüllt der Aufsichtsrat bei seinen Wahlvorschlägen die Empfehlungen der Ziff. 5.4.1 DCGK nicht, so behält sich *Glass Lewis* ausdrücklich vor, gegen die Wiederwahl der Aufsichtsratsmitglieder zu stimmen, die dem Nominierungsausschuss[1460] angehören.[1461] Für *ISS* spielen wiederum bei konkurrierenden Wahlvorschlägen die strategische Ausrichtung des Wahlkandidaten eine Rolle[1462]. Im Fall einer Kampfabstimmung hat *ISS* darüberhinausgehend in der Vergangenheit bereits einen de-

1458 *Seibt/Scholz*, AG 2016, 739, 740.

1459 *Seibt/Scholz*, AG 2016, 739, 740; *Lutter*, ZIP 2003, 417, 419; *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit, § 116 AktG Rn. 8.

1460 Der Nominierungsausschuss als Ausschuss des Aufsichtsrats soll dem Gremium geeignete Kandidaten für dessen Vorschläge an die Hauptversammlung zur Wahl der Aufsichtsratsmitglieder benennen, vgl. dazu *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 124 AktG Rn. 21; die Bildung eines Nominierungsausschusses wird in Ziff. 5.3.3 DCGK empfohlen, vgl. dazu *Kremer*, in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1309ff.

1461 *Glass Lewis*, 2019 Proxy Paper Guidelines Germany, S. 11.

1462 „Strategy of the incumbents versus the dissidents", *Institutional Shareholder Services*, Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019, S. 14, vgl. hierzu bereits *Seibt/Scholz*, AG 2016, 739, 742.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

taillierten Businessplan[1463] sowohl von den opponierenden Aktionären als auch vom Aufsichtsrat erwartet[1464].

d) Informeller Kontakt zwischen Aufsichtsrat und Stimmrechtsberater

Die Anforderungen der Stimmrechtsberater zeigen, dass für den Aufsichtsrat – genau wie für den Vorstand – im Vorfeld der Hauptversammlung nicht stets sicher ist, dass die Beschlussvorschläge in den Stimmempfehlungen Unterstützung finden werden. Aus Sicht des Aufsichtsrats kann sich hieraus das Bedürfnis ergeben, mit dem Stimmrechtsberater in informellen Kontakt zu treten, um gegebenenfalls vorab die Beschlussvorschläge zu ändern, oder den Stimmrechtsberater vom eigenen Vorschlag zu überzeugen. Umgekehrt kann der Proxy Advisor ebenso an einem Treffen mit dem Aufsichtsrat interessiert sein. Ohnehin geht der Trend dahin, dass Investoren mit dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats in den Dialog eintreten wollen, verständlicherweise zu Themen, die in die alleinige Kompetenz des Aufsichtsrats fallen, aber eben auch zu strategischen Fragen[1465]. Vor allem Investoren aus dem anglo-amerikanischen Raum sehen beim Investorendialog nicht nur den Vorstand in der Verantwortung zur strategischen

1463 Vgl. die Angaben von *ISS*, wiedergegeben in der Pressemitteilung der *Altin AG* vom 10.03.2016, abrufbar unter: <www.businesswire.com/news/home/20160309005969/en/Altin-AG-UK-Regulatory-Announcement-EGM-Statement> (Stand 20.07.2019): „When the dissidents are seeking board control, ISS will require from the dissidents a well-reasoned and detailed *business plan* [Hervorhebung nur hier] (including the dissidents' strategic initiatives), and a transition plan that describes how the change in control of the company will be carried out. ISS will compare the detailed dissident plan against the incumbents' plan and the dissidents' proposed board against the incumbent team in order to arrive at our vote recommendation."; so auch die Angaben in der Pressemitteilung der *Stada AG* vom 12.08.2016, abrufbar unter: <www.stada.com/fileadmin/user_upload/B_stada.com/4_Investor_Relations.com/06_Events/003_Annual_General_Meeting/2016/August_2016/20160815/Shareholder_letter_re_ISS.pdf> (Stand: 20.07.2019) zur Übernahme von Sitzen im Aufsichtsrat: "ISS, based on its stated analysis and recommendation policy, would usually require a well-reasoned *business plan* [Hervorhebung nur hier] as well as a transition plan […]".

1464 Hierzu bereits *Seibt/Scholz*, AG 2016, 739, 742.

1465 *Seibt/Scholz*, AG 2016, 739, 742; *Kremer,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1269; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2890; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 728f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Ausrichtung der Gesellschaft Stellung zu nehmen[1466]. Dies mag daran liegen, dass der Aufsichtsrat, da direkt gewählt, den Aktionären näher steht als der Vorstand und aus dem monistischen System kommend als Interessenvertreter der Aktionäre betrachtet wird[1467]. Dazu beigetragen haben mögen auch Aufsichtsratsvorsitzende, die in der Vergangenheit Gesellschaften dominiert und sich von der künftigen Unternehmensausrichtung bis hin zu einzelnen Geschäften aktiv öffentlich geäußert haben[1468]. Unabhängig von der rechtlichen Zulässigkeit eines Investorendialogs des Aufsichtsrats – hierauf wird noch einzugehen sein[1469] – muss davon ausgegangen werden, dass zumindest bei Beschlussgegenständen, die in die ausschließliche Kompetenz des Aufsichtsrats fallen, aber auch bei strategischen Fragen und Grundlagenentscheidungen, Stimmrechtsberater den Kontakt zum Aufsichtsrat suchen. Zu denken ist ebenso an die Entlastung des Vorstands als Gesprächsthema mit dem Aufsichtsrat.

e) Fazit: Parallele zu den Konflikten mit der unternehmerischen Freiheit des Vorstands

Es zeigt sich mithin, dass die rechtstatsächlichen Grundlagen der Einflussnahme der Stimmrechtsberater genau wie gegenüber dem Vorstand vorliegen: Der Einfluss der Proxy Advisors wirkt sowohl über ihre Stimmrechtsrichtlinien bei Erstellung der Beschlussvorschläge als auch über den etwaigen informellen Austausch zwischen Stimmrechtsberater und Vorstand bzw. eben dem Aufsichtsrat kommt. Vor allem, aber nicht ausschließlich bei Themen, die der ausschließlichen Kompetenz des Aufsichtsrats unterfallen, werden Stimmrechtsberater den Kontakt mit dem Aufsichtsrat suchen.

Trifft der Aufsichtsrat unternehmerische Entscheidungen, sind jedoch nicht nur die tatsächlichen Erkenntnisse zur Einflussnahme der Stimm-

1466 *Kremer*, in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1269; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2890; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360; *Hippeli*, wistra 2018, 409.

1467 *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2890; *Hippeli*, wistra 2018, 409; *Vetter*, AG 2014, 387, 388; *ders.*, AG 2016, 873, 874.

1468 *Hippeli*, wistra 2018, 409; prominentestes Beispiel hierfür ist das „Sardinien-Interview" des damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden der Volkswagen AG *Piëch*, OLG Stuttgart, Urteil vom 29.02.2012 -20 U 3/11 = BeckRS 2012, 5280.

1469 Zur Zulässigkeit des Investorendialogs des Aufsichtsrats und sich daraus potentiell ergebenden Konflikten mit dem Vorstand siehe unter § 4 E. III. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberater, sondern auch deren rechtliche Bewertung vom Verhältnis zwischen Vorstand und Stimmrechtsberater auf den Aufsichtsrat zu übertragen[1470]. Ausgangspunkt der Überlegungen zu den Grenzen und den sich bei deren Überschreitung ergebenden Konflikten des Einflusses von Aktionären und in concreto der Stimmrechtsberater mit der unternehmerischen Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand ist die Leitungsautonomie des Vorstands[1471]. Die Leitungsautonomie des Vorstands ist das Ergebnis der Entscheidung des Gesetzgebers für die an das Gesellschaftsinteresse rückgekoppelte unternehmerische Freiheit des Vorstands und zugleich Entschluss gegen weitreichenden Einfluss der Aktionäre und damit Einfluss von Partikularinteressen auf die unternehmerische Leitung der Gesellschaft. Nun leitet der Aufsichtsrat gerade eben nicht die Gesellschaft – dies ist ja schließlich Aufgabe des Vorstands gem. § 76 I AktG –, er genießt aber, wenn er unternehmerische Entscheidungen trifft, ebenso die Privilegierung der Business Judgement Rule nach §§ 116 S. 1, 93 I S. 2 AktG[1472]. Im Rahmen unternehmerischer Entscheidungen ist mithin nicht nur dem Vorstand, sondern auch dem Aufsichtsrat ein unternehmerischer Freiraum eröffnet[1473], anders gesprochen: Er trifft unternehmerische Entscheidungen genauso autonom, inhaltlich rückgebunden - von den Vorgaben von Gesetz und Satzung abgesehen - nur an das Gesellschaftsinteresse. Die im Rahmen der Untersuchung der Konflikte der unternehmerischen Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand mit dem Einfluss der Stimmrechtsberater erzielten Erkenntnisse sind folglich auf unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats zu übertragen[1474].

1470 Vgl. zusammenfassend zur Einflussnahme der Stimmrechtsberater auf Entscheidungen des Vorstands unter § 4 E. I. 1. b).

1471 Siehe dazu unter § 4 E. I. 1. a).

1472 Vgl. statt vieler nur *Hambloch-Gsinn,* in: Hölters, § 116 AktG Rn. 35ff; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 116 AktG Rn. 5f; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 116 AktG Rn. 43ff.

1473 *Hommelhoff*, AG 2016, 684, 685.

1474 Siehe dazu bereits unter § 4 E. I. 1. d).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Konflikte im Verhältnis Vorstand – Aufsichtsrat

1. Konkurrenz von Vorstand und Aufsichtsrat beim Dialog mit dem Aktionär

Im Verhältnis Vorstand – Aufsichtsrat stellt sich zuvörderst die Frage nach der Zulässigkeit eines Dialogs des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern. Die Kapitalmarktkommunikation ist als Geschäftsführungsmaßnahme zu qualifizieren und wird von der ganz herrschenden Meinung sogar ihrem herausgehobenen Bereich, der Leitungsmacht nach § 76 AktG zugeordnet[1475]. Maßnahmen der Geschäftsführung sind dem Vorstand zugewiesen und können gem. § 111 IV S. 1 AktG auch nicht dem Aufsichtsrat übertragen werden. Die Zulässigkeit eines Investorendialogs des Aufsichtsrats ist, insbesondere in ihren Einzelheiten, hoch umstritten[1476]. Im Rahmen der Untersuchung kann zu dieser Diskussion nur in Teilen Stellung genommen werden. Im Vordergrund soll dabei weniger die Begründung für oder wider eine Zulässigkeit und ihrer dogmatischen Grundlage[1477] stehen. Vielmehr sollen zunächst der Meinungsstand und eine Tendenz des von weiten Teilen für zulässig erachteten Kontakts zwischen Aufsichtsrat und Investor ermittelt werden. Diese Erkenntnisse sind sodann auf den Dialog des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern zu übertragen, um Konfliktlagen zu identifizieren, die bei Nebeneinandertreten des Dialogs eines Proxy Advisors sowohl mit dem Vorstand als auch mit dem Aufsichtsrat entstehen können.

a) Zulässigkeit eines Investorendialogs des Aufsichtsrats

Vorausgeschickt sei, dass sich die Diskussion um die Zulässigkeit des Investorendialogs durch den Aufsichtsrat weniger um die Entgegennahme, als um die Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat dreht. Weitgehend anerkannt dürfte sein, dass sich der Aufsichtsrat der Entgegennahmen von Anliegen, Meinungen und Anregungen von Investoren nicht verschließen

---

1475 Statt vieler *Koch*, AG 2017, 129, 131 m.w.N in Fn. 16.

1476 Übersicht zum Meinungsstand bei *Koch*, AG 2017, 129, 130f; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 141ff; zur strafrechtlichen Bedeutsamkeit einer fehlerhaften bzw. unklaren Kommunikation durch den Aufsichtsrat *Hippeli*, wistra 2018, 409, 411ff; monographisch zum Ganzen *Landsittel*, Investorenkommunikation.

1477 Sehr ausführlich hierzu *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 180ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

muss.[1478] Umstritten ist jedoch, ob der Aufsichtsrat darüber hinaus befugt ist, aktiv in den Dialog mit Investoren einzutreten und dabei Informationen weiterzugeben.

Von einem konservativen Lager wird auf der Linie der bisherigen herrschenden Meinung dem Aufsichtsrat die Kompetenz zum Investorendialog prinzipiell abgesprochen[1479]. Hierfür streitet insbesondere, dass es sich bei der Kommunikation mit Investoren um eine Maßnahme der Geschäftsführung handelt, die das Gesetz damit ausschließlich dem Vorstand zuweist, §§ 77 I, 111 IV S. 1 AktG[1480]. Die Unternehmensverfassung weist den Organen voneinander abgegrenzte Zuständigkeiten zu, um ein Machtgleichgewicht zwischen ihnen zu schaffen[1481]. Gesteht man dem Aufsichtsrat die Kompetenz zum Dialog mit Investoren zu, ist mithin der Blick darauf zu richten, ob es dadurch zu einem Ungleichgewicht der Machtverteilung in der Aktiengesellschaft kommen kann.

Eine progressivere Ansicht hingegen erachtet die Investorenkontakte des Aufsichtsrats für grundsätzlich zulässig[1482]. Hierfür wird angeführt, dass der Investorendialog des Aufsichtsrats bereits gelebte Praxis und ein striktes Verbot „lebensfremd" sei[1483]. Anzuerkennen ist, dass es Themen und Situationen gibt, in denen es sinnvoll und auch erforderlich sein mag, dass der Aufsichtsrat im informellen Kontakt zu Aktionären steht, und sei es nur, weil der Vorstand zu manchen Themengebieten keine Äußerungen treffen kann[1484]. Weiterhin wird argumentiert, dass die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats gefördert werde, wenn er die Präferenzen der

---

1478 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 141; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365.

1479 *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 77ff; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 284, 683; *Hexel*, Der Aufsichtsrat 2014, 121; *Weber-Rey*, NZG 2013, 766, 768; *Vetter*, AG 2016, 873ff; *Vetter*, AG 2014, 387ff; *Vetter*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 104, 125; *Koch*, AG 2017, 129ff.

1480 *Vetter*, AG 2014, 387, 389.

1481 Zum Zusammenspiel der Organe siehe bereits unter § 4 A. II.

1482 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 730ff; *Roth*, ZGR 2012, 343, 368f; *Drygala*, in: Schmidt/Lutter, § 107 AktG Rn. 25; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349f; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 362ff; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 146ff; *Grunewald*, ZIP 2016, 2009, 2010f; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44ff; weitere Nachweise bei *Koch*, AG 2017, 129, 130 Fn. 10.

1483 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 107 Rn. 61: „nicht mehr zeitgemäß".

1484 Zu denken ist also insbesondere an Themen, die in die ausschließliche Kompetenz des Aufsichtsrats fallen, siehe dazu sogleich unter § 4 E. III. 1. b) bb).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wichtigsten Aktionäre kenne[1485]. Dem wird zu Recht entgegnet, dass ein Dialog mit Investoren nicht erforderlich ist, um den Vorstand effektiv zu überwachen[1486]. Auf den zweiten Blick zeigt sich jedoch, dass vor allem im Lager der Befürworter des Aufsichtsratsdialogs keine generelle Zulässigkeit, sondern zumeist eine differenzierte Herangehensweise unter Anknüpfung an einzelne Kompetenzen des Aufsichtsrats vertreten wird[1487]: Unterschieden wird etwa in exklusive Zuständigkeiten des Aufsichtsrats (z.B. die Personalkompetenz nach § 84 AktG), von Vorstand und Aufsichtsrat geteilte Kompetenzen (z.B. beim genehmigten Kapital) und unterstützende Funktionen des Aufsichtsrats (z.B. Beratung des Vorstands als Teil der Überwachung), wobei Zurückhaltung des Aufsichtsrats gefordert wird, wenn ein Thema (mit) in die Kompetenz des Vorstands fällt[1488]. Eine sehr progressive Position nimmt hingegen die prominent besetzte private Arbeitsgruppe Initiative „Developing Shareholder Communication" mit ihren „Leitsätzen für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat" ein[1489]; so soll der Aufsichtsrat unter anderem dazu berechtigt sein, gegenüber Investoren seine überwachende und mitwirkende Rolle im Strategieprozess und seine Einschätzung der Strategieumsetzung zu erläutern[1490]. Dogmatisch wird versucht, die Kompetenz des Aufsichtsrats zur Kapitalmarktkommunikation entgegen den §§ 77, 111 IV S. 1 AktG als Annexkompetenz zu den Aufgabenbereichen des Aufsichtsrats zu begründen[1491]. Die Thematik wird auch vom DCGK aufgegriffen. In Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK heißt es dazu: „Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen dazu bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratsspezifische

1485 *Roth*, ZGR 2012, 343, 369; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364.

1486 *Vetter*, AG 2014, 387, 389.

1487 So *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363f; ähnlich etwa *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 45f.

1488 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365.

1489 *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302; erläuternd dazu *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729ff.

1490 Leitsatz 5: Strategieentwicklung und -umsetzung, *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302.

1491 *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 227ff; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 45f; ähnlich *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365: Kommunikationskompetenz als „Korollar der Sachkompetenzen"; zustimmend *Schaper*, AG 2018, 356, 357; sympathisierend *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 89; vgl. zu weiteren Ansätzen der methodischen Fundierung der Führung des Dialogs durch den Aufsichtsrat(-svorsitzenden) *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 148ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Themen Gespräche zu führen."[1492] Diese Empfehlung des DCGK soll mit als Basis für die weiteren Überlegungen herangezogen werden.

b) Drohende Konflikte zwischen den Verwaltungsorganen durch einen Dialog des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern

Einigkeit besteht darüber, dass ein börsennotiertes Unternehmen nach außen mit einer Stimme sprechen soll, sog. One-Voice-Policy. Die Aussagen der Verwaltungsspitze(n) und damit auch die beiden Organe Vorstand und Aufsichtsrat sollen sich also im Investorendialog nicht widersprechen.[1493] Je aktiver und umfangreicher der Aufsichtsrat sich am Dialog beteiligt, desto größer die Gefahr, dass eine einheitliche Außendarstellung der Gesellschaft nicht mehr sichergestellt ist. Wie groß das Konfliktpotential zwischen Aufsichtsrat und Vorstand ist, hängt mithin davon ab, zu welchen Themen und mit welcher Intensität man den Dialog des Aufsichtsrats mit Investoren bzw. konkret mit Stimmrechtsberatern zulassen will.

aa) Themen, die mit in die Zuständigkeit des Vorstands fallen

Ausgehend von der Begrenzung des Dialogs auf „aufsichtsratsspezifische Themen" gem. Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK, stellt sich die Frage, welche Themen als aufsichtsratsspezifisch einzuordnen sind. Probleme treten auf, wenn es um Themen geht, die den Kompetenzkreis des Vorstands berühren. Zu denken ist etwa an zustimmungspflichtige Geschäfte nach § 111 IV S. 2 AktG, die Unternehmensentwicklung oder die strategische Ausrichtung der Gesellschaft, über die der Vorstand dem Aufsichtsrat gem. § 90 I Nr. 1 AktG zu berichten und sie gem. Ziff. 4.1.2 DCGK mit dem Aufsichtsrat abzustimmen hat. Zur Wahrung der One-Voice-Policy wird zum Teil gefor-

---

1492 Kritische dazu *Vetter*, AG 2016, 873, der zu Recht darauf hinweist, dass dies nicht unproblematisch ist, da aufgrund der umstrittenen Rechtslage sich die Empfehlung gerade nicht „rechtssicher" aus geltendem Recht herleiten lässt; auch die von der *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance* am 09. Mai 2019 verabschiedete Neufassung des DCGK behält die Formulierung in A.3 DCGK 2019 bei.

1493 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365; *Hippeli*, wistra 2018, 409, 411; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 46; *Cromme/Claassen*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 603, 622.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dert, dass sich der Aufsichtsrat zu solchen Themen in Zurückhaltung zu üben habe, also von sich aus keineswegs den Dialog initiieren, und sich bei Kontaktaufnahme durch den Investor nicht „aus der Reserve" locken lassen dürfe[1494]. Dies gelte im Übrigen auch für Kapitalmaßnahmen, zu denen der Aufsichtsrat zwar intern Stellung zu nehmen habe, es aber nicht seine Aufgabe sei, diese dem Kapitalmarkt zu vermitteln[1495]. Zulässig sei es hingegen, wenn der Aufsichtsratsvorsitzende unterstützend an Treffen des Vorstands mit Investoren teilnehme, weil er über gute Kontakte verfüge oder dies gewünscht sei[1496]. Doch auch bei der Führung des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden aus fremdem Recht, also mittels Ermächtigung durch den Vorstand, kommt es zum Konflikt mit § 111 IV S. 1 AktG, denn die Kommunikation als Geschäftsführungsmaßnahme darf dem Aufsichtsrat nicht übertragen werden[1497]. Dies macht auch Sinn, denn der Vorstand, der dem Aufsichtsrat diese Kompetenz übertragen könnte, sähe sich erheblichem Druck dazu sowohl von Seiten des Aufsichtsrats als auch der Aktionäre ausgesetzt[1498]. Es stellt sich überdies die Frage, wie der Aufsichtsrat noch seine Überwachungsfunktion erfüllen soll, wenn er selbst in den Investorendialog eingebunden ist[1499]. Eine Einbeziehung des Aufsichtsrats durch den Vorstand sollte deshalb auf Krisensituationen beschränkt bleiben[1500].

Unter Annahme eines Rechts zum Investorendialog als Annexkompetenz des Aufsichtsrats wird an anderer Stelle vertreten, dass sich der Aufsichtsrat zu allen Themen, die seinem Aufgabenbereich unterfallen, äußern dürfte, also neben Personalentscheidungen auch zur Überwachungstätigkeit[1501]. Auch die Beratung des Vorstands könne im Dialog thematisiert werden, soweit der Vorstand damit unterstützt werde und jegliche Form der Kritik am Vorstand unterbleibe[1502]. Die One-Voice-Policy soll dadurch gewahrt werden, dass der Vorstand intern eine Kommunikationsstrategie festlegt, die auch den Aufsichtsrat bindet[1503]. Am weitesten gehen die Leitsätze der Initiative „Developing Shareholder Communication", in-

1494 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365.
1495 Ebda.
1496 Ebda.
1497 *Koch*, AG 2017, 129, 135.
1498 Ebda.
1499 *Grunewald*, ZIP 2016, 2009, 2010.
1500 *Koch*, AG 2017, 129, 135.
1501 *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 46; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 734.
1502 *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 46.
1503 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dem sie dem Aufsichtsrat auch Äußerungen zur strategischen Ausrichtung der Gesellschaft erlauben, anknüpfend daran, dass der Aufsichtsrat durch seine überwachende Beratung am Strategiekonzept beteiligt sei und es zu überwachen habe[1504]. Dies habe auch für Fälle gemeinsamer Kompetenz von Vorstand und Aufsichtsrat bei der Finanzverantwortung zu gelten[1505]. Um zu vermeiden, dass Unstimmigkeiten zwischen Vorstand und Aufsichtsrat nach außen getragen werden, sollen sich die Organe in loyalem Zusammenwirken über Gespräche mit Investoren informieren[1506]. Im Einzelfall, wenn sich Differenzen abzeichnen, sollen sie sich gegebenenfalls vorher untereinander abstimmen. In diesem Zusammenhang wird auch eine Kommunikationsordnung für Vorstand und Aufsichtsrat erwogen.[1507]

Äußerungen zur Mitwirkung am Strategieprozess und zur Einschätzung der Strategieumsetzung durch den Aufsichtsrat sind aber als unvereinbar mit der Kompetenzordnung der deutschen Aktiengesellschaft zu erachten, da es sich dabei um die Bewertung zentraler Leitungsaufgaben des Vorstands nach § 76 I AktG handelt[1508]. Gleiches hat für Äußerungen zur Unternehmensfinanzierung und zur Gewinnverwendung zu gelten[1509]. Auslassungen hierüber drohen die Autorität des Vorstands zu unterminieren[1510]. Im Einzelfall sähe sich der Vorstand gezwungen, Äußerungen des Aufsichtsratsvorsitzenden zu korrigieren, oder auf eigene Aussagen zur Thematik zu verzichten, um das Ansehen des Unternehmens mit Blick auf die One-Voice-Policy zu wahren[1511]. Verzichtet der Vorstand deshalb darauf, sich in Widerspruch mit den Aussagen des Aufsichtsrats zu stellen, kommt es zu einer faktischen Bindung an die unternehmerische Position,

---

1504 Leitsatz 5 der *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 734; dagegen ausdrücklich vgl. die Nachweise in Fn. 1508.

1505 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 734; aA etwa *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365.

1506 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 735; *Kremer,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1270a, der die Information des Vorstands als „angemessen" erachtet.

1507 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365; *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 92; *Schaper*, AG 2018, 356, 358.

1508 *Wettich*, AG 2017, 60, 65; *Schaper*, AG 2018, 356, 358; *Koch*, AG 2017, 129, 134; *Hippeli*, wistra 2018, 409, 410f; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 34a.

1509 *Koch*, AG 2017, 129, 134.

1510 *Ihrig*, Börsen-Zeitung 29.10.2016, 13.

1511 *Vetter*, AG 2016, 873, 876; *Grunewald*, ZIP 2016, 2009, 2010.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

die der Aufsichtsrat formuliert hat[1512]. Lässt man eine weitreichende Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats zu, verschiebt sich das Machtgefüge hin zu einer „Doppelspitze"[1513] von Vorstand und Aufsichtsrat (-svorsitzendem), was einer unweigerlichen Konkurrenz der Organe und einer damit einhergehenden Schwächung des Vorstands führen muss[1514]. Dem können auch keine Eingrenzungen durch loyales Zusammenwirken der Organe begegnen. Bei Annahme einer dermaßen weitreichenden Kompetenz kann es nicht ausbleiben, dass der Aufsichtsrat seine eigene Meinung offenbart; auch die Trennung zwischen gerade noch zulässigen und zu weit gehenden Äußerungen würde eine „übermenschliche Gesprächsdisziplin" des Aufsichtsratsvorsitzenden erfordern[1515]. Problematisch erscheint deshalb auch die Erörterung des Berichts des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung gem. § 171 II AktG mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden, der zwar eindeutig in den Aufgabenbereich des Aufsichtsrats gehört, aber ein Einfallstor für die Diskussion der Geschäftsführung durch den Vorstand bieten würde[1516].

bb) Themen, die der ausschließlichen Zuständigkeit des Aufsichtsrats unterfallen

Solche Konflikte drohen weniger, wenn sich der Aufsichtsrat zu Themen äußert, die ausschließlich seiner Kompetenz unterfallen. Insoweit kann es nämlich zu keiner Konkurrenz oder Vorwegbindung des Leitungsermessens des Vorstands kommen und es besteht zudem ein echtes Informationsbedürfnis der Investoren bzw. Stimmrechtsberater, weil der Vorstand zu diesen Themen keine Informationen kommunizieren kann[1517]. Auf dieser Grundlage ist eine Annexkompetenz des Aufsichtsrats zu erwägen. Zu nennen sind hierbei insbesondere die Themen der Bestellung, Abberufung

1512 *Koch*, AG 2017, 129, 132f; *Grunewald*, ZIP 2016, 2009, 2010; *Schaper*, AG 2018, 356, 357.

1513 *Vetter*, AG 2016, 873, 876; dazu *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 77ff.

1514 *Vetter*, AG 2016, 873, 876; auf das Konkurrenzproblem ebenso hinweisen *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 898.

1515 *Koch*, AG 2017, 129, 134.

1516 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 175; dafür aber *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302, Leitsatz 3.

1517 *Koch*, AG 2017, 129, 133; *ders.*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 34a.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

und Vergütung des Vorstands, §§ 84 I, III, 87 AktG[1518], die Zusammenarbeit mit dem Abschlussprüfer, §§ 111 II S. 3, 107 III AktG[1519], sowie Besetzung und Vergütung des Aufsichtsrats[1520]. Bei Äußerungen über die Bestellung bzw. Abberufung des Vorstands ist jedoch bereits wieder Zurückhaltung angezeigt; wenngleich nur über Kompetenzprofile und nicht über konkrete Personalentscheidungen diskutiert wird, kann dennoch leicht auf die Identität eines einzelnen Vorstandsmitglieds geschlossen werden, was zur Untergrabung dessen Autorität führen kann[1521]. Grenzen sind der Zulässigkeit der Kapitalmarktkommunikation noch insoweit allgemein gezogen, als dass der Aufsichtsrat das Gebot interorganfreundlichen Verhaltens zu beachten hat, er also keine herabsetzenden Stellungnahmen über den Vorstand abgeben darf[1522].

cc) Willensbildung innerhalb des Aufsichtsrats

In der Diskussion um die Zulässigkeit des Investorendialogs wird stets der Aufsichtsratsvorsitzende als Dialogpartner genannt. Dies macht Sinn, ist doch der Aufsichtsrat der Repräsentant des Organs nach außen[1523]. Führt der Aufsichtsratsvorsitzende aber den Dialog, so kollidiert dies mit der Konzeption des Aufsichtsrats als Kollegialorgan[1524], welches seinen Willen durch Beschluss bildet[1525].

Bei der Frage, ob es sich beim Aufsichtsrat um ein reines Innenorgan der Gesellschaft handelt, stellen Vertreter der progressiven Ansicht darauf ab, dass mehrere Regelungen zeigten, dass der Aufsichtsrat zur öffentli-

1518 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 734; *Vetter*, AG 2016, 873, 874; zustimmend nur hinsichtlich der Vergütung des Vorstands *Koch*, AG 2017, 129, 134.

1519 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 734; *Vetter*, AG 2014, 387, 389; *ders.*, AG 2016, 873, 874; *Schaper*, AG 2018, 356, 357f; *Koch*, AG 2017, 129, 134.

1520 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 733f.; *Vetter*, AG 2016, 873, 874; *Koch*, AG 2017, 129, 134.

1521 *Koch*, AG 2017, 129.

1522 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 366; generell auf das loyale Zusammenwirken der Organe abstellend *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 735.

1523 *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 678; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 107 AktG Rn. 8.

1524 So auch *Vetter*, AG 2014, 387, 392; *Wettich*, AG 2017, 60, 65; im Ergebnis auch *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 242f.

1525 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 108 AktG Rn. 2; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 108 Rn. 8; *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 108 AktG Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

chen Stellungnahme – gerade durch den Aufsichtsratsvorsitzenden – berechtigt sei; angeführt werden hierfür etwa die Pflicht der schriftlichen Berichterstattung an die Hauptversammlung nach § 171 II AktG, dessen mündliche Erläuterung durch den Vorsitzenden des Aufsichtsrats nach § 176 I S. 2 AktG sowie die Erklärungen zum DCGK nach § 161 I AktG oder die Stellungnahme zu Übernahmeangeboten[1526]. Aus diesen Rechten und insbesondere aus der mündlichen Erläuterung des Berichts des Aufsichtsrats in der Hauptversammlung durch den Aufsichtsratsvorsitzenden wird geschlossen, dass der Vorsitzende generell als innerhalb des Organs zur Führung des Dialogs mit Investoren und damit auch Stimmrechtsberatern berechtigt wäre[1527]. Als Anhaltspunkt für die Kompetenz des Aufsichtsratsvorsitzenden wird auch § 80 I S. 1 AktG angeführt, nachdem der Name des Aufsichtsratsvorsitzenden im Briefkopf der Gesellschaft anzugeben ist[1528]. In diese Richtung deutet auch Ziff. 5.2 S. 1 DCGK, in der es heißt, dass der Aufsichtsratsvorsitzende die Belange des Aufsichtsrats nach außen wahrnehme. Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK regt ja sogar an, dass der Aufsichtsratsvorsitzende in angemessenem Umfang zu Gesprächen mit Investoren bereit sein solle. Bei genauer Betrachtung wird jedoch deutlich, dass in den genannten Fällen die Kommunikation nach außen keineswegs frei in die Hände des Aufsichtsratsvorsitzenden gelegt wird. Denn sowohl der Bericht an die Hauptversammlung nach § 171 II AktG[1529], als auch die Erklärung über den DCGK nach § 161 I AktG[1530], sowie die Stellungnahme nach § 27 WpÜG[1531] beruhen auf einem Beschluss des Aufsichtsrats. Die Erläuterung des Berichts auf der Hauptversammlung nach § 176 I S. 2 AktG ist zwar ausdrücklich dem Aufsichtsratsvorsitzenden zugewiesen, jedoch hat er den Bericht des Gesamtorgans Aufsichtsrat zu erläutern und

1526 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 731f.

1527 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 363; *Mertens-Cahn,* in: KK-AktG, § 107 Rn. 61; *Hopt/Roth,* in: GK-AktG, § 107 Rn. 119; *Schenck*, AG 2010, 649, 650; *Drinhausen/Marsch-Barner*, AG 2014, 337, 349: Aufsichtsratsvorsitzender als „geborener Gesprächspartner"; *Roth*, ZGR 2012, 343, 369: Aufsichtsratsvorsitzender für Außenkontakt „prädestiniert".

1528 *Roth*, ZGR 2012, 343, 370.

1529 BGH, Urteil v. 21.06.2010, II ZR 24/09 = NZG 2010, 943; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, § 171 AktG Rn. 14.

1530 *Bayer/Scholz,* in: Spindler/Stilz, § 161 AktG Rn. 37; *Goette,* in: MüKo-AktG, § 161 Rn. 67; *Vetter,* in: Henssler/Strohn, § 161 AktG Rn. 15.

1531 *Wackerbarth,* in: MüKo-AktG, § 27 WpÜG Rn. 5; *Noack/Holzborn,* in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 27 WpÜG Rn. 17.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sich daher an dessen Tendenz und Inhalt zu halten[1532]. Will er eine abweichende Meinung vertreten, so hat er dies ausdrücklich als persönliche Ansicht zu kennzeichnen[1533]. Eine Aussprache über den Bericht, also ein Dialog zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzenden und den Aktionären, ist hingegen nicht vorgesehen[1534]. Auch aus § 80 I S. 1 AktG kann keine gesonderte Kompetenz abgeleitet werden, da durch die Angabe auf dem Briefkopf dem Aufsichtsratsvorsitzenden lediglich aus Gründen der Praktikabilität die Rolle eines Empfangsvertreters zugewiesen wird[1535]. Es ist mithin festzustellen, dass es sich bei den Berichten, Erklärungen und Stellungnahmen des Aufsichtsrats stets um die Kommunikation von Beschlüssen des Gesamtorgans handelt, und nicht etwa der Aufsichtsratsvorsitzende selbst den Inhalt der Äußerungen festlegt[1536]. Für ein restriktives Verständnis der Kommunikation unter Anknüpfung an § 176 I S. 2 AktG spricht überdies, dass der Auskunftsanspruch der Aktionäre aus § 131 AktG nach seinem Wortlaut nur gegenüber dem Vorstand besteht[1537]. Folglich sehen die Regelungen des Aktienrechts lediglich einseitige, im Gesamtgremium beschlossene Äußerungen des Aufsichtsrats vor, nicht hingegen einen Dialog mit dem Aktionär. Zu bedenken ist, dass es dem Aufsichtsvorsitzenden im Dialog mit Investoren und Stimmrechtsberatern schwerfallen wird, sich mit seinen Äußerungen stets auf der Linie der Ansicht des Gesamtgremiums zu bewegen. Dies würde nämlich voraussetzen, dass der Aufsichtsrat erstens vor dem Treffen tagt und über einen zulässigen Kommunikationsinhalt beschließt und zweitens sich die Fragen des Investors bzw. Stimmrechtsberaters lediglich auf diesen Kommunikationsinhalt beziehen. Unproblematisch wäre es lediglich, wenn sich der Aufsichtsratsvorsitzende darauf beschränkt, den Investoren Gehör zu schenken, ohne Position zu beziehen oder Auffassungen aus dem Aufsichtsrat offenzulegen[1538]. Anderenfalls trifft der Aufsichtsratsvorsitzende von sich aus die Entscheidung, ob und welche Inhalte und Positionen weitergegeben werden und unter-

1532 *Hennrichs/Pöschke,* in: MüKo-AktG, § 176 Rn. 19; *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 176 AktG Rn. 13; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 176 AktG Rn. 4.

1533 *Hennrichs/Pöschke,* in: MüKo-AktG, § 176 Rn. 19; *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 176 AktG Rn. 13; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 176 AktG Rn. 4.

1534 *Vetter*, AG 2014, 387, 390; *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 91; *Koch*, AG 2017, 129, 135, 136.

1535 *Koch*, AG 2017, 129, 135f.

1536 *Koch*, AG 2017, 129, 136; *ders.*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 91.

1537 Dazu noch unter § 4 E. III. 1. b) ee).

1538 *Vetter*, AG 2016, 873, 874.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

läuft damit die Konzeption des Aufsichtsrats als Kollegialorgan, dessen Willensbildung nach Beratung durch Beschluss erfolgt[1539], gerade um sicherzustellen, dass die divergierenden Interessen innerhalb des Aufsichtsrats Eingang in die Willensbildung finden. Die Leitsätze der Initiative *Developing Shareholder Communication* übertragen aber eben dem Aufsichtsratsvorsitzenden die Entscheidung, ob in einen Dialog eingetreten wird[1540]. Eine Substitution des Meinungsbildungsprozesses innerhalb des Gesamtaufsichtsrats durch den Entschluss des Aufsichtsratsvorsitzenden verstößt schlechthin gegen die innere Ordnung des Aufsichtsrats[1541]. Mit einem Aufsichtsratsvorsitzenden, der diesbezüglich eigenständige Entscheidungen fällt, droht mithin eine weitere Umgehung des Aufsichtsrats und damit eine Aushöhlung seiner Funktion als Austragungsort von Gruppeninteressen[1542]. Die Konzentration des Dialogs auf eine von den Anteilseignern gestellte Person ist schon aus mitbestimmungsrechtlichen Gründen problematisch[1543]. Die eigenständige Führung des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden führt nämlich dazu, dass die Themen unter Umständen ihren Weg nicht mehr ins Gremium finden, da das Organ nach außen hin ja bereits Stellung dazu bezogen hat. Insofern stellt sich weiterhin die Frage, ob und wie die Versorgung des Gesamtorgans mit dem Inhalt der Gespräche des Vorsitzenden mit Investoren oder Stimmrechtsberatern abgesichert ist[1544]. Insbesondere ergibt sich eine solche Pflicht des Vorsitzenden nicht aus § 90 V S. 3 AktG,[1545] nachdem der Aufsichtsratsvorsitzende verpflichtet ist, das Gesamtgremium über die Berichte des Vorstands aus sonstigen wichtigen Gründen zu unterrichten. § 90 V S. 3, I S. 3 AktG bezieht sich nämlich auf die Pflicht, Berichte des Vorstands nach § 90 AktG an das Gremium weiterzuleiten. Führt der Aufsichtsratsvorsitzende jedoch selbst den Dialog mit Investoren oder Stimmrechtsberatern, so gibt es hierzu keinen Bericht des Vorstands, zu dessen Weiterleitung er verpflichtet sein könnte.

1539 Nachweise in Fn. 1525.

1540 Leitsatz 1 *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302.

1541 BGH, Beschluss v. 14.05.2013 – II ZB 1/11 = AG 2013, 562; *Vetter*, AG 2014, 387, 392; *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 108 AktG Rn. 2.

1542 Siehe dazu bereits unter § 4 E. II. 1. b) bb).

1543 *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 91; *Hexel*, Der Aufsichtsrat 2014, 121; *Koch*, AG 2017, 129, 135.

1544 Kritisch dazu auch *Kremer,* in: Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1270a; *Nikoleyczik/Graßl*, NZG 2017, 161, 165.

1545 So aber *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 245.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dd) Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats

Führt der Aufsichtsratsvorsitzende Gespräche mit Stimmrechtsberatern, ist nicht auszuschließen, dass es dabei zur Weitergabe vertraulicher Informationen kommt. Der Aufsichtsrat unterliegt gem. § 116 S. 1, 93 I S. 3 AktG wie der Vorstand der Verschwiegenheitspflicht über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft. Insoweit kann auf die Ausführungen zum Vorstand betreffend die Verschwiegenheitspflicht des § 93 I S. 3 AktG verwiesen werden[1546].

Der Gesetzgeber hebt in § 116 S. 2 AktG zudem hervor, dass die Aufsichtsratsmitglieder insbesondere zur Verschwiegenheit über erhaltene vertrauliche Berichte des Vorstands nach § 90 AktG oder von Mitarbeitern sowie Beratungen im Aufsichtsrat und mit dem Vorstand verpflichtet sind[1547]. Die Entscheidung, ob vertrauliche Informationen unter Abwägung deren Geheimhaltungsbedürfnisses mit dem Unternehmensinteresse weitergegeben werden, ist jedoch eine Aufgabe der Geschäftsführung, für die der Vorstand als „Herr des Geschäftsgeheimnisses" zuständig ist[1548]. Vertreten wird nunmehr aber, dass der Aufsichtsrat selbst für seinen Zuständigkeitsbereich nach eigenem Ermessen entscheiden könne, ob er vertrauliche Informationen nach außen gebe, ohne dass es der Zustimmung des Vorstands bedürfe[1549]. Gestützt wird dies auf Rechtsprechung zur Zuständigkeit des Aufsichtsrats für Geheimnisse aus seiner eigenen Sphäre[1550]. In den angeführten Entscheidungen geht es jedoch nicht um die Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen, sondern um das Beratungsgeheimnis innerhalb des Aufsichtsrats[1551]. Hieraus kann nicht geschlossen werden, dass der Aufsichtsrat dazu berechtigt ist, eigenständig über die Offenlegung von Geheimnissen zu entscheiden, die in seinen Zuständigkeitsbereich fallen, insbesondere dann nicht, wenn sie aus Berichten des oder Be-

1546 Siehe dazu unter § 4 E. I. 3. c) bb).
1547 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 163.
1548 BGH, Urteil v. 26.04.2016 – XI ZR 108/15 = NJW 2016, 2569, 2571 Rz.35; BGH, Urteil v. 05.06.1975 - II ZR 156/73 = NJW 1975, 1412, 1413; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 65; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rn. 284; *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2016, 2540, 2542.
1549 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 736.
1550 BGH, Urteil v. 23.04.2002 – II ZR 163/10 = NJW 2012, 2346 Rz.40; BGH, Urteil v. 19.02.2013 – II ZR 56/12 = AG 2013, 387 Rz.30.
1551 *Koch*, AG 2017, 129, 139.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ratungen mit dem Vorstand stammen[1552]. Besonders deutlich zeigt sich dies, wenn man dem Aufsichtsrat zugesteht, dass er den Dialog über die Unternehmensstrategie führen darf. Ließe man zu, dass der Aufsichtsrat auch zu diesem Thema eigenständig über die Offenlegung von Geheimnissen entscheidet, so hätte der Vorstand die Herrschaft über das Geschäftsgeheimnis gänzlich verloren[1553]. Gibt der Aufsichtsratsvorsitzende mithin vertrauliche Angaben weiter, kommt es wiederum zum Konflikt mit der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands. Anders liegt es nur, wenn die Geheimnisse und vertraulichen Angaben tatsächlich ausschließlich aus der Sphäre des Aufsichtsrats stammen. Hierüber hat nicht der Vorstand, sondern der Aufsichtsrat zu entscheiden.[1554] Müsste der Aufsichtsrat etwa die Offenlegung seiner eigenen Beratungsgeheimnisse durch den Vorstand befürchten, bestünde keine Grundlage für vertrauensvolle Zusammenarbeit mehr[1555]. Doch auch bezüglich ausschließlich aufsichtsratsspezifischer Themen können der Informationsweitergabe Vertraulichkeitserwägungen entgegenstehen. Probleme kann die Weitergabe von Informationen nämlich auch in Bezug auf die intraorganschaftliche Vertraulichkeit des Aufsichtsrats hervorrufen[1556]. Die Beratungen im Aufsichtsrat stehen unter dem besonderen Schutz der Vertraulichkeit[1557]. Zur Weitergabe des Inhalts solcher Beratungen gegenüber Drittem bedürfte der Aufsichtsratsvorsitzende mithin einer Legitimation, etwa durch Beschluss des Gesamtgremiums.[1558]

1552 So aber *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 736; ausdrücklich dagegen *Koch*, AG 2017, 129, 139.

1553 *Koch*, AG 2017, 129, 139; *Kley,* AG 2019, 818, 822.

1554 BGH, Urteil v. 26.04.2016 – XI ZR 108/15 = NJW 2016, 2569, 2571 Rz.35; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 116 AktG Rn. 10; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 116 AktG Rn. 102; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 736; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 47; *Schaper*, AG 2018, 356, 359; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 163.

1555 *Schaper*, AG 2018, 356, 359.

1556 *Vetter*, AG 2016, 873, 875; *Ihrig*, Börsen-Zeitung 29.10.2016, 13.

1557 *Vetter*, AG 2016, 873, 875; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 116 AktG Rn. 102; *Drygala,* in: Schmidt/Lutter, § 116 AktG Rn. 35.

1558 *Vetter*, AG 2016, 873, 875; *Spindler,* in: Spindler/Stilz, § 116 AktG Rn. 102; *Habersack,* in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 67; *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 47; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 163; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 34a; *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 254.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ee) Annex: Allgemeine Schranken der Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat und Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG

Schließlich ist wie bereits beim Dialog zwischen Vorstand und Stimmrechtsberater zu fragen, welche allgemeinen Schranken der informationellen Privilegierung der Stimmrechtsberater durch die Informationsweitergabe des Aufsichtsrats neben der Verschwiegenheitspflicht des § 93 I S. 3 AktG gesetzt sind. Eine solche Schranke setzt dabei wiederum das informationelle Gleichbehandlungsgebot der §§ 53a, 131 IV AktG, denn der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG bindet alle Organe der Aktiengesellschaft, mithin auch den Aufsichtsrat[1559].

Weniger eindeutig stellt sich hingegen die Anwendbarkeit des Nachinformationsanspruchs aus § 131 IV AktG dar. Bei Erteilung einer Auskunft durch den Aufsichtsrat soll nach überwiegender Meinung kein Nachinformationsanspruch entstehen, da die Norm nur vom Vorstand erteilte Auskünfte erfasse[1560]. Die Ansicht findet in der Tat eine systematische Stütze darin, dass § 131 AktG nur den Vorstand adressiert[1561]. Zurecht wird aber angemerkt, dass die Nichtanwendbarkeit des § 131 IV AktG auf vom Aufsichtsrat erteilte Auskünfte daher rührt, dass in der Literatur (zum Teil) davon ausgegangen wird, dass es sich bei Investor Relations um eine Geschäftsführungsmaßnahme handele, die damit ausschließlich dem Vorstand zugewiesen ist[1562]. Lässt man aber unter Aufbruch des Geschäftsführungsmonopols des Vorstands einen Dialog des Aufsichtsrats (in den engen soeben dargestellten Grenzen) mit Investoren und damit auch mit Stimmrechtsberatern zu, so muss konsequenterweise der Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG auch Anwendung auf vom Aufsichtsrat er-

1559 *Grigoleit/Rachlitz,* in: Grigoleit, § 53a AktG Rn. 10; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 4; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 4; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 5; *Bungeroth,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 53a Rn. 5.

1560 LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 16.02.2016, 3-05 O 132/15 = NJW-RR 2016, 739; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 131 Rn. 149; *Spindler,* in: Schmidt/Lutter, § 131 AktG Rn. 96.

1561 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 169.

1562 Hierauf hinweisend *Koch*, AG 2017, 129, 138; kritisch deshalb auch *Mense/Klie*, GWR 2017, 1, 2; im Zusammenhang des § 131 IV AktG den Investorendialog ausdrücklich als Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstands einordnend *Spindler,* in: § 131 AktG Rn. 96; ausdrücklich gegen eine Anwendung des § 131 IV AktG, obschon dem Aufsichtsrat die Kompetenz zum Investorendiaolog zugestehend *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 738f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

teilte Auskünfte finden[1563]. Denn § 131 IV AktG zielt auf die informationelle Gleichbehandlung aller Aktionäre ab[1564]; aus teleologischer Sicht kann es dabei keinen Unterschied machen, ob eine informationelle Ungleichbehandlung außenstehender Aktionäre vom Vorstand oder vom Aufsichtsrat herbeigeführt wurde[1565]. Der Wortlaut des § 131 IV AktG steht einer Ausweitung auf den Aufsichtsrat nicht entgegen[1566]. Wenn und soweit man also ein Recht des Aufsichtsrats zur Kommunikation mit Stimmrechtsberatern bejahen will, ist es nur konsequent den Aktionären auch bei Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat den Nachinformationsanspruch zuzugestehen. Hinsichtlich der Schranken, die das informationelle Gleichbehandlungsgebot der §§ 53a, 131 IV AktG der Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat setzt, kann somit vollumfänglich auf die Ausführungen zum Vorstand verwiesen werden[1567].

Weiterhin hat der Aufsichtsrat – wie auch der Vorstand – die Schranken des Insiderrechts und die Vorgaben der Ziff. 6.1 DCGK zu beachten. Art. 14 c) MAR differenziert nicht danach, ob Insiderinformationen vom Vorstand oder vom Aufsichtsrat weitergegeben werden[1568]. Im Rahmen der Ziff. 6.1 DCGK kann ebenso vollumfänglich auf die Ausführungen zum Vorstand verwiesen werden[1569].

1563 *Koch*, AG 2017, 129, 138; *ders.*, in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 74; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 169; *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 249ff; aA *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 738f.

1564 *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 70.

1565 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 169; *Koch*, AG 2017, 129, 138; *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 250; ebenfalls auf eine sonst drohende Informationsprivilegierung hinweisend *Mense/Klie*, GWR 2017, 1, 2.

1566 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 169; *Koch*, AG 2017, 129, 138.

1567 Siehe dazu bereits unter § 4 E. I. 3. a), b).

1568 *Koch*, AG 2017, 129, 139; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 735f; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 162; deshalb sei wiederum auf die Ausführungen zum Vorstand verwiesen, siehe unter § 4 E. I. 3. c) aa).

1569 Siehe dazu unter § 4 E. I. 3. c) cc).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

c) Fazit

Ein Bedürfnis des Aufsichtsrats, in Kontakt mit Investoren oder Stimmrechtsberatern zu treten, ist nicht von der Hand zu weisen und kann im Einzelfall zur Sondierung der Stimmung vor Hauptversammlungen auch aus der Sorgfaltspflicht des Aufsichtsrats gem. §§ 116 I S. 1, 93 I S. 1 AktG angezeigt erscheinen. Dem steht jedoch die klare Zuweisung der Geschäftsführung an den Vorstand gem. §§ 77 I, 111 IV S. 1 AktG entgegen. Die Sinnhaftigkeit dieser klaren Kompetenzauftrennung zeigt sich, wenn man die Konflikte betrachtet, die entstehen können, wenn der Aufsichtsrat eigenständig in den Dialog mit Stimmrechtsberatern eintritt. Äußert sich der Aufsichtsrat zu Themen, die mit in die Kompetenz des Vorstands fallen oder dessen Tätigkeit bewerten, droht eine Bindung des Vorstands an diese Aussagen, um nach außen kein uneinheitliches Handeln der Gesellschaft herbeizuführen. Es würde mithin zu einer Konkurrenz zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bezüglich des Kontakts zu Stimmrechtsberatern kommen. Dies eröffnet den Stimmrechtsberatern die Möglichkeit, zur Durchsetzung ihrer Vorstellungen und zur Sammlung von Informationen sowohl beim Vorstand als auch beim Aufsichtsrat vorstellig zu werden. Solche Konflikte treten nicht auf, wenn der Aufsichtsrat sich auf Äußerungen zu den Themen beschränkt, die seiner ausschließlichen Zuständigkeit unterfallen. Zwar sind seine Äußerungen auch insoweit als Geschäftsführungsmaßnahmen zu qualifizieren, jedoch droht keine Konkurrenz zum Vorstand. Zudem besteht bezüglich dieser Thematiken tatsächlich ein berechtigtes Bedürfnis der Stimmrechtsberater mit dem Aufsichtsrat in Kontakt zu treten, da der Vorstand nicht für die Themen zuständig ist. Für die Zusammenarbeit mit Stimmrechtsberatern bedeutet dies für den Aufsichtsrat folglich, dass er nur in Kontakt eintreten sollte, solange es um die Vorbereitung der Beschlussgegenstände geht, die allein seiner Kompetenz unterfallen, namentlich zur Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats, des Abschlussprüfers gem. § 124 III S. 1 AktG und zum Vergütungsvotum gem. § 120 IV AktG. Weiterhin ist zu beachten, dass für die Führung des Dialogs mit dem Stimmrechtsberater zwar der Aufsichtsratsvorsitzende prädestiniert ist, ihm jedoch de lege lata die Kompetenz hierzu fehlt. Er darf weder dem Meinungsbildungsprozess innerhalb des Aufsichtsrats vorgreifen noch Interna der Beratungen im Gremium nach außen kehren. Erkennt man also das Erfordernis an, dass sich der Aufsichtsrat durch seinen Vorsitzenden zu Themen, die in seine ausschließliche Kompetenz fallen, äußern können soll, muss der Aufsichtsratsvorsitzende hierzu vom Gremium legi-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

timiert werden[1570]. In Betracht hierfür kommen sowohl eine intraorganschaftliche Kommunikationsordnung zur Ermächtigung zur Kommunikation[1571] und zur Eingrenzung der zulässigen Gesprächsthemen[1572] oder auch die Bildung eines Ausschusses, der gemeinsam mit dem Vorsitzenden den Dialog führt[1573], um zu vermeiden, dass im jeweiligen konkreten Einzelfall ein Beschluss des Gesamtaufsichtsrats erforderlich ist.

Der Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat an Stimmrechtsberater sind zudem die allgemeinen Schranken der informationellen Gleichbehandlung, des Insiderrechts, der Verschwiegenheitspflicht aus §§ 116 S. 1, 93 I S. 3 AktG und der Empfehlung des Ziff. 6.1 S. 2 DCGK gesetzt.

2. Auswirkungen des Aufsichtsratsdialogs auf die Überwachung durch den Aufsichtsrat

Lässt man den Dialog des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern oder Investoren zu Themen zu, die zumindest die Tätigkeit des Vorstands berühren, droht nicht nur eine diesbezügliche Konkurrenz zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, die den Vorstand schwächt. Die Konkurrenz der Organe wird sich auch auf ihre Zusammenarbeit im Rahmen der beratenden Überwachung auswirken. Muss der Vorstand damit rechnen, dass der Aufsichtsrat gegenüber Stimmrechtsberatern oder Investoren Äußerungen trifft und dabei selbst entscheidet, ob er vertrauliche Angaben weitergibt, höhlt dies die interorganschaftliche Vertraulichkeit als Grundlage einer offenen Diskussion aus. Hat der Vorstand also zu befürchten, dass Inhalte aus seinen Berichten oder Beratungen mit dem Aufsichtsrat von diesem weitergegeben werden, wird er sich dafür entscheiden, dem Aufsichtsrat nur ein absolutes Minimum an Informationen zukommen zu lassen bzw. ihn erst so spät wie möglich zu informieren. Unter diesen Umständen

---

1570 *Vetter*, AG 2016, 873, 875; *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 92; aA *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44, 46.

1571 *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 92; *ders.*, in: Hüffer/Koch, § 111 AktG Rn. 34b; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 172f; *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 265ff.

1572 *Koch*, in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 65, 92; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 365; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 172f.

1573 *Vetter*, AG 2016, 873, 875; *Ihrig*, Börsen-Zeitung 29.10.2016, 13.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wird es dem Aufsichtsrat erschwert, noch als „institutioneller Gesprächspartner“[1574] des Vorstands zu fungieren.

IV. Konflikte der Aktionäre untereinander

Zuletzt ist noch darauf einzugehen, welche Konflikte unter den Aktionären, also dem „Quasi-Aktionär“ Stimmrechtsberater und seinen Kunden einerseits und den außenstehenden Aktionären andererseits durch den Einfluss der Stimmrechtsberater entstehen können. Zuvörderst ist an die Informationsasymmetrien zu denken, zu denen es durch die informationelle Privilegierung im Rahmen informellen Kontakts außerhalb der Hauptversammlung kommen kann (dazu unter 1.). Weiterhin ist zu fragen, ob der außerhalb der Hauptversammlung wirkende Einfluss der Stimmrechtsberater nicht zu einer Abwertung der Hauptversammlung führt (2.). Letztlich ist zu untersuchen, inwieweit eine besondere „Interessenvertretung“ der Belange institutioneller Investoren die Interessen der Kleinanleger beeinträchtigt (3.).

1. Informationsasymmetrien

Kommt es zur Informationsweitergabe von Vorstand oder Aufsichtsrat an Stimmrechtsberater, entstehen Informationsasymmetrien zwischen den Stimmrechtsberatern als „Quasi-Aktionär“ und deren Kunden, welche die an die Stimmrechtsberater weitergegebenen Informationen teilweise durch die Stimmempfehlungsberichte der Proxy Advisors erhalten[1575]. Wenngleich sowohl *ISS* als auch *Glass Lewis* angeben, ihren Stimmempfehlungen ausschließlich öffentlich zugängliche Informationen zugrunde zu legen, zeigen bereits ihre Selbstdarstellungen, dass sie dem nicht stets gerecht werden[1576]. Im Vordergrund wird für die Stimmrechtsberater bei Erhalt und Weitergabe von Informationen diesbezüglich stehen, sich nicht wegen Insiderhandels strafbar zu machen. Die zusätzlichen Informationen, die die Stimmrechtsberater aus informellen Gesprächen mit der Verwaltung gewinnen, beeinflussen ihre Stimmempfehlungen ganz sicher; an-

1574 Nachweis in Fn. 1414.
1575 Siehe dazu bereits ausführlich unter § 4 E. I. 3.
1576 Zur Informationsweitergabe von Informationen an Stimmrechtsberater siehe bereits unter § 4 E. I. 3. a).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sonsten könnten sie nämlich unterbleiben. Davon, dass die Informationen an ihre Kunden zumindest in Teilen weitergegeben werden, ist auszugehen[1577]. Exemplarisch sei noch einmal angemerkt, dass *ISS* so weit geht, sich vorzubehalten, den Wortlaut von Aussagen von Vertretern des Emittenten im informellen Gespräch in den Stimmempfehlungsberichten wiederzugeben[1578]. So droht der informelle Kontakt tatsächlich eine Zweiklassengesellschaft unter den Aktionären zu schaffen[1579]: Diejenigen, die durch Mandatierung eines Stimmrechtsberaters mit informationeller Privilegierung rechnen können und die restlichen (Klein-) Aktionäre, denen nur die (gesetzlich vorgesehenen) Informationen zur Verfügung stehen, zu denen die Gesellschaft aufgrund des Berichts an die Hauptversammlung, sowie bilanz- und kapitalmarktrechtlicher Publizitätspflichten verpflichtet ist. Wie gezeigt, ist der Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG kein wirksames Mittel, um die entstehenden Informationsasymmetrien auszugleichen[1580]. Der Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG bindet zwar die Organe der Aktiengesellschaft, gilt jedoch nicht unter den einzelnen Aktionären[1581]. Ein irgendwie gearteter Anspruch der (Klein-) Aktionäre gegen ihre Mitgesellschafter auf Weitergabe von Informationen, die über Stimmrechtsberater transportiert werden, kommt somit nicht in Betracht.

2. Abwertung der Hauptversammlung

Die Hauptversammlung ist das Organ, durch das die Aktionäre ihren Willen bilden[1582]. Zuständigkeiten sind der Hauptversammlung nur in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen zugewiesen, § 119 I AktG. Insbesondere kann die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung nur entscheiden, wenn es der Vorstand von ihr verlangt, § 119 II AktG. Ihre Rechte üben die Aktionäre nach § 118 I S. 1 AktG in der Hauptversammlung aus, soweit das Gesetz nichts anderes be-

---

1577 Siehe dazu bereits unter § 4 E. I. 3. a).

1578 <www.issgovernance.com/contact/faqs-engagement-on-proxy-research/> (Stand 20.07.2019); dazu bereits unter § 4 E. I. 3. a) aa).

1579 So auch *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 124.

1580 Siehe dazu bereits unter § 4 E. I. 3. b) dd).

1581 *Grigoleit/Rachlitz,* in: Grigoleit, § 53a AktG Rn. 10; *Cahn/v. Spannenberg,* in: Spindler/Stilz, § 53a AktG Rn. 4; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 53a AktG Rn. 4; *Laubert,* in: Hölters, § 53a AktG Rn. 5; *Bungeroth,* in: MüKo-AktG (4. Aufl.), § 53a Rn. 5.

1582 Nachweise in Fn. 746.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stimmt. Der Einfluss der Aktionäre ist also sowohl materiell durch die enumerative Zuweisung von Einzelkompetenzen als auch formell durch die Konzentration der Ausübung der Aktionärsrechte auf der Hauptversammlung begrenzt. Die Einflussnahme durch Stimmrechtsberater kann zu Spannungen mit beiden dieser Schranken führen. Zu drohenden Konflikten mit § 119 II AktG ist bereits Stellung bezogen worden[1583].

Bei der Begrenzung der Ausübung der Rechte auf der Hauptversammlung nach § 118 I AktG handelt es sich positiv um eine Konzentration des Einflusses auf die Veranstaltung der Hauptversammlung, die hierdurch funktionelle Bedeutung gewinnt. Nach der Konzeption des Gesetzes handelt es sich bei der Hauptversammlung nämlich um das Diskussionsforum, in dem sich Aktionäre austauschen und Vorschläge und Geschäftsführung diskutiert werden[1584]. Dass die Hauptversammlung nicht lediglich der Beschlussfassung dient, zeigt das Anwesenheits- und Fragerecht der Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien[1585]. Die Hauptversammlung ist jedoch nicht nur Diskussionsforum der Aktionäre, sondern ermöglicht den direkten Kontakt der Aktionäre zur Verwaltung[1586], die nach § 118 III S. 1 AktG an der Hauptversammlung teilzunehmen hat[1587]. Für Kleinaktionäre stellt die Hauptversammlung tatsächlich die einzige Möglichkeit dar, ihre Meinung gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat zu äußern[1588]. Die Verwaltungsmitglieder sehen sich dadurch unmittelbar mit Fragen der Aktionäre konfrontiert, wodurch von der Hauptversammlung eine disziplinierende Wirkung ausgeht[1589]. Für Vorstand und Aufsichtsrat wird sie zum Rechenschaftsforum[1590]. Den Aktionären steht es frei, ob sie die Diskussion suchen, der Vorstand kann sich ihr hingegen nicht entziehen; er

1583 Siehe dazu unter § 4 E. I. 2.

1584 *Grundmann,* in: GK-AktG, § 133 Rn. 79; *Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, S. 10f; *Mittermeier*, Empty Voting, S. 84.

1585 *Mittermeier*, Empty Voting, S. 85; *Zöllner*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II, S. 462, 470f.

1586 *Drinhausen,* in: Hölters, § 118 AktG Rn. 1; Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 330; *Wettich*, AG 2017, 60, 65.

1587 Die Satzung kann bestimmte Fälle vorsehen, in denen die Teilnehme von Mitgliedern des Aufsichtsrats im Wege der Bild- und Tonübertragung erfolgen darf, § 118 III S. 2 AktG.

1588 *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 31.

1589 *Mittermeier*, Empty Voting, S. 86; *Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, S. 10f; *Kubis,* in: MüKo-AktG, § 118 Rn. 31; *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 160.

1590 Kremer et al., Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 331.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hat sich den Fragen der Aktionäre zu stellen[1591]. Die Hauptversammlung schafft insoweit ein Öffentlichkeitsforum, in dem der Vorstand seine Geschäftsführungsmaßnahmen zu erläutern und zu rechtfertigen hat. Gerade aktivistische Aktionäre sind in der Lage, die Verwaltung durch intensive Befragung unter Rechtfertigungsdruck zu setzen[1592]. Nur wenn sich Aktionäre aktiv in die Hauptversammlung einbringen, kann sie tatsächlich als Diskussions- und Rechenschaftsforum fungieren. Eine Aushöhlung der Hauptversammlung als Diskussions- und Rechenschaftsforum droht aber, wenn Aktionäre ihren Kontrollbelangen außerhalb der Hauptversammlung im informellen Kontakt mit der Verwaltung nachkommen[1593]. Stehen Stimmrechtsberater in informellem Kontakt mit Vorstand und Aufsichtsrat, so sind sie in der Lage, sich ihre offenen Fragen bereits im Vorfeld der Hauptversammlung beantworten zu lassen und die dabei erhaltenen Informationen an ihre Kunden weiterzuleiten. Es ist davon auszugehen, dass Investoren, die sich bei Ausübung der Stimmrechte ausschließlich auf die Empfehlungen von Stimmrechtsberatern verlassen und diese nicht lediglich als Informationsintermediäre nutzen, größtenteils ihre Rechte auf der Hauptversammlung ohnehin nicht aktiv wahrnehmen würden. Doch für Aktionäre, die zwar auf Grundlage einer Stimmempfehlung, aber dennoch eigenständig, eine Abstimmungsentscheidung treffen, profitieren von dem Kontakt der Stimmrechtsberater zur Verwaltung. Ihr Bedürfnis, aktiv in die Diskussion mit dem Vorstand einzutreten, wird dadurch gesenkt.

Eine Schwächung ihrer Funktion als Diskussionsforum hat die Hauptversammlung ohnehin durch die Entscheidung des Gesetzgebers erfahren, die Möglichkeit der Briefwahl gem. § 118 II AktG zu schaffen, wodurch die Aktionäre nicht mehr persönlich oder durch einen Vertreter physisch zu anwesend sein brauchen, um ihr Stimmrecht auszuüben[1594]. Hat ein

---

1591 *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 63; der Aufsichtsrat ist hingegen nicht auskunftspflichtig, auch wenn Anliegen der Aktionäre in seinen Zuständigkeitsbereich fallen, *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 131 AktG Rn. 7 m.w.N.; etwas anderes müsste aber konsequenterweise gelten, wenn man dem Aufsichtsrat eine Kompetenz zur Kommunikation zusprechen will, siehe dazu bereits unter § 4 E. III. 1. b) ee).

1592 *Mittermeier*, Empty Voting, S. 86.

1593 *Koch*, AG 2017, 129, 130: „Entwertung der Hauptversammlung"; aA *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 161, der davon ausgeht, dass die Hauptversammlung diese Funktion ohnehin nicht erfüllen kann; dem zustimmend *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 247f.

1594 Dazu bereist unter § 4 B. II. 1. f), 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Aktionär sich bereits vor der Hauptversammlung für ein Abstimmungsverhalten entschieden, sinkt auch sein Interesse, sich noch mit Ablauf und Inhalt der Hauptversammlung vertieft auseinanderzusetzen. Mit der Einführung der Briefwahl hat der Gesetzgeber bezweckt, auch Aktionäre zur Stimmausübung zu bewegen, die ansonsten nicht bereit wären, ihr Stimmrecht wahrzunehmen. Insofern sind auch die Auswirkungen der Einführung der Briefwahl auf die Diskussion in der Hauptversammlung begrenzt. Aktionäre, die ohnehin nicht der Hauptversammlung beigewohnt hätten, können ihr nicht als Initiatoren der Diskussion mit dem Vorstand verloren gehen. Eine bedeutende Auswirkung entfaltet die Briefwahl in dieser Hinsicht dennoch: Das Abstimmungsergebnis kann dadurch bereits feststehen, bevor die Hauptversammlung tagt. Der Druck auf die Verwaltung in den Diskussionen ist geringer, wenn der Ausgang der Abstimmungen ohnehin bereits feststeht. Und auch das Interesse des einzelnen Aktionärs an der Teilnahme an der Hauptversammlung und der Wahrnehmung seiner Mitgliedschaftsrechte wird sinken, wenn er entmutigt feststellen muss, dass das Hauptversammlungsergebnis (mit) durch den Einfluss der Stimmrechtsberater bereits im Vorfeld der Versammlung feststeht[1595]. Weiterhin hat die Hauptversammlung im Laufe der Zeit ihre Funktion als einziges Forum der Information an Bedeutung verloren. Wichtige Mitteilungen erfolgen heute von der Hauptversammlung gelöst aufgrund bilanz- und kapitalmarktrechtlicher Vorschriften und stehen damit nicht nur den Aktionären, sondern der gesamten Öffentlichkeit zur Verfügung.[1596]

Mithin ist die Bedeutung der Hauptversammlung in ihrer Funktion als Informations-, Diskussions- und Rechenschaftsforum insgesamt zurückgegangen. Stimmrechtsberater mögen hierzu beitragen, indem sie ihre Kunden mit zusätzlichen Informationen versorgen, die das Bedürfnis, Fragen auf der Hauptversammlung zu stellen, minieren können. Umgekehrt hat der Rückgang der Hauptversammlung als reine Präsenzveranstaltung wohl mehr den Bedeutungsaufstieg der Stimmrechtsberater begünstigt[1597]. Indem die wesentlichen Informationen bereits im Vorfeld der Hauptversammlung zur Verfügung stehen und die institutionellen Investoren ihr Stimmrecht problemlos per Briefwahl über Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft nach § 134 V S. 3 AktG ausüben können, ist die Grundlage für die Stimmrechtsberatung geschaffen, die ja vor der Hauptversammlung zu

1595 *Böckli*, SZW 2015, 209, 222.
1596 *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 5; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 67.
1597 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 127ff; dazu bereits unter § 4 B. II. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

erfolgen hat und deshalb bei stärkerer Konzentration auf die Hauptversammlung unattraktiver wäre.

3. Beeinträchtigung der Interessen von Kleinanlegern

§ 118 I AktG beinhaltet aber primär eine negative Eingrenzung der Einflussnahme der Aktionäre und soll den Einfluss der Aktionäre in formale, geordnete Bahnen lenken[1598]. Die Konzentration auf die Hauptversammlung soll zudem die informelle Gleichbehandlung aller interessierten Aktionäre sicherstellen[1599]. Kontakt außerhalb der Hauptversammlung birgt, wie gezeigt, das Risiko der informationellen Ungleichbehandlung in sich[1600]. Die Verlagerung der Diskussion und Rechenschaftslegung weg von der Hauptversammlung höhlt die Vorschriften des Aktiengesetzes aus[1601] und löst damit den Einfluss der Aktionäre aus jenen geordneten Bahnen, die der Gesetzgeber ursprünglich vorgesehen hatte. Dies führt zu den behandelten Spannungen zwischen den Organen der Aktiengesellschaft, deren Kompetenzen grundsätzlich klar voneinander abgegrenzt sind. Insbesondere werden die Interessen der Kleinanleger beeinträchtigt: Der Einfluss der Stimmrechtsberater außerhalb der Hauptversammlung führt dazu, dass der Hauptversammlung Beschlussvorschläge von Vorstand und Aufsichtsrat vorgelegt werden, in die die Interessen und Vorstellungen der Stimmrechtsberater und ihrer Kunden bereits Einfluss gefunden haben. Die Beschlussvorschläge der Verwaltung definieren grundsätzlich[1602] die Beschlussgegenstände, die den Aktionären zur Abstimmung vorgelegt werden und formulieren damit die Willensbildung der Hauptversammlung in gewisser Weise vor und geben ihr Richtung. Durch den Einfluss außerhalb der Hauptversammlung droht also, dass die Willensbildung durch Auslagerung der Stimmentscheidung nicht nur mit durch die Stimmrechtsberater als Gesellschaftsdritte erfolgt[1603], sondern auch die Willensbildung der sonstigen Aktionäre durch die an die Vorgaben der

---

1598 *Drinhausen*, in: Hölters, § 118 AktG Rn. 1; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299;
1599 *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 299.
1600 Siehe dazu bereits ausführlich unter § 4 E. I. 3.
1601 *Wettich*, AG 2017, 60, 65.
1602 Dies ist nicht der Fall, wenn ein Beschlussgegenstand von Aktionären auf die Tagesordnung gesetzt wird, § 122 II AktG (vgl. dazu bereits unter § 4 D. I. 1. a) bb) (2)), oder wenn Gegenanträge zu Tagesordnungspunkten eingebracht werden, §§ 126, 127 AktG (vgl. dazu bereits unter § 4 D. I. 1. a) aa) (2)).
1603 *Böckli*, SZW 2015, 209, 211f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Stimmrechtsberater angepassten Beschlussvorschläge der Verwaltung beeinflusst ist. Schwerer noch wiegt die Beeinträchtigung der Kleinanleger, wenn über Themen überhaupt nicht auf der Hauptversammlung beschlossen wird, weil der Vorstand sie nicht auf die Tagesordnung setzt, da er aufgrund vorheriger Abstimmung mit Paketaktionären und Stimmrechtsberatern eine Ablehnung eines Grundlagenbeschlusses befürchtet. Umso mehr sind die Belange der Kleinanleger betroffen, wenn sich die Einflussnahme entgegen § 119 II AktG auf Themen erstreckt, die nicht der inhaltlichen Zuständigkeit der Hauptversammlung zugewiesen sind. Durch die Missachtung der Begrenzung des Einflusses der Aktionäre durch Wahrnehmung ihrer Belange auf der Hauptversammlung nach § 118 I AktG besteht zudem generell die Gefahr, dass Entscheidungen des Vorstands, aber auch des Aufsichtsrats, nicht mehr unter ausschließlicher Beachtung des Gesellschaftsinteresses getroffen werden, sondern dass der privilegierte Zugang zur Verwaltung dazu führt, dass die Partikularinteressen der Stimmrechtsberater und ihrer Kunden bei der Entscheidungsfindung in den Vordergrund rücken.

IV. Gesamtbetrachtung der Konfliktlagen

Im dualistischen System der deutschen Aktiengesellschaft hat der Aktionär seine Rechte gem. § 118 I AktG ausdrücklich nur in der Hauptversammlung wahrzunehmen. Betrachtet man nun die Stimmrechtsberater nicht nur als Informationsintermediäre, sondern als aktive „Quasi-Aktionäre", in deren Händen sich die Stimmmacht rational apathischer Investoren bündelt, zeigt sich, dass der beträchtliche Einfluss der Stimmrechtsberater auch außerhalb der Hauptversammlung wirkt. Vorstand und Aufsichtsrat sehen sich dazu veranlasst, bereits im Vorfeld der Hauptversammlung die Stimmrichtlinien zu beachten und gegebenenfalls im informellen Gespräch mit den Stimmrechtsberatern Themen und Maßnahmen im Rahmen einzelner Beschlussgegenstände zu erörtern. Einfluss und Austausch außerhalb der Hauptversammlung führen jedoch zu den dargestellten Spannungen und Konflikten mit den Vorgaben der dualistischen Unternehmensverfassung zur Stellung und klaren Funktionentrennung der Organe. Den Konflikten ist gemein, dass sie nicht aufgrund einer rechtlichen Beeinträchtigung der Kompetenzen der Organe entstehen, denn den Stimmrechtsberatern stehen keine formellen Einflussmittel zur Hand, die über die (mittelbare) Ausübung der Stimmrechte ihrer Kunden hinausgehen. Die Stellung der Organe der Aktiengesellschaft ist mithin zwar recht-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lich nicht beeinträchtigt, der Einfluss außerhalb der Hauptversammlung konfligiert jedoch mit ihren funktionellen Aufgaben. Besonders zeigt sich dies im Hinblick auf unternehmerische Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat über die Gestaltung bzw. die Stellung von Beschlussanträgen. Die Beeinflussung dieser Entscheidungen durch Stimmrechtsberater unterminiert autonome Entscheidungen der Verwaltungsorgane, die ausschließlich am Gesellschaftsinteresse zu orientieren sind. Unweigerlich muss der Einfluss dazu führen, dass die Interessen der Stimmrechtsberater und ihrer Kunden als Partikularinteressen an Gewicht gewinnen. Bedenklich ist weiterhin die informationelle Privilegierung der Stimmrechtsberater und ihrer Kunden, zu der es bei informellen Treffen im Vorfeld der Hauptversammlung kommen wird. Äußerst problematisch wird es, wenn sich der Einfluss der Stimmrechtsberater auf Angelegenheiten ausweitet, die nicht der Zuständigkeit der Hauptversammlung unterfallen, also zuvörderst einzelne, bedeutende Maßnahmen der Geschäftsführung. Durch ihre Corporate Governance Vorgaben stehen die Stimmrechtsberater überdies in gewisser Konkurrenz zum Aufsichtsrat als Überwacher des Vorstands, die sich unter Umständen auf die Bedeutung des Aufsichtsrats als Gesprächspartner des Vorstands auswirken kann. Die beratende Funktion des Aufsichtsrats im Rahmen der Überwachung wird zudem geschwächt, wenn man einen eigenständigen Dialog des Aufsichtsrats zulässt, der die Vertraulichkeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat unterläuft. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der faktische Einfluss der Stimmrechtsberater zu Konflikten mit der funktionellen Aufgabentrennung in der dualistischen Unternehmensverfassung führen kann. Dies geht zu Lasten der Interessen von Kleinanlegern und Stakeholdern, deren Interessen gerade durch die Beschränkung des Einflusses von Partikularinteressen abgesichert werden sollen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 5 Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie 2017 – ARL II

In der Aktionärsrechterichtlinie 2017 (ARL II) werden die Stimmrechtsberater erstmals gezielt reguliert[1604]. Im Vordergrund der Regulierung stehen dabei Transparenz und Offenlegung. Um die Effektivität der Vorgaben der ARL II einordnen zu können, sollen zunächst ihre Entstehungsgeschichte (dazu unter A.) sowie ihre Ziele und Inhalte skizziert werden (B.). Sodann sind die inhaltlichen Vorgaben an die Regulierung der Stimmrechtsberater zu untersuchen (C.). Zu ihrer Bewertung sollen anhand der einzelnen, im Kapitel § 2 dargestellten Kritikpunkte an der Stimmrechtsberatung nachvollzogen werden, ob die ARL II besagte Kritikpunkte adressiert und aufzulösen vermag (D.) Auf dieser Grundlage wird sodann in Kapitel § 6 zum vom Bundestag beschlossenen Gesetz zur Umsetzung der ARL II Stellung zu nehmen sein.

A. Entwicklungsgeschichte

Im Rahmen des Grünbuchs 2010 befasste sich die Europäische Kommission im Nachlauf der Finanzkrise von 2008 mit der Rolle der Aktionäre von Finanzinstituten bei der Corporate Governance[1605]. Bei dieser Analyse stellte die Kommission fest, dass viele Anleger bereit waren hohe Risiken im Hinblick auf erwartete Gewinne einzugehen und damit Spekulationen am Finanzmarkt maßgeblich mit unterstützten. Daraus schloss die Union auch, dass viele Anleger nur ein kurzfristiges Denken am Kapitalmarkt an den Tag legen und mitunter deshalb die Kontrolle der Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, vernachlässigen.[1606]

Aus diesen Erkenntnissen zum Verhalten von Aktionären von Finanzinstituten hat die Kommission im Grünbuch 2011 den Schluss gezogen, dass

---

1604 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.EU L 132/1 v. 20.05.2017.

1605 *Europäische Kommission*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endgültig.

1606 *Europäische Kommission*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endgültig, S. 8f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ähnliche Motivationen das Handeln der Aktionäre von börsennotierten Gesellschaften, die sich im Streubesitz befinden, bestimmt haben[1607]. Sie erkannte ein auf kurzfristigen Gewinn ausgerichtetes Anlagedenken und ein mangelndes Engagement der Aktionäre in den Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind. Da die Kommission davon ausgeht, dass aktives Engagement von Aktionären zu einer langfristigen Wertsteigerung führt, hat sie sich dessen Förderung zum Ziel gesetzt. Unter Engagement von Aktionären versteht die Kommission dabei unter anderem die aktive Überwachung des Unternehmens, den Austausch mit dem Management und die Ausübung der Aktionärsrechte, insbesondere des Stimmrechts, mit dem Ziel der Verbesserung der Corporate Governance.[1608] In diesem Zuge widmete sie sich 2011 auch erstmals der Regulierung der Stimmrechtsberater[1609]. Parallel hierzu setzte sich auch die *ESMA* mit der Branche der Stimmrechtsberater auseinander: 2012 erschien ihr Discussion Paper[1610], 2013 dann der Final Report[1611], der den Anstoß zu den 2014 veröffentlichten Best Practice Principles[1612] gab[1613].

2012 stellte die Kommission im „Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance" ihre Pläne zur Reformierung des Gesellschaftsrechts in den nächsten Jahren vor[1614]. Ziel der Maßnahmen ist es, das europäische Gesellschaftsrecht und den Corporate Governance Rahmen zu modernisieren und effizienter zu machen. Die Kommission will zur Umsetzung dieses Ziels hauptsächlich in drei Bereichen aktiv werden: Verbesserung der Transparenz, Einbeziehung der Aktionäre und Förderung grenzüberschreitender Geschäfte zwischen europäischen Unterneh-

---

1607 *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 12f.

1608 Vgl. dazu *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 13f.

1609 *Europäische Kommission*, Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen, S. 17; vgl. die Stellungnahmen hierzu von *Bachmann*, WM 2011, 1301; *Deutscher Anwaltverein*, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, S. 12f; *Peltzer*, NZG 2011, 961, 966.

1610 *ESMA*, Discussion Paper.

1611 *ESMA*, Final Report.

1612 *The Best Practice Principles Group*, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis.

1613 Zur Entstehung der Best Practice Principles siehe bereits unter § 3 A. I.

1614 *Europäische Kommission*, Aktionsplan, COM(2012) 740 final; dazu *Verse*, EuZW 2013, 336, 342f; *Hupka*, GWR 2013, 59ff; *Bremer*, NZG 2013, 20f; ausführlich *Hopt*, ZGR 2013, 165ff; *Hopt*, N.Y.U. J.L. & Bus. 139 12 (2015), 139, 142ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

men[1615]. Der Aktionsplan sah ebenso wie ein Jahr zuvor das Grünbuch die Regulierung der Stimmrechtsberater vor[1616].

Diesen Erkenntnissen kam die Kommission sodann 2014 nach, als der Entwurf zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie veröffentlicht wurde[1617]. Hierin war *Art. 3i – Transparenz bei Beratern für die Stimmrechtsvertretung* der Regulierung der Stimmrechtsberater gewidmet[1618]. Ende 2016 konnten sich der Rat, das Europäische Parlament und die Europäische Kommission im Trilogverfahren schließlich auf einen Kompromissentwurf einigen[1619]. Im Mai 2017 wurde letztlich die ARL II veröffentlicht, welche Gegenstand dieser Untersuchung ist.

B. Ziel und Inhalt der Aktionärsrechterichtlinie II

I. Allgemeines Ziel und Inhalt der ARL II

Mit der ARL II verfolgt die Union das Ziel, die Transparenz zwischen Gesellschaften und Anlegern, sowie die langfriste Mitwirkung von Aktionären zu fördern[1620]. Hiermit soll Problemen begegnet werden, die sich im Rahmen der Finanzkrise offenbart haben: Viele Anleger haben die übermäßige, kurzfristige Risikobereitschaft von Managern unterstützt. Zudem

---

1615 *Europäische Kommission*, Aktionsplan, COM(2012) 740 final, S. 4f.

1616 *Europäische Kommission*, Aktionsplan, COM(2012) 740 final, S. 11f.

1617 *Europäische Kommission*, 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/EG in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung der Unternehmensführung, COM(2014) 213 final.

1618 *Europäische Kommission*, 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/EG in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung der Unternehmensführung, COM(2014) 213 final, S. 25; vgl. die Stellungnahmen dazu *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2015, 54, 58; *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 688ff; *Seibt*, DB 2014, 1910, 1915f; *Wettich*, AG 2014, 534, 537; ausführlich *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 76ff; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 280ff; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 334ff.

1619 Beck-Aktuell, Entwicklungsgeschichte der Aktionärsrechterichtlinie 2017, abrufbar unter: <rsw.beck.de/aktuell/gesetzgebung/gesetzgebungsvorhaben-entwicklungsgeschichte/aktionaersrichtlinie> (Stand: 20.07.2019).

1620 Vgl. Erwägungsgrund 3 der ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hat die Union festgestellt, dass viele institutionelle Anleger und Vermögensverwalter bei ihren Engagements zu sehr auf kurzfristige Gewinne abzielen, sich unzureichend in die Gesellschaften einbringen und deren Überwachung vernachlässigen[1621]. Dies könne zu einer unzureichenden Corporate Governance und Wertentwicklung führen[1622]. Die Union erkennt in der wirksamen und nachhaltigen Mitwirkung der Aktionäre einen Eckpfeiler der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften: Eine stärkere Einbindung der Aktionäre diene dem System der gegenseitigen Kontrolle der Organe und Interessenträger der Gesellschaft und könne dazu beitragen die finanzielle und nicht-finanzielle Leistung eines Unternehmens zu verbessern[1623]. Auf Grundlage dieser Erkenntnisse leitet die Union mithilfe der Richtlinie verschiedene, im Folgenden kurz zu skizzierenden Maßnahmen ein:

1. Identifizierung der Aktionäre

Die Anteile einer Aktiengesellschaft werden oftmals über Ketten von Intermediären gehalten, die die Ausübung von Aktionärsrechten und die Mitwirkung der Aktionäre erschweren können[1624]. In dieser Kette gehen oftmals Informationen verloren: Die Veröffentlichungen der Gesellschaft erreichen die Aktionäre nicht und die Stimmabgabe der Aktionäre wird der Gesellschaft nicht ordnungsgemäß mitgeteilt[1625]. Um eine direkte Kommunikation zwischen Emittenten und Aktionären zu ermöglichen, soll die Gesellschaft ihre Aktionäre identifizieren können[1626].

Zur Verbesserung der Identifizierung der Aktionäre wurde das „Kapitel Ia – Identifizierung der Aktionäre, Übermittlung von Informationen und Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten“ in die ARL II eingefügt. Gem. Art. 3a ARL II haben die Mitgliedsstaaten sicherzustellen, dass Gesellschaften das Recht haben, ihre Aktionäre zu identifizieren[1627]. Hierzu sind Finanzintermediäre dazu verpflichtet der Gesellschaft auf Verlangen die zur Identifikation erforderlichen Informationen über den Aktionär

1621 Vgl. Erwägungsgrund 2 der ARL II.
1622 Ebda.
1623 Vgl. Erwägungsgrund 13 der ARL II.
1624 Vgl. Erwägungsgrund 4 der ARL II.
1625 Vgl. Erwägungsgrund 8 der ARL II.
1626 Vgl. Erwägungsgrund 4 der ARL II.
1627 Zur Identifizierung der Aktionäre *Eggers/de Raet*, AG 2017, 464ff; *Noack*, NZG 2017, 561ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zukommen zu lassen. Hinsichtlich der deutschen Inhaberaktie bestand bisher nur die Meldepflicht ab einer 3 %-Beteiligung, § 33 I WpHG; hier wird es also zu einer Deanonymisierung des Aktionärs kommen. Den Mitgliedsstaaten steht jedoch die Möglichkeit offen, die Identifizierung auf solche Aktionäre zu beschränken, die eine Prozentsatz von 0,5 % der Anteile an der Gesellschaft halten, mithin maximal 200 Aktionäre, vgl. Art. 3a I S. 2, 3 ARL II. Zu Recht wird die Frage aufgeworfen, wie ein Finanzintermediär die Gesamtbeteiligung eines Aktionärs an der Gesellschaft feststellen soll, da er nur Einsicht in das bei ihm gehaltene Depot hat[1628].

Weiterhin soll Art. 3b ARL II die Übermittlung von Informationen an den Aktionär verbessern und mit Art. 3c ARL II sichergestellt werden, dass die Ausübung der Aktionärsrechte erleichtert wird. So sieht etwa Art. 3d II ARL II vor, dass bei elektronischer Stimmabgabe eine elektronische Bestätigung des Stimmeingangs übermittelt wird.

2. Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern

Da institutionelle Anleger und Vermögensverwalter oftmals bedeutende Aktionäre sind, spielen sie eine wichtige Rolle in der Corporate Governance und für den langfristigen Unternehmenserfolg[1629]. Mängel hat die Union bei deren Transparenz bezüglich der Anlagestrategie und der Mitwirkungspolitik ausgemacht. Die Offenlegung diesbezüglicher Informationen soll die Endanleger sensibilisieren und sie in die Lage versetzen, eine für sie optimale Anlageentscheidung zu treffen[1630]. Überdies sollen die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter dazu bewegt werden, vermehrt einen mittel- bis langfristigen Ansatz bei der Vermögenverwaltung zu verfolgen[1631]. Deshalb verpflichten die Art. 3g und Art. 3h ARL II sie dazu, eine Mitwirkungspolitik und Anlagestrategie zu erarbeiten und zu veröffentlichen[1632]. Unterstützt wird dies durch Transparenz-

1628 *Noack*, Know your shareholder vs. Société Anonyme - Unternehmensrechtliche Notizen; *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht, S. 309ff; zum Referentenentwurf *Foerster*, AG 2019, 17ff.

1629 Vgl. Erwägungsgrund 15 der ARL II.

1630 Vgl. Erwägungsgrund 16 der ARL II.

1631 Vgl. Erwägungsgrund 19 der ARL II.

1632 Vgl. hierzu *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht, S. 311f; zum Zeitpunkt des ursprünglichen Kommissionsvorschlags *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1123; *Zetzsche*, in: FS Baums, S. 1505ff; zum Verhältnis von Investoren und

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

vorschriften für Vermögensverwalter in Art. 3i ARL II. Auf die Transparenzvorschriften betreffend die Stimmrechtsberater ist sogleich gesondert einzugehen[1633].

3. Überwachung der Vergütungspolitik durch die Aktionäre (Say-On-Pay)

Ziel der Kommission ist weiterhin, den Aktionären Einfluss auf die Vergütungspolitik zu verschaffen[1634]. Der ursprüngliche Vorschlag der Kommission für die Aktionärsrechterichtlinie sah einen bindenden Beschluss der Hauptversammlung über die Vergütung der Verwaltung vor[1635] und begegnete zurecht erheblicher Kritik aufgrund der erheblichen Kompetenzverschiebung vom Aufsichtsrat hin zur Hauptversammlung[1636]. Mit Art. 9a ARL II (Recht auf Abstimmung über die Vergütungspolitik) legt die Kommission nunmehr zwar fest, dass die Gesellschaft eine Vergütungspolitik in Bezug auf die Mitglieder der Unternehmensleitung zu erarbeiten und sie den Aktionären zur Abstimmung vorzulegen hat[1637]. Ob der Beschluss der Hauptversammlung bindend ist oder ihm nur empfehlender Charakter zukommt, können aber die Mitgliedsstaaten entscheiden. Entscheiden sie sich für ein nicht bindendes Votum, so kann die Vergütung der Unternehmensleitung dennoch nur solange auf einer Vergütungspolitik erfolgen, solange diese nicht von der Hauptversammlung abgelehnt worden ist, Art. 9a III ARL II. Weiterhin haben die Gesellschaften nach Art. 9b ARL II jährlich einen Vergütungsbericht zu erstellen, der einen umfassenden Überblick über die Vergütung der Unternehmensleitung, unter anderem unter Nennung der Gesamtvergütung, zu geben hat. Nach Art. 9a IV ARL II steht den Aktionären überdies das Recht zu, über diesen Vergü-

---

Vermögensverwaltern zueinander *Hirt*, ZGR 2012, 280ff; zur damit verbundenen indirekten Regulierung der Stimmrechtsberater unter § 5 C. V. 2. und 3.

1633 Siehe dazu unter § 5 C. IV. 3.

1634 Erwägungsgrund 29 der ARL II.

1635 Vgl. Art. 9a des Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 200/36/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, COM (2014) 213 final vom 09.04.2014.

1636 *Gaul*, AG 2017, 178, 181; *Wettich*, AG 2014, 534, 541; *Seibt*, DB 2014, 1910, 1912, 1919; *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2015, 54, 59; *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1284.

1637 Zu den Say-On-Pay Vorgaben *Gaul*, AG 2017, 178, 180ff; *Leuering*, NZG 2017, 646ff; *Heldt*, AG 2018, 905ff; *Habersack*, NZG 2018, 127, 131f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tungsbericht mit empfehlendem Charakter abzustimmen. Die Gesellschaft hat dann im nachfolgenden Vergütungsbericht darzulegen, wie der Empfehlung der Hauptversammlung Rechnung getragen worden ist.

4. Kontrolle von Transaktionen mit nahestehenden Parteien (Related-Party-Transactions)

Weiterhin verfolgt die Kommission den Schutz der Gesellschafts- und (Minderheits-)Aktionärsinteressen, indem vermieden werden soll, dass nahestehende Unternehmen und Personen ihre Position ausnutzen[1638]. Dazu sieht Art. 9c ARL II vor, dass wesentliche Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen von der Hauptversammlung oder dem Aufsichtsrat genehmigt werden müssen (sog. Related-Party-Transactions)[1639], wobei den Mitgliedsstaaten überlassen bleibt, ob sie der Hauptversammlung ein Beschlussrecht zugestehen, Art. 9c IV Unterabs. II ARL II. Für Geschäfte, die im ordentlichen Geschäftsgang und zu marktüblichen Bedingungen getätigt werden, soll der Aufsichtsrat ein internes Verfahren zur Kontrolle der Einhaltung dieser Kriterien einführen, Art. 9c V ARL II. Wann eine wesentliche Transaktion vorliegt, kann vom einzelnen Mitgliedsstaat festgelegt werden, wobei sie den Einfluss, den die Information über ein Geschäft auf wirtschaftliche Entscheidungen der Aktionäre und das Risiko, das für die Gesellschaft und ihre Aktionäre mit dem Geschäft verbunden ist, zu berücksichtigen haben, Art. 9c I ARL II. Wesentliche Geschäfte der Gesellschaft mit nahestehenden Unternehmen sind öffentlich bekannt zu geben, Art. 9c VII AktG.

II. Ziel der Regulierung der Stimmrechtsberater

Die Union legt der Regulierung der Stimmrechtsberater die Erkenntnis zugrunde, dass viele institutionelle Anleger und Vermögensverwalter die Dienste von Stimmrechtsberatern nutzen, die für ihre Kunden recherchieren, diese beraten und ihnen schließlich empfehlen, wie sie auf Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften abstimmen sollen. Dabei wird

---

1638 Erwägungsgrund 42 der ARL II.

1639 Zu den Related-Party-Transactions *Veil*, NZG 2017, 521ff; *Seidel*, AG 2018, 423ff; *Spindler/Seidel*, AG 2017, 169ff; *Pälicke*, AG 2018, 514ff; *Heldt*, AG 2018, 905, 913ff; *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht, S. 295ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

einerseits die wichtige Rolle der Stimmrechtberater für die Corporate Governance anerkannt, da sie in der Lage sind, die Kosten für die Analyse von Unternehmensinformationen zu senken. Andererseits sieht die Union auch, dass die Stimmrechtsberater durch ihre Rolle das Stimmverhalten der Anleger in erheblichem Maße beeinflussen. Insbesondere bei Anlegern mit diversifizierten Portfolios und ausländischen Anlegern wird vom Richtliniengeber registriert, dass sie verstärkt auf die Stimmempfehlungen der Berater vertrauen[1640]. Es wird deutlich, dass die Union die Dienste der Stimmrechtsberater grundsätzlich begrüßt, da sie helfen können, die Kosten für eine informierte Wahrnehmung der Aktionärsrechte zu senken. Zugleich lässt sich hieraus schließen, dass sich die Union dem Problem des blinden Vertrauens durchaus bewusst ist.

Sodann wird dargestellt, wie der Bedeutung der Stimmrechtsberater begegnet werden soll: Die Union setzt auf Transparenz; die von den Stimmrechtsberatern offenzulegenden Informationen sollen mindestens drei Jahre abrufbar sein und damit den Anlegern bei der Auswahl der Dienste eines Stimmrechtsberaters unter Berücksichtigung dessen Leistung aus der Vergangenheit dienen. Hierfür ist eine Berichtspflicht über die Einhaltung eines Verhaltenskodex vorgesehen. Darüber hinaus sollen die Mitgliedsstaaten sicherstellen, dass bestimmte wichtige Informationen bezüglich der Vorbereitung der Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen, sowie potenzielle oder tatsächliche Interessenkonflikte, die diese beeinflussen könnten, von den Stimmrechtsberatern offenzulegen sind[1641]. Mithin verfolgt die Union den Ansatz, der Kritik an Stimmrechtsberatern durch Transparenz und Offenlegung zu begegnen. Verfolgtes Ziel dieser Maßnahmen ist, dass die Anleger sich aufgrund der offengelegten Informationen für den leistungsstärksten Stimmrechtsberater entscheiden. Folglich setzt die Union auf Wettbewerb zwischen den Beratern zur Verbesserung der Dienstleistungsqualität einerseits und den Druck des Marktes andererseits einen Stimmrechtsberater zu konsultieren, der sich bei seiner Geschäftstätigkeit möglichst wenig Kritik ausgesetzt sieht. Neben den verpflichtenden Offenlegungen über die Vorbereitung von Recherche, Beratung sowie Stimmempfehlung und potenzielle oder tatsächlich bestehende Interessenkonflikte optiert die Union für die flexible Variante eines Verhaltenskodex.

1640 Vgl. zu den Erkenntnissen der Union bezüglich der Stimmrechtsberater Erwägungsgrund 25 der ARL II.

1641 Vgl. hierzu Erwägungsgrund 26 der ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Zudem erfasst der Richtliniengeber die Problematik, dass auch Stimmrechtsberater aus Drittländern, die weder ihren Sitz noch ihre Hauptverwaltung in der Union haben, Analysen und Stimmempfehlungen zu Gesellschaften in einem Mitgliedsstaat anbieten können. Deshalb sollen die Vorschriften der ARL II auch für Stimmrechtsberater aus Drittländern gelten, die über eine Niederlassung in der Union ihre Tätigkeit ausüben und dies unabhängig von der Rechtsform des Beraters. Als Motivation hierfür wird die Wahrung gleicher Wettbewerbsbedingungen genannt[1642]. Damit wird der Internationalität der Tätigkeit der Stimmrechtsberater Rechnung getragen. Es wird der Versuch unternommen, den regionalen Anwendungsbereich der Richtlinie maximal auszuweiten. Die Union hat erkannt, dass eine Regulierung, die die marktbeherrschende Stellung der beiden US-amerikanischen Stimmrechtsberater *ISS* und *Glass Lewis* ignoriert, lediglich Wettbewerbsnachteile für deren europäische Konkurrenten zur Folge hat.

Letztlich ist das Ausmaß der Transparenz jedoch begrenzt. Es soll den Stimmrechtsberatern nicht vorgeschrieben werden, bestimmte einzelne Informationen öffentlich zu machen, deren Offenlegung ihre Geschäftsposition schwer beschädigen würde[1643].

C. *Inhaltliche Anforderungen an die Regulierung von Stimmrechtsberatern*

Im Folgenden soll der Inhalt der Vorschriften der ARL II, die die Regulierung der Stimmrechtsberater betreffen, dargestellt werden. Die Union liefert eine Definition des Stimmrechtsberaters (dazu unter I.) und regelt die Reichweite des Anwendungsbereichs der Richtlinie (II.). Festgelegt wird weiterhin, welcher Mitgliedsstaat für Stimmrechtsberater zuständig ist, also wessen nationales Umsetzungsgesetz anzuwendendes Recht für den einzelnen Stimmrechtsberater ist (III.). Schließlich formuliert die ARL II Maßnahmen zur direkten Regulierung der Tätigkeit der Stimmrechtsberater (IV.). Diese werden flankiert von einer indirekten Regulierung durch Einbindung institutioneller Investoren und Vermögensverwalter, die Stimmrechtsberater beauftragen (IV.). Bei der ARL II handelt es sich zwar

1642 Vgl. hierzu Erwägungsgrund 27 der ARL II.
1643 Vgl. Erwägungsgrund 45 der ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

um eine Änderung der Aktionärsrechterichtlinie I[1644], da aber alle Vorschriften zu Stimmrechtsberatern erstmalig eingeführt werden, wurden diesbezüglich keine Veränderungen des Wortlauts der bestehenden Richtlinie vorgenommen. Auf Zusammenhänge zur ARL I ist deshalb nicht einzugehen.

I. Definition des Stimmrechtsberaters

In Art. 2 g) ARL II wird der Stimmrechtsberater definiert: Allgemein fallen darunter juristische Personen, die Offenlegungen und andere Informationen börsennotierter Gesellschaften analysieren. Diese sehr weite Tätigkeit schränkt die Richtlinie in mehreren Hinsichten ein. Erstens hat die Analyse zweckgebunden, nämlich um Anleger für ihre Abstimmungsempfehlung zu informieren, zu erfolgen. Zweitens wird vorgegeben, welche Arten von Informierung unter die Stimmrechtsberatung fallen: Recherche, Beratungen oder Stimmempfehlung in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten. Drittens hat die Tätigkeit gewerbsmäßig und entgeltlich zu erfolgen.

II. Anwendungsbereich der Richtlinie

Gemäß dem neuen Art. 1 Abs. VI c) gilt das neu eingeführte Kapitel Ib[1645] für Stimmrechtsberater, die gegenüber bestimmten Aktionären Dienstleistungen im Zusammenhang mit Aktien erbringen. Unter das Kapitel Ib der ARL II fallen sie, wenn sie für Aktionäre tätig werden, die an Gesellschaften beteiligt sind, die ihren Sitz in einem Mitgliedsstaat der Union haben. Zudem müssen die Aktien dieser Gesellschaft zum Handel an einem in einem Mitgliedsstaat gelegenen oder dort betriebenen geregelten Markt zugelassen sein.

1644 Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. L 184/17 vom 14.07.2007.

1645 Kapitel Ib der ARL II trägt die Überschrift Transparenz bei institutionellen Anlegern, bei Vermögensverwaltern und bei Stimmrechtsberatern und enthält die relevanten, sogleich zu behandelnden Art. 3g, 3j und 3k ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Zuständigkeit der Mitgliedsstaaten

Für die Zwecke der Anwendung des neuen Kapitels Ib wird die Zuständigkeit eines Mitgliedsstaats wie folgt in Art. 1 Abs. II b) ARL II festgelegt: Zuständig für Stimmrechtsberater ist der Mitgliedsstaat, in dem der Berater seinen Sitz hat. Sollte der Stimmrechtsberater in keinem Mitgliedsstaat seinen Sitz haben, so richtet sich die Zuständigkeit nach dessen Hauptverwaltung. Liegen sowohl Sitz als auch Hauptverwaltung des Stimmrechtsberaters außerhalb der Union, so richtet sich die Zuständigkeit nach der Niederlassung.

In Art. 3j Abs. IV ARL II sieht sich der Richtliniengeber offensichtlich noch einmal aufgefordert, den Anwendungsbereich und auch die Zuständigkeit wiederholend zu bekräftigen: Der Art. 3j ARL über die Transparenz der Stimmrechtsberater gilt auch für Stimmrechtsberater, die weder ihren Sitz noch ihre Hauptverwaltung in der Union haben, aber, und somit auch im Einklang mit Art. 1 Abs. II b) ARL II, ihre Tätigkeit über eine Niederlassung in einem Mitgliedsstaat ausüben.

Folglich unterfallen Stimmrechtsberater, die weder ihren Satzungs- noch ihren Verwaltungssitz in der Union haben und keine Niederlassung im Unionsgebiet betreiben nicht den Vorgaben der ARL II.

Der Begriff der Niederlassung wird weder in der ARL I, noch in der ARL II definiert. Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes ist unter einer Niederlassung eine feste Einrichtung zu verstehen, die der tatsächlichen Ausübung einer selbstständigen wirtschaftlichen Tätigkeit zur Teilnahme am Wirtschaftsleben in einem Mitgliedsstaat auf unbestimmte Zeit zu dienen bestimmt ist[1646]. Der Begriff der Niederlassung ist dabei weit zu verstehen[1647]. Für eine feste Einrichtung kann bereits ein einfaches Büro genügen[1648]. Dauerhaftigkeit ist in Abgrenzung zur einzelnen nicht unbedingt nur kurzfristigen Tätigkeit zu bejahen, wenn etwa eine Präsenz im Sinne einer Zweigniederlassung oder Agentur, durch Errich-

1646 EuGH C-221/89, Slg. 1991, I-3905 Rn. 20 – Factortame II; C-55/94, Slg. 1995, I-4165 Rn. 2 – Gebhard; C-196/04, Slg. 2006, I-7995 Rn. 53, 54 – Cadbury Schweppes; C-438/05, Slg. 2007, I-10 779 Rn. 70 – (Viking); *Forsthoff,* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 49 AEUV Rn. 16; *Ludwigs,* in: Dauses/Ludwigs, E. I. Rn. 57; *Müller-Graf,* in: Streinz, Art. 49 AEUV Rn. 11.

1647 *Forsthoff,* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 49 AEUV Rn. 16 m.w.N.

1648 *Müller-Graf,* in: Streinz, Art. 49 AEUV Rn. 18.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tung einer Tochtergesellschaft oder auch nur durch Aufnahme einer Tätigkeit für unbestimmte Zeit geschaffen wird[1649].

ISS unterhält im Unionsgebiet Standorte in Paris, Stockholm, (noch) London, Brüssel, Berlin und München[1650]. Es ist davon auszugehen, dass an diesen Standorten Büros eingerichtet sind, von denen aus zum einen Hauptversammlungsagenden der europäischen Börsengesellschaften analysiert und Stimmempfehlungen formuliert werden und zum anderen Kontakt zu europäischen Investoren gehalten wird. *Glass Lewis* unterhält Standorte in Irland, im Vereinigten Königreich und mit der Tochtergesellschaft *IVOX Glass Lewis GmbH* auch in Deutschland[1651]. Für sie muss das zu den Büros von *ISS* Gesagte ebenfalls gelten: Die beiden großen Stimmrechtsberater unterhalten im Unionsgebiet feste Einrichtungen, die dazu bestimmt sind, auf unbestimmte Zeit eine wirtschaftliche Tätigkeit im Unionsgebiet auszuüben. Sowohl *ISS* als auch *Glass Lewis* unterfallen damit dem Anwendungsbereich der ARL II, wobei sie jeweils der Zuständigkeit des Mitgliedsstaats unterfallen, in dem sie eine Niederlassung betreiben.

IV. Direkte Regulierung

1. Art. 3j Abs. I ARL II: Anwendung eines Verhaltenskodex

Gemäß Art. 3j I ARL II haben die Mitgliedsstaaten sicherzustellen, dass die Stimmrechtsberater öffentlich Bezug auf einen Verhaltenskodex nehmen. Zwar ist dieser Verhaltenskodex nicht spezifiziert, dennoch hat die Union im Gesetzgebungsverfahren die BPP im Sinn[1652].

Die ARL II schreibt in Art. 3j I lediglich vor, dass über die Anwendung dieses unspezifizierten Verhaltenskodex Bericht zu erstatten ist. Sollte ein Stimmrechtsberater von einer Empfehlung des angewandten Verhaltenskodex abweichen, so hat er darauf hinzuweisen, von welchen Teilen des Kodex er abweicht und die Gründe hierfür zu erläutern. Sollten Alternativmaßnahmen zu den Empfehlungen getroffen worden sein, ist dies ebenfalls zu erläutern. Letztlich wird den Stimmrechtsberatern jedoch auch die

---

1649 *Müller-Graf,* in: Streinz, Art. 49 AEUV Rn. 17; *Forsthoff,* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 49 AEUV Rn. 31ff.

1650 <www.issgovernance.com/contact/contact-us/> (Stand: 16.11.2019).

1651 <www.glasslewis.com/contact-us/> (Stand: 16.11.2019).

1652 Siehe dazu bereits unter § 3 A. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Möglichkeit eingeräumt, sich gegen die Anwendung irgendeines Verhaltenskodex zu entscheiden. In diesem Falle haben sie eine unmissverständliche und begründete Erklärung abzugeben, warum dies der Fall ist. Die nach diesem Absatz zu veröffentlichenden Informationen sind auf den Websites der Stimmrechtsberater kostenlos zugänglich zu machen und jährlich zu aktualisieren.

2. Art. 3j Abs. II ARL II: Transparenz hinsichtlich der Arbeitsweise

Nach Art. 3j Abs. II ARL II haben die Mitgliedsstaaten zudem sicherzustellen, dass die Stimmrechtsberater jährlich zumindest einige Informationen im Zusammenhang mit der Vorbereitung ihrer Recherchen, Beratung und Stimmempfehlungen offenlegen. Dies soll der angemessenen Information der Kunden über die Richtigkeit und Zuverlässigkeit der Stimmrechtsberater dienen. Öffentlich bekannt zu machen sind gem. Art. 3j Abs. II ARL II:

a) Die wesentlichen Merkmale der von ihnen verwendeten Methoden und Modelle
b) Die Hauptinformationsquellen
c) Die von den Beratern eingerichteten Verfahren zur Qualitätssicherung. Offenzulegen ist, wie das Niveau der Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen sichergestellt wird. Gleiches gilt für die Qualifikation der jeweils beteiligten Mitarbeiter.
d) Ob und wie unternehmensspezifische und nationale Besonderheiten bei der Dienstleistung berücksichtigt worden sind; im Einzelnen, ob und wie nationale Marktbedingungen, rechtliche, regulatorische und unternehmensbezogenen Bedingungen Rechnung getragen wird.
e) Die wesentlichen Merkmale der verfolgten Stimmrechtspolitik für die einzelnen Märkte
f) Ob ein Dialog mit Emittenten und deren Interessenträgern unterhalten wird; und falls ja, welchen Ausmaßes und welcher Art dieser Dialog ist.
g) Vorgehensweise hinsichtlich der Vermeidung und Behandlung potenzieller Interessenkonflikte

Die offenzulegenden Informationen sind, wie bereits in Art. 3j Abs. I ARL II vorgesehen, kostenlos auf der Website der Stimmrechtsberater zur Verfügung zu stellen und zudem für mindestens drei Jahre nach Veröffentlichung zugänglich zu halten. Eine Verknüpfung zum Absatz I des Art. 3j ARL II findet statt, indem festgelegt wird, dass eine gesonderte Offenlegung nach Absatz II unterbleiben kann, wenn die Informationen schon im

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Rahmen der insoweit freiwilligen Offenlegung nach Absatz I zur Verfügung gestellt werden.

3. Art. 3j Abs. III ARL II: Umgang mit Interessenkonflikten

Art. 3j Abs. III ARL II widmet sich dem Umgang der Stimmrechtsberater mit Interessenkonflikten. Hier haben die Mitgliedsstaaten in einem ersten Schritt sicherzustellen, dass tatsächliche oder potenzielle Interessenkonflikte oder Geschäftsbeziehungen, die die Vorbereitung der Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen beeinflussen könnten, identifiziert werden. Weiterhin haben sie dafür zu sorgen, dass die Stimmrechtsberater ihre Kunden über die potenziellen oder tatsächlichen Interessenkonflikte unverzüglich informieren. Gleichfalls sind die Kunden postwendend über die zur Ausräumung, Milderung oder Behandlung dieser Interessenkonflikte unternommenen Schritte in Kenntnis zu setzen.

4. Art. 3k Abs. II ARL II: Überprüfung der Durchführung von Art. 3 j ARL II

Art. 3k Abs. II ARL II sieht eine Überprüfung der Durchführung von Art. 3 j ARL II durch einen Bericht von Kommission und *ESMA* an das Europäische Parlament und den Rat vor. Der Bericht soll sich mit der Frage auseinandersetzen, ob der Anwendungsbereich und die Wirksamkeit des Art. 3j ARL II angemessen sind, und ob weitere Regulierungsanforderungen für Stimmrechtsberater aufgestellt werden müssen. Hierbei sollen die Entwicklungen auf den europäischen und internationalen Märkten berücksichtigt werden. Der Bericht ist bis zum 10. Juni 2023 zu veröffentlich und gegebenenfalls durch Gesetzgebungsvorschläge zu ergänzen. Eine ähnliche Überprüfung ist im Übrigen auch bezüglich der Vorschriften über die sogleich zu behandelnde indirekte Regulierung durch Art. 3g ARL II vorgesehen, vgl. Art. 3k Abs. I ARL II.

V. Indirekte Regulierung

Neben der direkten Regulierung der Stimmrechtsberater setzt die ARL II zusätzlich auf die Einbindung von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern. Durch Art. 3g ARL II soll deren Mitwirkungspolitik in

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

den Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind, offengelegt werden. Hier räumt die ARL II den institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern die Möglichkeit ein, die geforderten Informationen offenzulegen oder bei Abweichungen eine begründete und unmissverständliche Erklärung darüber abzugeben. An dieser Stelle wird folglich ein Comply-or-Explain Ansatz verfolgt. Die Informationen müssen kostenlos auf der Website der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter abrufbar sein, Art. 3g Abs. II ARL II.

1. Definition von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern

Um im Folgenden die Reichweite und den Einfluss der indirekten Regulierung beurteilen zu können, muss der Frage nachgegangen werden, wie weit die Definitionen des institutionellen Anlegers bzw. des Vermögensverwalters reichen. Die Kommission nutzt hierfür zunächst unübersichtliche Verweise auf Definitionen, die in anderen Richtlinien formuliert worden sind. Unter den Begriff des institutionellen Anlegers werden gem. Art. 2 e) ARL II, grob gesprochen, Lebensversicherungs-, und Rückversicherungsunternehmen, sowie Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge gefasst[1653]. Unter den Begriff des Vermögensverwalters fallen - wiederum allgemein gesprochen - Wertpapierfirmen, die Portfolioverwaltung anbieten, Verwalter alternativer Investmentfonds und Investmentgesellschaften[1654].

1653 Wortlaut Art. 2 e) ARL II: „"institutionelle Anleger" bezeichnet i) ein Unternehmen, das Tätigkeiten der Lebensversicherung im Sinne von Artikel 2 Absatz 3 Buchstaben a, b und c der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Rückversicherung im Sinne von Artikel 13 Nummer 7 der genannten Richtlinie ausübt, sofern diese Tätigkeiten sich auf Lebensversicherungsverpflichtungen beziehen, und das nicht nach der genannten Richtlinie ausgeschlossen ist; ii) eine Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung, die gemäß Artikel 2 der Richtlinie (EU) 2016/2341 des Europäischen Parlaments und des Rates in deren Anwendungsbereich fällt, es sei denn, ein Mitgliedstaat hat im Einklang mit Artikel 5 der genannten Richtlinie beschlossen, die genannte Richtlinie auf die betreffende Einrichtung nicht oder nur teilweise anzuwenden."

1654 Wortlaut Art. 2 f) ARL II: „Vermögensverwalter" bezeichnet eine Wertpapierfirma gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nummer 1 der Richtlinie 2014/65/EU, die Portfolioverwaltungsdienstleistungen für Anleger erbringt, einen AIFM (Verwalter alternativer Investmentfonds) im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Buchstabe b der Richtlinie 2011/61/EU, der die Bedingungen für eine Ausnahme ge-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Anwendungsbereich der Richtlinie

Die Vorschriften erfassen gem. Art. 1 II a), VI a), b) ARL II institutionelle Anleger und Vermögensverwalter, deren Herkunftsstaat im Sinne eines anwendbaren sektorspezifischen Rechtsakts der Union ein Unionsstaat ist. Institutionelle Anleger müssen zudem direkt oder über einen Vermögensverwalter in Aktien investieren, die auf einem geregelten Markt gehandelt werden. Geregelter Markt im Sinne der ARL II ist gem. Art. 2 a) ARL II der geregelte Markt i.S.d. Art. 4 I Nr. 21 MiFID II[1655]. Art. 1 II a), VI a), b) ARL II begrenzt die Anwendung jedoch nicht auf den Handel mit Aktien von Gesellschaften, die ihren Sitz in einem Mitgliedsstaat der Union haben oder deren Aktien an einem in einem solchen Staat zugelassenen oder betriebenen Markt zugelassen sind. Daher sind sämtliche Märkte umfasst, unabhängig davon, ob sie in der Union gelegen sind und unabhängig davon, ob es sich um Aktien von Gesellschaften handelt, die ihren Sitz in der Union haben.

3. Art. 3g Abs. I a) ARL II: Information über die Ausübung von Stimmrechten

Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter sind aufgefordert, eine Mitwirkungspolitik zu erarbeiten und zu veröffentlichen. Darin ist unter anderem anzugeben, wie sie die Mitwirkung der Aktionäre in die Anlagestrategie integrieren, wie sie die Gesellschaft überwachen, wie sie mit Interessenkonflikten umgehen oder wie sie Dialoge mit den Gesellschaften führen. Besonders hervorzuheben ist jedoch die Pflicht zur Offenlegung der Ausübung ihrer Stimmrechte und anderer mit den Aktien verbundener Rechte.

---

mäß Artikel 3 der genannten Richtlinie nicht erfüllt, oder eine Verwaltungsgesellschaft im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe b der Richtlinie 2009/65/EG, oder eine gemäß der Richtlinie 2009/65/EG zugelassene Investmentgesellschaft, sofern diese keine gemäß der genannten Richtlinie für ihre Verwaltung zugelassene Verwaltungsgesellschaft benannt hat."

1655 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, Abl.EU L 173/349 v. 12.06.2014.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

4. Art. 3g Abs. I b) ARL II: Information über die Nutzung der Dienste eines Stimmrechtsberaters

Gem. Art. 3g Abs. I b) ARL II ist die Mitwirkungspolitik nicht nur auszuarbeiten und zu veröffentlichen, sondern es ist auch jährlich bekannt zu machen, wie sie umgesetzt wurde. Dabei haben die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter eine allgemeine Beschreibung ihres Abstimmungsverhaltens abzugeben und ihre wichtigsten Abstimmungen zu erläutern. Von besonderem Interesse ist, dass auch der Rückgriff auf die Dienste von Stimmrechtsberatern erläutert werden muss. Zusätzlich haben die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter offenzulegen, wie sie ihre Stimmen auf den Hauptversammlungen der Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind, ausgeübt haben. Eine Ausnahme hiervon kann gemacht werden, wenn Gegenstand der Abstimmung oder Umfang der Beteiligung an der Gesellschaft unbedeutend sind.

Investieren institutionelle Anleger über einen Vermögensverwalter in Aktien, so wird über Art. 3i I i.V.m. Art. 3h II ARL sichergestellt, dass die Vermögensverwalter gegenüber den institutionellen Anlegern über den Einsatz von Stimmrechtsberatern zu berichten haben. Damit wird sichergestellt, dass auch institutionelle Anleger, die über einen Vermögensverwalter investieren, Angaben zum Rückgriff auf Stimmrechtsberater machen können.

D. Bewertung der Regulierung durch die Richtlinie

Eine Bewertung der gesamten Aktionärsrechterichtlinie II ist im Rahmen der Untersuchung nicht durchführbar. Sie ist auf die Regelungen betreffend die Stimmrechtsberater einzugrenzen. Dabei ist bei der inhaltlichen Bewertung neben allgemeinen Regulierungsansätzen (dazu unter I.) und der indirekten Regulierung durch Vorgaben an institutionelle Anleger und Vermögensverwalter (II.) vor allem die in § 2 der Untersuchung dargestellte Kritik an der Stimmrechtsberatung aufzugreifen (III.). Schließlich ist zu fragen, ob die Regelungen der ARL II zur Auflösung der Konflikte der Stimmrechtsberater mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft beitragen können (IV.).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

I. Allgemeine Regulierungsansätze

1. Anwendungsbereich

Der Richtliniengeber hat sich dazu entschieden, den Anwendungsbereich der Regulierung auch auf solche Stimmrechtsberater zu erstrecken, deren Sitz sich in einem Drittstaat befindet, die aber dennoch eine Niederlassung innerhalb der Union betreiben, Art. 1 II b) ARL II. Damit sollen gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen Stimmrechtsberatern aus der Union und aus Drittstaaten geschaffen werden[1656]. Dies ist zu begrüßen, denn eine ausschließliche Regulierung der Stimmrechtsberater aus der Union ginge fehl, da sie die entscheidenden Marktteilnehmer *ISS* und *Glass Lewis* nicht umfassen würde. Die ARL II erfasst jedoch nicht Stimmrechtsberater, die weder ihren Satzungs- oder Verwaltungssitz noch eine Niederlassung im Unionsgebiet haben. Solange die entscheidenden Marktteilnehmer erfasst werden, bereitet dies keine Probleme, neue Entwicklungen im Stimmrechtsberatungsmarkt werden aber zu beobachten bleiben.

2. Verhaltenskodex

Gemäß Art. 3j I ARL II haben Stimmrechtsberater öffentlich Bezug auf einen Verhaltenskodex zu nehmen, der nicht weiter spezifiziert wird. Leitbild im Gesetzgebungsverfahren sind jedoch die BPP[1657]. Die Union setzt mithin in erster Linie auf eine Selbstregulierung der Branche durch Transparenz und sichert dies mit dem Katalog in Art. 3j II ARL II lediglich dahingehend ab, dass ein Mindeststandard an zu veröffentlichenden Informationen vorgeschrieben wird. Die Stellung des Kodex wird zudem gestärkt, indem die Angaben nach Art. 3j II ARL II auch als Teil der Bezugnahme auf einen Verhaltenskodex nach Art. 3j I ARL II erfüllt werden können. Die BPP sind detaillierter als die Vorgaben des Art. 3j II ARL II und gehen in Teilen inhaltlich darüber hinaus[1658]. Die Bezugnahme auf diesen Verhaltenskodex kann mithin die angestrebte Transparenz gegenüber den Kunden, aber auch gegenüber den Emittenten erhöhen. Die BPP bleiben jedoch an vielen Stellen in der Formulierung vage[1659]. Den Stimm-

1656 Erwägungsgrund 27 der ARL II.
1657 Siehe dazu bereits unter § 3 A. I.
1658 Zum Inhalt der BPP unter § 3 A. II.
1659 Vgl. zur inhaltlichen Analyse der BPP unter § 3 A. III. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberaten wird es daher nicht schwerfallen, sie einzuhalten. Etwas anderes kann auch nicht erwartet werden, da sich die *BPPG* ausschließlich aus Stimmrechtsberatern zusammensetzt. Weiterhin fehlt es an jeglichen Durchsetzungsmechanismen[1660]. Diesen Punkt greift auch Art. 3j I ARL II nicht auf, der es Stimmrechtsberatern auch erlaubt, auf keinen Verhaltenskode Bezug zu nehmen. Die Selbstregulierung durch Wettbewerb ist insgesamt äußerst kritisch zu sehen[1661].

3. Überprüfung der Regulierung nach Art. 3k II ARL II

Positiv zu bewerten ist, dass bereits bei Verabschiedung der ARL II in Art. 3k II ARL II festgeschrieben wurde, dass bis zum 10. Juni 2023 dem Europäischen Parlament und dem Rat ein Bericht über die Durchführung von Art. 3j ARL II, gegebenenfalls ergänzt um Gesetzgebungsvorschläge, vorzulegen ist. In diesem von der Kommission in enger Zusammenarbeit mit der *ESMA* zu erarbeitendem Bericht ist unter anderem auf die Wirksamkeit und den Anwendungsbereich des Art. 3j ARL II einzugehen, sowie auf die Frage, ob weitere Regulierungsanforderungen erforderlich erscheinen. Aus diesem Vorgehen erklärt sich auch, warum der Unionsgesetzgeber in Teilen bei der Regulierung sehr zurückhaltend agiert. Zudem stärkt bereits die verbindliche Ankündigung dieses Berichts die Durchsetzung der Vorgaben der Richtlinie, muss es doch im Interesse der Stimmrechtsberater liegen, eine weitergehende Regulierung zu vermeiden.

II. Indirekte Regulierung

Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter haben gem. Art. 3g I a) und b) ARL II im Wege des *Comply-or-Explain* Prinzips öffentlich bekanntzugeben, wie sie ihre Stimmrechte wahrnehmen und ob sie dabei auf die Dienste von Stimmrechtsberatern zurückgreifen. Zudem haben sie jährlich bekanntzugeben, wie sie Stimmen in den Hauptversammlungen von Gesellschaften abgegeben haben, an denen sie Aktien halten. Von dieser Bekanntmachungspflicht sind jedoch Abstimmungen ausgenommen, die wegen des Gegenstands der Abstimmung oder des Umfangs der Beteiligung an der Gesellschaft unbedeutend sind. Hiermit wird Druck auf die

1660 Zur Durchsetzung der BPP unter § 3 A. III. 3.
1661 Dazu noch sogleich unter § 5 D. III. 6.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

institutionellen Anleger und Vermögensverwalter aufgebaut, aktiv ihre Stimmrechte auszuüben. Damit übernimmt die Union Ansätze aus den USA[1662], aber auch aus anderen europäischen Staaten[1663], Aktionäre zur Stimmausübung zu verpflichten, um sie für die Überwachung der Unternehmensleitung zu gewinnen. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung kann und soll auch nicht auf Sinnhaftigkeit oder Vereinbarkeit dieser Regelungen mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft eingegangen werden. Bewertet werden soll nur, welche Auswirkungen auf die Stimmrechtsberatung damit verbunden sind. Da die Offenlegung des Rückgriffs auf die Dienste von Stimmrechtsberatern öffentlich zu erfolgen hat, können auch Emittenten Rückschlüsse auf deren Nutzung durch ihre Aktionäre schließen. Überdies lassen sich durch die Offenlegung Daten zur Verbreitung der Stimmrechtsberatung sammeln, die in den Bericht der *ESMA* nach Art. 3k II ARL II Eingang finden sollten. Der Druck, Stimmrechte auszuüben, wird aber nicht zwingend dazu führen, dass das Interesse an einer informierten Stimmrechtsausübung steigt. Jedoch erscheint es wahrscheinlich, dass verstärkt Stimmrechtsberater mandatiert werden; dies vor allem von solchen Investoren, die bisher gänzlich auf die Stimmrechtsausübung verzichtet haben. Es ist mithin davon auszugehen, dass die Regelung des Art. 3g I a) ARL die Bedeutung der Stimmrechtsberater weiter steigern wird[1664].

III. Inhaltliche Bewertung anhand der Kritik an der Stimmrechtsberatung

1. Interessenkonflikte

Ein zentraler Kritikpunkt an der Stimmrechtsberatung sind die potenziellen und tatsächlichen Interessenkonflikte, denen die Proxy Advisors unterliegen können. Im Vordergrund steht dabei aber die parallele Corporate Governance Beratung der *ISS*-Tochter *ICS*.[1665] Dem Umgang mit Interessenkonflikten widmet sich Art. 3j III ARL II. Positiv zu werten ist, dass die Mitgliedsstaaten nicht nur sicherzustellen haben, dass Stimmrechtsberater

1662 Siehe dazu unter § 2 C. II. 1.
1663 Siehe dazu unter § 2 C. II. 2.
1664 *Freitag*, AG 2014, 647, 654; *Juschus*, Audit Committee Quarterly III/2017, 43, 45: „Zum anderen werden die gestiegenen Anforderungen an die Mitwirkungspflichten der institutionellen Investoren […] die Bedeutung der Stimmrechtsberater sicherlich nicht schmälern".
1665 Zur diesbezüglichen Kritik vgl. bereits unter § 2 E. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ihre Kunden unverzüglich über tatsächliche oder potenzielle Interessenkonflikte sowie über getroffene Gegenmaßnahmen zu informieren haben. Vielmehr wird den Mitgliedsstaaten zusätzlich aufgegeben, sicherzustellen, dass die Stimmrechtsberater die Interessenkonflikte zu identifizieren haben. Dies stellt immerhin einen, wenn auch nur vorsichtigen Schritt in Richtung einer gezielten Regulierung zur Vermeidung von Interessenkonflikten dar. Vor einem entschiedenen Vorgehen gegen die offensichtlich problematische Corporate Governance Beratung scheut sich der Unionsgesetzgeber hingegen. Nachdem diese Praktik aufgrund der Kritik an ihr weithin bekannt ist, fragt sich, was mit der Aufdeckung dieses Interessenkonfliktes bewirkt werden soll. Im Gegensatz zu den Offenlegungspflichten des Art. 3j II ARL II handelt es sich bei der Vorschrift zum Umgang mit Interessenkonflikten in Art. 3j III ARL II jedoch nicht nur um eine generelle Informationspflicht, sondern um eine auf den konkreten Einzelfall bezogene, also spätestens mit Erstellung der Stimmempfehlung vorzunehmende Information der Kunden. Nachdem die Kunden also im Zuge der konkreten Stimmempfehlung auf den Interessenkonflikt gestoßen werden, könnte Art. 3j III ARL II tatsächlich zu einer verstärkten Auseinandersetzung mit der Problematik der parallelen Corporate Governance Beratung führen.

Positiv hervorzuheben ist überdies die Pflicht zur Offenlegung, ob ein Dialog mit Emittenten und deren Interessenträgern unterhalten wird und bejahendenfalls, welchen Ausmaßes und welcher Art dieser Dialog ist, Art. 3j II f) ARL II. Der Dialog mit den Emittenten ist sowohl Indikator für den ausgeübten Einfluss der Stimmrechtsberater auf Emittenten[1666], wie umgekehrt auch Einfallstor für Interessenkonflikte der Stimmrechtsberater. Aus den aus diesbezüglicher Offenlegung resultierenden, wenn auch allgemeinen Angaben, lässt sich durchaus eine Tendenz hinsichtlich des Dialogverhaltens der Stimmrechtsberater erkennen[1667]. Komplettiert werden die Regelungen betreffend die Interessenkonflikte durch die Pflicht zur Bekanntmachung der Vorgehensweise im Hinblick auf die Vermeidung und Behandlung potenzieller Interessenkonflikte in Art. 3j II g) ARL II.

1666 Siehe dazu bereits unter § 4 D. I. 2. b) bb).

1667 Dazu im Zusammenhang mit der Informationsweitergaben an *ISS* und *Glass Lewis* durch die Gesellschaft siehe unter § 4 E. I. 3. a).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Qualität der Beratung und Ungenauigkeit der Empfehlungen

Die beklagte mangelnde Qualität und Ungenauigkeit von Stimmempfehlungen wird in Art. 3j II b) und c) ARL II adressiert[1668]. Die Problematik erwächst aus in Teilen unsauber oder unvollständig zusammengetragenen Tatsachengrundlagen und der hohen Anzahl an zu erstellenden Empfehlungen innerhalb der kurzen Hauptversammlungssaison. Kritisiert wird, dass deshalb ein one-size-fits-all Ansatz verfolgt werde, der die Besonderheiten und Umstände eines Emittenten außer Acht lässt und die Leistung des Stimmrechtsberaters effektiv auf ein Abgleichen der Hauptversammlungsagenden mit Stimmrechtsrichtlinien verkürzt[1669]. Hinzu kommt die Frage, ob die Empfehlungen von hinreichend qualifizierten Mitarbeitern erstellt werden. Nach Art. 3j II b) ARL haben Stimmrechtsberater nunmehr ihre Hauptinformationsquellen offenzulegen. Diese sehr allgemeine Aussage wird kaum dazu beitragen, wirksam sicherzustellen, dass den Stimmempfehlungen stets korrekte Tatsachen zugrunde liegen. Der Problematik könnte begegnet werden, indem man den Emittenten das Recht einräumt, die sie betreffenden Stimmempfehlungen vor oder zumindest direkt nach Weiterleitung an die Kunden einsehen zu können. Hierdurch könnten die Emittenten auf inhaltliche Fehler hinweisen. Verbunden mit einer Verpflichtung der Stimmrechtsberater, ihre Kunden über etwaige inhaltliche Fehler hinsichtlich der der Empfehlung zugrunde gelegten Tatsachen zu informieren, wäre dies ein wirksames Mittel[1670]. Die führenden Stimmrechtsberater *ISS* und *Glass Lewis* eröffnen Emittenten mittlerweile teilweise diese Möglichkeit. *ISS* etwa bietet allen Emittenten kostenlos an, die Stimmempfehlung für die eigene Hauptversammlung zu erhalten, nachdem sie den Kunden zur Verfügung gestellt wurde[1671]. Unter Umständen überlässt *ISS* den Emittenten bereits den Entwurf zur Durchsicht. In Konstellationen, in denen dies für Emittenten von besonderer Bedeutung wäre, namentlich bei Abstimmungen über Mergers & Aquisitions, bei Gegenanträgen oder bei Themen, die *ISS* für umstritten oder kontrovers erachtet, wird jedoch auf Vorab-Veröffentlichungen gegenüber Emittenten

1668 Zur diesbezüglichen Kritik vgl. bereits unter § 2 E. II.

1669 Den one-size-fits-all Grundsatz greift insbesondere Art. 3j II d) ARL II auf, dazu sogleich unter § 5 D. III. 4.

1670 Für die Veröffentlichung der Abstimmungsvorschläge *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 940; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 745; ablehnend *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 53.

1671 Vgl. dazu im Folgenden die Ausführungen auf <www.issgovernance.com/contact/faqs-engagement-on-proxy-research/> (Stand: 20.07.2019).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ausdrücklich verzichtet. Ein Anspruch auf Einsicht der Stimmempfehlung oder auf Korrektur bzw. Offenlegung der Fehler gegenüber den Kunden erwächst daraus selbstredend jedoch nicht. Die Einsicht in die Stimmempfehlungen bietet auch *Glass Lewis* an, jedoch erst nach deren Veröffentlichung und überdies kostenpflichtig[1672]. Allerdings steht Emittenten noch vor der Weitergabe der Stimmempfehlung an die Kunden ein kostenloser, reiner Datenbericht zur Kontrolle der Tatsachengrundlage zur Verfügung[1673]. Ein Anspruch hierauf und insbesondere auf Korrektur von Fehlern besteht hingegen ebenso wenig. Diese von den Stimmrechtsberatern kulanterweise eingeräumten Möglichkeiten zur Durchsicht der Tatsachengrundlagen sind zu begrüßen. Es fehlt jedoch an einem durchsetzbaren Anspruch der Emittenten hierauf. Dies wäre wünschenswert gewesen.

Gemäß Art. 3j II c) ARL II haben Stimmrechtsberater zudem über die eingerichteten Verfahren zur Sicherstellung der Qualität der Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen sowie Qualifikationen der beteiligten Mitarbeiter zu berichten. Diese Informationen können zur generellen Transparenz und Vergleichbarkeit der Stimmrechtsberater beitragen, werden im Endeffekt jedoch nur zu allgemein gehaltenen Aussagen führen. In Bezug auf die Mitarbeiter der Stimmrechtsberater wäre zur Erhöhung der Vergleichbarkeit eine Konkretisierung der Angaben dahingehend sinnvoll, dass nicht nur über deren Qualifikation, sondern auch über die Anzahl der mit der Erstellung der Stimmempfehlungen beteiligten Mitarbeiter Auskunft zu erteilen ist. Zusätzlich wäre von Interesse, ob und in welchem Umfang Stimmrechtsberater Teile ihrer Leistung auf Dritte outsourcen[1674].

3. Transparenz

Kritisiert wird weiterhin, dass für Emittenten die Stimmempfehlungen nicht vorhersehbar sind[1675]. Die Intransparenz der Empfehlungserstellung fördert zudem den Anreiz auf Seiten der Stimmrechtsberater, opportunistisch zu handeln, da unlautere Praktiken schwerer aufzudecken sind. In Art. 3j II a) und e) ARL II werden Stimmrechtsberater verpflichtet, die wesentlichen Merkmale der von ihnen verwendeten Methoden und Modelle,

---

1672 <http://www.glasslewis.com/request-a-proxy-paper-or-alert/> (Stand: 20.07.2019).

1673 <http://www.glasslewis.com/issuer-data-report/> (Stand: 20.07.2019).

1674 Im Zusammenhang mit den BPP dazu bereits unter § 3 A. III. 2.

1675 Zur diesbezüglichen Kritik vgl. bereits unter § 2 E. III.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sowie die wesentlichen Merkmale der Stimmrechtspolitik für einzelne Märkte öffentlich bekannt zu geben. Zwar wird es sich bei diesen Angaben um allgemein gehaltene Aussagen handeln, dennoch sind nunmehr die Stimmrechtsrichtlinien der Stimmrechtsberater für die unterschiedlichen Märkte im Internet abrufbar[1676]. Dies ermöglicht Emittenten grundsätzlich vor Veröffentlichung der Beschlussvorschläge den Abgleich mit den Anforderungen der Stimmrechtsberater und macht die Stimmempfehlungen vorhersehbarer[1677]. Hilfreich ist für sie überdies, dass Stimmrechtsberater nach Art. 3j II f) ARL II bekannt zu machen haben, ob und in welchem Ausmaß sie zum Dialog mit Emittenten bereit sind. Die zurückhaltende Pflicht zur Offenlegung nur „wesentlicher" Merkmale erklärt sich daraus, dass die Union die Stimmrechtsberater nicht dazu verpflichten will, bestimmte einzelne Informationen offenzulegen, die ihre Geschäftsposition beschädigen würden[1678]. Eine detaillierte Offenlegung des Ablaufs der Erstellung der Stimmrechtsrichtlinien, insbesondere aber der Erstellung konkreter Stimmempfehlungen, würde tatsächlich zu einer Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen führen. Ohnehin muss in den Stimmrechtsrichtlinien eine gewisse Variable verbleiben, also ein Ermessen im Einzelfall möglich sein, um den Besonderheiten einzelner Gesellschaften gerecht werden zu können. Insoweit ermöglicht es der gesamte Katalog des Art. 3j II ARL II, der insgesamt der Förderung der Transparenz der Stimmrechtsberatung dient, den Emittenten durchaus, sich ein Bild über die Arbeitsweise der Stimmrechtsberater zu machen und sich auf den Umgang mit ihnen einzustellen.

4. Einfluss auf die Corporate Governance

Hinsichtlich ihres Einflusses auf die Corporate Governance wird angemahnt, dass Stimmrechtsberater Besonderheiten nationaler Rechtsordnungen ignorieren und es insbesondere zu einer Konkurrenz zu den Vorschriften des DCGK kommt[1679]. Art. 3j II d) ARL II knüpft hieran an, indem Stimmrechtsberater verpflichtet werden, öffentlich bekannt zu machen, ob

1676 Für *Glass Lewis* vgl. <http://www.glasslewis.com/guidelines/> (Stand: 20.07.2019); für *ISS* <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/> (Stand: 20.07.2019).
1677 *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 187.
1678 Erwägungsgrund 45 der ARL II.
1679 Zur diesbezüglichen Kritik vgl. bereits unter § 2 E. II. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

und gegebenenfalls wie sie nationale Marktbedingungen sowie rechtliche, regulatorische und unternehmensspezifische Bedingungen berücksichtigen. Es gefällt, dass die Nichtberücksichtigung nationaler Besonderheiten thematisiert wird. An einer Pflicht, diese zu respektieren, bzw. bei der konkreten Stimmempfehlung das Abweichen von nationalen, regulatorischen Bedingungen kenntlich zu machen, fehlt es jedoch.

5. Schaffung eines weiteren Agenturproblems

Angeführt wird weiterhin, dass die Zwischenschaltung von Stimmrechtsberatern bei der Stimmrechtsausübung ein zusätzliches Agenturproblem verursacht, das zu einer weiteren Mediatisierung der Kontrolle durch die Eigner der Gesellschaft führen kann[1680]. Ansatzpunkte für einen Prinzipal-Agenten-Konflikt sind sowohl die divergierenden Interessen von Stimmrechtsberater und Kunde hinsichtlich des Aufwands bei Erstellung der Stimmempfehlung als auch die Interessenkonflikte, denen Stimmrechtsberater unterliegen können. Die Schaffung eines weiteren Agenturkonflikts ist mithin ein Kritikpunkt, der sich direkt auf das Verhältnis zwischen Stimmrechtsberater und Kunde bezieht und nicht auf eine Betroffenheit des Emittenten von der Stimmempfehlung zurückzuführen ist. Damit liegt der Konflikt genau im Zielbereich der Richtlinie, die vor allem die Transparenz der Stimmrechtsberater gegenüber institutionellen Investoren erhöhen will[1681]. Die Bezugnahme auf einen Verhaltenskodex nach Art. 3j I ARL II, der Offenlegungskatalog in Art. 3j II ARL II und die Informationspflichten in Art. 3j III ARL II fördern die Transparenz gegenüber den Kunden der Stimmrechtsberater und ermöglichen in der Gesamtschau einen Vergleich zwischen den Marktanbietern. Den institutionellen Investoren wird damit ein Mittel zur Begegnung des Agenturproblems, nämlich durch Auswahl bzw. Wechsel des Stimmrechtsberaters an die Hand gegeben. Insbesondere durch die Pflicht zur unverzüglichen Information über tatsächliche und potenzielle Interessenkonflikte und getroffene Gegenmaßnahmen nach Art. 3j III ARL II wird den Kunden überdies die Möglichkeit zum Gegenlenken im Einzelfall erleichtert.

1680 Siehe dazu bereits unter § 2 E. VII.
1681 Erwägungsgrund 26 der ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

6. Mangelnder Wettbewerb unter den Stimmrechtsberatern

Die genannten Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz der Stimmrechtsberater in Art. 3 j ARL II ermöglichen zwar die Auswahl eines Stimmrechtsberaters unter Berücksichtigung seines Leistungsangebots und auch seiner erbrachten Leistungen in der Vergangenheit[1682], da die Berichte über den Katalog der Transparenzmaßnahmen nach Art. 3j II Unterabs. II ARL II für drei Jahre ab ihrer Veröffentlichung öffentlich zugänglich zu machen sind. Ob es dadurch tatsächlich zu einem Wettbewerb unter den Stimmrechtsberatern kommen wird, ist aber aufgrund der oligopolen Marktstruktur zu bezweifeln[1683]. Auszuschließen dürfte sein, dass die gesteigerte Transparenz zum Markteintritt eines weiteren Stimmrechtsberaters führen wird, der ein vom Umfang der abgedeckten Hauptversammlungen her mit *ISS* und *Glass Lewis* vergleichbares Leistungsspektrum anbieten wird. Hierfür sind die bestehenden Marktzutrittsschranken zu hoch[1684]. Hinzu kommt, dass die Kritik an den Stimmrechtsberatern nicht neu ist. Die Interessenkonflikte von *ISS* aufgrund der parallelen Corporate Governance Beratung haben zwar den Aufstieg von *Glass Lewis* ermöglicht[1685]. Seitdem hat es jedoch kein weiteres Unternehmen geschafft, sich in der internationalen Stimmrechtsberatung zu etablieren. Ein Aufbruch der oligopolen Marktstruktur ist mithin nicht zu erwarten[1686]. Der durch die Transparenzvorschriften erhöhte Bürokratieaufwand könnte sich in dieser Hinsicht vielmehr sogar negativ auswirken, da damit weitere Marktzutrittsschranken geschaffen werden[1687]. Hinzu kommt, dass Investoren, die Stimmrechtsberater beauftragen, oftmals nicht an einer aktiven Ausübung der Stimmrechte interessiert und deshalb nicht willens sind, die Empfehlungen zu überprüfen[1688]. Andererseits können sie auch nicht an einer schlechten Qualität der Empfehlungen interessiert sein, insbesondere

1682 So ausdrücklich Erwägungsgrund 26 der ARL II.

1683 *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 187f; so bereits zum Richtlinienvorschlag *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 341f.

1684 Dazu bereits unter § 2 E. VI. 1. b).

1685 Vgl. die Nachweise in Fn. 292.

1686 Zur Marktstruktur unter § 2 E.VI. 1. b).

1687 *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 188; ähnlich *Tröger*, ZGR 2019, 126, 160.

1688 Deshalb die Wirksamkeit der Intensivierung des Wettbewerbs anzweifelnd *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 155; zur rationalen Apathie der Investoren unter § 2 D. I. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

wenn sich dadurch der Wert ihrer Portfoliounternehmen mindern könnte[1689]. Zu hoffen ist deshalb, dass Investoren, die nunmehr durch die Transparenzvorschriften vereinfachte Kontrollmöglichkeit der Stimmrechtsberater wahrnehmen, indem sie die Praktiken der Proxy Advisors zumindest nachvollziehen[1690]. Der Wettbewerbsdruck wird hingegen eher steigen, wenn in der Wissenschaft der Einfluss und die Mängel der Stimmrechtsberatung weiter aufgearbeitet und die Erkenntnisse auf eine solide empirische Grundlage gestellt werden können[1691]. Die Beauftragung von Stimmrechtsberatern stellt bisher für Investoren eine Absicherung gegen Kritik von Kunden und Haftungsgefahren wegen nicht oder sorgfaltslos durchgeführter Stimmrechtsausübung dar[1692]. Bei Aufdeckung von Unstimmigkeiten bei der Stimmrechtsberatung würde dieser Anreiz verloren gehen, sodass Investoren durchaus ein gewisses Interesse an der Absicherung der Qualität der Stimmrechtsberatung hätten. Auf Kontrolle wird aus rationaler Apathie dennoch meist verzichtet[1693]. Die Transparenzverbesserungen können zwar zur Offenlegung von Problemen der Stimmrechtsberatung beitragen, aufgrund der allgemein gehaltenen Vorgaben und der mangelnden Überprüfung der Angaben der Stimmrechtsberater ist jedoch nicht davon auszugehen, dass wahrlich neue Erkenntnisse ans Licht kommen[1694]. Insgesamt sind die Kritikpunkte an der Stimmrechtsberatung nicht durch selbstregulierenden Wettbewerb behebbar[1695].

7. Kommentierungsmöglichkeit der Emittenten

Die ARL II verzichtet darauf, Emittenten die Möglichkeit der Kommentierung der Stimmempfehlung gegenüber den Kunden einzuräumen. Dies liegt konsequent auf der Linie der ARL II, die auf Wettbewerb zwischen den Stimmrechtsberatern zur Regulierung der Kritikpunkte setzt, und nicht auf die Einbindung der Emittenten. Auf die Frage, inwieweit eine

---

1689 *Tröger*, ZGR 2019, 126, 159.
1690 Ebda.
1691 Zu den bisherigen empirischen Erkenntnissen zum Einfluss der Stimmrechtsberater unter § 2 D. I. 1.
1692 Dazu unter § 2 C. I. 2. b).
1693 Dazu unter § 2 E. VI. 2.
1694 Ähnlich *Tröger*, ZGR 2019, 126, 159f.
1695 So im Zusammenhang mit der ARL II auch *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 187; allgemein *Fleischer*, AG 2012, 2, 10; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 173; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 95f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Kommentierungsmöglichkeit die Probleme der Stimmrechtsberatung auflösen könnte, wird noch zurückzukommen sein[1696].

8. Gesamtbewertung

Die Union greift weite Teile der Kritik an den Stimmrechtsberatern auf und versucht diese durch Wettbewerb unter den Marktteilnehmern zu lösen, indem Transparenz und Offenlegung forciert werden. Mit Ausnahme der Information über Interessenkonflikte nach Art. 3j III ARL II handelt es sich dabei jedoch nur um grundsätzlich und nicht im Zusammenhang mit konkreten Stimmempfehlungen zu erbringende Offenlegungen der Stimmrechtsberater, die hauptsächlich in allgemeinen Aussagen mit beschränktem Inhalt resultieren werden. Zur Förderung der Transparenz gegenüber den Kunden, die einen Überblick und einen Vergleich der Leistungen der Stimmrechtsberater suchen, mag dies in einem ersten Schritt genügen. Von einem heilsamen Disziplinierungsdruck infolge dadurch aufkommenden Wettbewerbs unter den Beratern ist hingegen nicht auszugehen. Auf den Schutz der Belange der von den Stimmempfehlungen betroffenen Emittenten zielt die ARL II indes nicht ab. Sie werden bei der Regulierung nicht miteinbezogen. Von den Transparenzregelungen profitieren die Emittenten lediglich insoweit, als dass auch für sie die Tätigkeit der Stimmrechtsberater durchsichtiger und damit die Stimmempfehlung im Einzelfall vorhersehbarer wird. Viel wichtiger wären für die Emittenten allerdings Offenlegungspflichten und Beteiligungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit der Erstellung einer konkreten Stimmempfehlung.

IV. Auswirkungen der Aktionärsrechterichtlinie II auf die Konflikte mit der Unternehmensverfassung

Unmittelbar löst die Aktionärsrechtrichtlinie II keinen der in Kapitel § 4 der Untersuchung herausgearbeiteten Konflikte der Stimmrechtsberater mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Wenngleich der Unionsgesetzgeber sich nicht ausschließlich am monistischen System orientieren sollte, stand schon aufgrund dessen Verständnisses von Aktionärsengagement und der Rolle der Aktionäre im Corporate

1696 Siehe dazu unter § 7 A. I.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Governance Gefüge nicht zu erwarten[1697], dass die ARL II im Rahmen des dualistischen Systems bestehende Problematiken beheben würde.

Die Regulierung der Stimmrechtsberater in der Form der ARL II schafft zumindest keine weiteren Konflikte mit nationalem Gesellschaftsrecht. Nachdem sich die Union für eine Konzentration auf die Aktionäre als Partner bei der Regulierung der Stimmrechtsberater entschieden und die Emittenten außen vor gelassen hat, profitieren Vorstand und Aufsichtsrat der deutschen Aktiengesellschaft als Nutznießer der Transparenzvorschriften, die eigentlich der Information der Aktionäre als Kunden der Stimmrechtsberater dienen sollen[1698]. Der Unternehmensleitung wird es dadurch erleichtert, sich ein Bild über die Arbeitsweise der Stimmrechtsberater zu machen und sich auf den Umgang mit ihnen einzustellen. Anzumerken ist insoweit jedoch, dass die nunmehr von der ARL II vorgeschriebenen Transparenzangaben, die von Interesse für Emittenten sind, namentlich Stimmrechtsrichtlinien und Angaben zur Dialogbereitschaft, bereits vor Umsetzung der Richtlinie auf den Internetseiten der bedeutenden Stimmrechtsberater zur Verfügung standen und somit bereits in die Untersuchung der Konflikte mit der Unternehmensverfassung Einfluss gefunden haben.

Hilfreich wäre es hingegen, wenn sich die Kunden der Stimmrechtsberater selbst aktiv mit der Stimmrechtsausübung befassen würden. Dies würde schließlich zu einem Aufbruch der Macht der Stimmrechtsberater führen und damit ihren Einfluss minimieren. Die Ansätze in Art. 3g und 3h ARL II, institutionelle Anleger und Vermögensverwalter zur Wahrnehmung ihrer Aktionärsrechte zu bewegen, werden aber nicht bewirken können, dass sie sich nunmehr aktiv für die Ausübung der Stimmrechte in ihren Portfoliogesellschaften interessieren.

V. Ergebnis

Bei der Regulierung der Stimmrechtsberater setzt die Aktionärsrechterichtlinie II auf einen zurückhaltenden Ansatz, der primär auf eine Selbstregulierung des Stimmrechtsberatungsmarktes abzielt. Im Vordergrund der Offenlegungs- und Transparenzvorschriften soll nach Vorstellung der Union die Bezugnahme auf einen Verhaltenskodex stehen, den sich die Branche mit den BPP selbst gegeben hat. Die weiteren Vorgaben der ARL II sind in

1697 Siehe dazu bereits unter § 5 B. I.
1698 Vgl. Erwägungsgrund 26 der ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

diesem Zusammenhang als vorgeschriebene Mindeststandards zu sehen. Von einer heilenden Selbstregulierung des Marktes ist aufgrund der oligopolen Marktstruktur und der hohen Marktzutrittsschranken jedoch nicht auszugehen. Insofern zwar konsequent, verzichtet die ARL II auf die Einbeziehung der Emittenten zur Regulierung der Stimmrechtsberater. Zur Auflösung der Konflikte der Stimmrechtsberater mit der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft kann die ARL II letztlich kaum beitragen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 6 Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II

Nach Auseinandersetzung mit der ARL II soll auf die Umsetzung der einzelnen Richtlinienbestimmungen in deutsches Recht eingegangen werden. Zunächst ist dabei der Ablauf des Gesetzgebungsverfahrens zum Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) nachzuvollziehen (dazu unter A.). Daran schließt sich eine Darstellung der Vorschriften zur Umsetzung der Vorgaben bezüglich der Stimmrechtsberater im Referentenentwurf an (B.). Die Umsetzung der anderen Themenbereiche der ARL II soll nicht weiter thematisiert werden[1699]. Sodann ist auf etwaige Änderungen im Regierungsentwurf (C.) und im Gesetzesbeschluss des Bundestags (D.) einzugehen. Dieser soll schließlich bewertet werden (E.). Nachdem eine inhaltliche Bewertung der Vorgaben der ARL II bereits erfolgt ist[1700], stehen im Rahmen der Bewertung des Gesetzesbeschlusses Ansätze potentiell überschießender Umsetzung im Fokus, verbunden mit der Frage, ob und inwieweit eine überschießende Umsetzung der Vorgaben der ARL II durch den nationalen Gesetzgeber sinnvoll erscheint.

A. Gesetzgebungsverfahrens zum ARUG II

Die zweite Aktionärsrechterichtlinie vom 17. Mai 2017 war bis zum 10. Juni 2019 in deutsches Recht umzusetzen. Am 11. Oktober 2018 hat das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz hierfür den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) vorgelegt[1701]. Der Gesetzesentwurf der Bundesregie-

---

1699 Zu den von der ARL II aufgegriffenen Themengebieten siehe bereits unter § 5 B. I.

1700 Siehe dazu unter § 5 D.

1701 *BMJ*, Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II); allgemein zum Referentenentwurf *Scheffler*, AG 2018, R317-R319; *Paschos/Goslar*, AG 2018, 857ff; *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2019, 12ff; *Schmidt*, NZG 2018, 1201ff; *VGR*, AG 2018, 920ff; *Seulen*, DB 2018, 2915ff; zu den Related Party Transactions *Heldt*, AG 2018, 905, 913ff; *Tröger/Roth/Strenger*, BB 2018, 2946ff; *Lanfermann*, BB 2018, 2859ff; *Müller*, ZGR 2019, 97ff; zu Say On Pay *Heldt*, AG 2018, 905ff; *Bachmann/Pauschinger*,

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rung wurde am 20. März 2019 veröffentlicht[1702]. Am 05.04.2019 hat die Bundesregierung ihren Gesetzesentwurf für das ARUG II zusammen mit der Stellungnahme des Nationalen Normenkontrollrates gem. § 6 Absatz 1 NKRG nach Art. 76 II S. 1 GG dem Rechts-, Finanz- und Wirtschaftsausschuss des Bundesrates zugeleitet[1703]. Dem Bundestag wurde der Gesetzesentwurf der Bundesregierung samt Stellungnahme des Nationalen Normenkontrollrats am 29.04.2019 zugeleitet[1704]. Die Bundesratsausschüsse übermittelten dem Bundesrat am 06.05.2019 ihre Empfehlungen zum Regierungsentwurf des ARUG II[1705]. Darin empfehlen die beteiligten Ausschüsse – nicht stets einstimmig – dem Bundesrat zu den §§ 67a ff, 67a I S. 1[1706], 67c[1707], 111c[1708] und 124 II AktG-E[1709] Stellung zu nehmen. Die Regelungen betreffend die Stimmrechtsberater werden in der Empfehlung der Ausschüsse nicht aufgegriffen.

ZIP 2019, 1ff; *Anzinger*, ZGR 2019, 39, 73ff; zu Know Your Shareholder *Foerster*, AG 2019, 17ff; *Zetzsche*, ZGR 2019, 1ff; explizit zum Stimmrechtsberater *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163ff; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 150ff.

1702 *BMJ*, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II); allgemein zum Regierungsentwurf; *Wentz*, WM 2019, 906ff; *Scheffler*, AG 2019, R92; *Paschos/Goslar*, AG 2019, 365ff; *Brouwer*, GmbHR 2019, R120-R122; *Kumpan/Pauschinger*, NZG 2019, 357, 361f; zu den Related Party Transactions *Backhaus/Brouwer*, AG 2019, 287ff; *Bungert/Wansleben*, BB 2019, 1026, 1027ff; *Eisele/Oser*, DB 2019, 1517ff; *Schmidt*, EuZW 2019, 261ff; *Grigoleit*, ZGR 2019, 412, 417ff; zu Say On Pay *Löbbe/Fischbach*, AG 2019, 373ff; *Bungert/Wansleben*, BB 2019, 1026f; *Orth et al.*, DB 2019, 1011ff; zu Know Your Shareholder *Stiegler*, WM 2019, 620; *Bork*, NZG 2019, 738ff; zu den Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter *Dahmen*, GWR 2019, 117ff.

1703 BR-Drucks. 156/19.

1704 BT-Drucks. 19/9739.

1705 BR-Drucks. 156/1/19.

1706 § 67a AktG-E – „§ 67a Übermittlung von Informationen über Unternehmensereignisse; Begriffsbestimmungen".

1707 § 67c AktG-E – „§ 67c Übermittlung von Informationen durch Intermediäre an die Gesellschaft; Nachweis des Anteilsbesitzes".

1708 § 111c AktG-E – „§ 111c Veröffentlichung von Geschäften mit nahestehenden Personen".

1709 § 124 AktG-E – „Bekanntmachung von Ergänzungsverlangen; Vorschläge zur Beschlussfassung".

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Die erste Lesung zum Regierungsentwurf des ARUG II fand am 09.05.2019 im Bundestag statt[1710]. In den im Plenum gehaltenen[1711] und zu Protokoll aufgegebenen Redebeiträgen[1712] wurde die Regulierung der Stimmrechtsberater nicht weiter thematisiert. Die Beiträge der Abgeordneten befassen sich hingegen hauptsächlich mit der Ausgestaltung der Kompetenz der Hauptversammlung zur Fassung eines Beschlusses über die Vergütung des Vorstands. Abweichend vom Regierungsentwurf fordern CDU, AfD, die Grünen und die FDP statt eines nur beratenden ein verbindliches bzw. verbindlicheres Votum. Schließlich wurde die Überweisung des Gesetzesentwurf an den federführenden Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz sowie an den Finanzausschuss beschlossen[1713].

In der Sitzung vom 17.05.2019 hat der Bundesrat beschlossen, den Empfehlungen der Bundesratsausschüsse[1714] zu folgen und nach Art. 76 II S. 2 GG entsprechend Stellung zum Regierungsentwurf zum ARUG II zu nehmen[1715]. Die Stellungnahme des Bundesrates wurde dem Bundestag am 17.05.2019 übermittelt[1716]. Hierüber und über ihre Gegenäußerung unterrichtete die Bundesregierung den Bundestag am 29.05.2019[1717]. Diese Stellungnahme und die dazugehörige Gegenäußerung der Bundesregierung wurde gem. § 80 III GO-BT an den federführenden Rechts-, und den Finanzausschuss überwiesen, worüber die Bundesregierung den Bundestag am 07.06.2019 unterrichtete[1718]. Der Rechtsausschuss hat am 05.06.2019 eine öffentliche Anhörung zur Regelung der Vergütung von Vorständen börsennotierter Unternehmen abgehalten[1719]. Die geladenen acht Sachver-

---

1710 BT-Plenarprotokoll 19/98, S. 11902A-11905D, 11946A-11947D.

1711 Beiträge von: Christian Lange, Parlamentarischer Staatssekretär, Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, S. 11902B (Fn. 1710); Fabian Jacobi, MdB, AfD, S. 11903A; Elisabeth Winkelmeier-Becker, MdB, CDU/CSU, S. 11903D; Dr. Manuela Rottmann, MdB, BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, S. 11904C; Dr. Volker Ullrich, MdB, CDU/CSU, S. 11905B.

1712 Beiträge von: Dr. Johannes Fechner, MdB, SPD, S. 11946A; Dr. Marco Buschmann, MdB, FDP, S. 11946D; Friedrich Straetmanns, MdB, DIE LINKE, S. 11947A.

1713 BT-Plenarprotokoll 19/98, S. 11905D.

1714 Fn. 1705.

1715 BR-Plenarprotokoll der 977. Sitzung v. 17.05.2019, S. 201, abrufbar unter <http://dipbt.bundestag.de/dip21/brp/977.pdf#P.201> (Stand: 20.07.2019).

1716 BR-Drucks. 156/19 (Beschluss).

1717 BT-Drucks. 19/10507.

1718 BT-Drucks. 19/10763.

1719 Deutscher Bundestag, Pressemitteilung vom 31.05.2019, abrufbar unter <www.bundestag.de/presse/pressemitteilungen/2019/pm-190531-recht-aktiona

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ständigen bewerteten das Ergebnis der Umsetzung unterschiedlich[1720]. Thema der Anhörung war jedoch ausschließlich die Überwachung der Vergütungspolitik durch die Aktionäre. Der Beginn der Parlamentarischen Sommerpause sorgte dafür, dass sich die Umsetzung der ARL II in nationales Recht in den Herbst verschieben würde.

Die Beschlussempfehlung und der Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz lagen schließlich am 13.11.2019 vor[1721]. Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung[1722] wurde am 14.11.2019 in der vom Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz geänderten Fassung[1723] mit den Stimmen der CDU/CSU und SPD angenommen[1724]. Die Oppositionsfraktionen der AfD, FDP, der Grünen und der Linken lehnten den Gesetzesentwurf ab. Abgelehnt wurde weiterhin ein Entschließungsantrag der Grünen[1725] sowie Anträge der FDP[1726] und der Grünen[1727]. Sodann wurde der Gesetzesbeschluss des Bundestages dem Bundesrat am 15.11.2019 zugeleitet[1728]. Das ARUG II wurde schließlich in der 983. Sitzung des Bundesrates am 29.11.2019 gebilligt[1729], am 12.12.2019 ausgefertigt und am 19.12.2019 im Bundesgesetzblatt verkündet[1730]. Das ARUG II wird nunmehr zum 01.01.2020 in Kraft treten.

---

er-645134> (Stand: 20.07.2019), siehe dazu auch die Meldung des Bundestags über die Anhörung unter <www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2019/kw23-pa-recht-aktionaere-641754> (Stand: 20.07.2019).

1720 Die Stellungnahmen der Sachverständigen sind abrufbar unter: <www.bundestag.de/ausschuesse/a06_Recht/anhoerungen_archiv/stellungnahmen-644472> (Stand: 20.07.2019).

1721 BT-Drucks. 19/15153.

1722 BT-Drucks. 19/9739, 19/10507.

1723 BT-Drucks. 19/15153.

1724 BT-Plenarprotokoll 19/127, S. 15902D-15903A; zur Zweiten Beratung des Entwurfs der Bundesregierung zum ARUG II siehe BT-Plenarprotokoll 19/127, S. 15896C-15902D.

1725 Entschließungsantrag: BT-Drucks. 19/15169; Abstimmung: BT-Plenarprotokoll 19/127, S. 15903A.

1726 Antrag: BT-Drucks. 19/15169; Beschlussempfehlung des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz: 19/9299 Buchstabe a); Abstimmung: BT-Plenarprotokoll 19/127, S. 15903A.

1727 Antrag: BT-Drucks. 19/8282; Beschlussempfehlung des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz: 19/9299 Buchstabe c); Abstimmung: BT-Plenarprotokoll 19/127, S. 15903B.

1728 BR-Drucks. 605/19.

1729 BR-Drucks. 605/19 (Beschluss).

1730 BGBl. 2019 I, S. 2637.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

B. Referentenentwurf des ARUG II

Der Referentenentwurf verortet die Umsetzung der Vorgaben der ARL II bezüglich der Stimmrechtsberater hauptsächlich in den §§ 134a, 134d AktG-E (dazu unter I., III.) und in § 135 AktG-E (IV.). Die indirekte Regulierung über Vorgaben an institutionelle Anleger und Vermögensverwalter findet sich in deren unmittelbarer Nähe, nämlich in den §§ 134b und 134c AktG-E (II.). Hinzu kommen Ordnungswidrigkeitentatbestände in § 405 AktG-E (V.).

I. § 134a AktG-E: Definition und Anwendungsbereich

In § 134a I AktG-E werden die Definitionen der Begriffe des institutionellen Anlegers, des Vermögensverwalters und des Stimmrechtsberaters aus Art. 2 e), f) und g) ARL II umgesetzt. Die Definition des institutionellen Anlegers in § 134a I Nr. 1 AktG-E entspricht den Vorgaben des Art. 2 e) ARL II. Für die Zwecke der Definition wird auf die Vorgaben des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) verwiesen[1731]. Institutioneller Anleger im Sinne der §§ 134b bis 135 AktG-E sind demnach Lebensversicherungsunternehmen nach § 8 I i.V.m. Anlage 1 Nr. 19 bis 24 VAG, Rückversicherungsunternehmen nach § 8 I, IV VAG, sofern sich die Tätigkeiten auf Lebensversicherungsverpflichtungen beziehen, und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge nach §§ 232 bis 244d VAG. Der Begriff des Vermögensverwalters nach Art. 2 f) ARL II wurde in § 134a I Nr. 2 AktG-E umgesetzt. Dies konnte aufgrund des Prinzips der Einheitserlaubnis aus dem KAGB im Verhältnis zum Richtlinientext übersichtlicher geschehen.[1732] Vermögensverwalter sind mithin Finanzdienstleistungsinstitute mit Erlaubnis zur Erbringung der Finanzportfolioverwaltung gem. § 1a Nr. 3 KWG und Kapitalverwaltungsgesellschaften mit Erlaubnis gem. § 20 I KAGB.

Die Vorgaben des Art. 1 a), VI a), b) ARL II über die Anwendbarkeit des Rechts der Mitgliedsstaaten setzt der Referentenentwurf durch Verweis auf die Anknüpfungstatbestände der ARL II in § 134a II AktG-E um. Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter unterliegen demnach deut-

1731 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 89; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 113.

1732 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 89; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 113.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schem Recht, wenn sie in Deutschland zugelassen sind und in Aktien investieren, die an einem geregelten Markt i.S.d. § 4 I Nr. 21 MiFID II gehandelt werden, unabhängig davon, ob der geregelte Markt in der Union gelegen ist und unabhängig davon, ob es sich um Aktien von Gesellschaften handelt, die ihren Sitz in der Union haben[1733]. Hierzu vertritt der Referentenentwurf die Ansicht, dass es bei Vermögensverwaltern als Kapitalanlagegesellschaften genüge, wenn nur der Verwalter oder der Fonds in Deutschland zugelassen ist[1734].

Der Begriff des Stimmrechtsberaters wird in § 134a I Nr. 3 AktG-E weitestgehend entsprechend der Vorgaben des Art. 2 g) ARL II umgesetzt. Während die Richtlinie unter Stimmrechtsberater jedoch nur juristische Personen fasst, bezieht der Referentenentwurf durch die rechtsformneutrale Formulierung „Unternehmen" auch natürliche Personen und Personengesellschaften mit ein[1735]. Wie bei den institutionellen Anlegern und den Vermögensverwaltern bedient sich der Referentenentwurf des Verweises auf die Anknüpfungstatbestände der Art. 1 II b), VI c), 3j IV ARL II[1736]. Deutsches Recht ist mithin nur auf Stimmrechtsberater anwendbar, die 1.) ihren Satzungssitz im Inland haben, oder 2.) falls sich ihr Satzungssitz nicht in der Union befindet, ihre Hauptverwaltung im Inland haben, oder 3.) falls weder die Voraussetzungen nach vorstehender Ziff. 1.) noch Ziff. 2.) erfüllt sind, ein Stimmrechtsberater eine Niederlassung in Deutschland unterhält, über die er seine Tätigkeit ausübt.

II. §§ 134b, 134c AktG-E: Indirekte Regulierung

Die Art. 3g, 3h und 3i ARL zur Transparenz bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern werden in den §§ 134b, 134c AktG-E umgesetzt[1737]. Die für die indirekte Regulierung der Stimmrechtsberatung bedeutenden Art. 3g I a), b) und 3i ARL II sollen ohne inhaltliche Änderungen in den §§ 134b I Nr. 5, II, III und 134c IV S. 2 Nr. 4 AktG-E umgesetzt

1733 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 90; dazu *Tröger*, ZGR 2019, 126, 141f; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 114.

1734 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 90; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 114.

1735 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 89; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 113.

1736 Dazu bereits unter § 5 C. II., III.

1737 Siehe dazu Begründung RefE (Fn. 1701), S. 91-95; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 143ff; dazu nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 115-121.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

werden. Zu deren Inhalt sei deshalb auf die Ausführungen im Rahmen der ARL II verwiesen[1738].

III. § 134d AktG-E

§ 134d AktG-E ist die zentrale Norm zur Umsetzung der Vorgaben der ARL II betreffend die Proxy Advisors. Mit ihr werden die in den Art. 1, I, II b). VI c), 2g) und 3j ARL II enthaltenen Vorschriften umgesetzt[1739], während die Bestimmungen zur Definition der Stimmrechtsberater und zum Anwendungsbereich in dem bereits dargestellten § 134a I Nr. 3, IV II Nr. 3 AktG-E enthalten sind[1740].

1. Absatz 1: Entsprechenserklärung zu einem Verhaltenskodex

§ 134d I AktG-E dient der Umsetzung des Art. 3j I ARL II, ohne dabei inhaltliche Änderungen vorzunehmen. Stimmrechtsberater haben zu erklären, ob sie den Angaben eines Verhaltenskodex entsprochen haben, welche Vorgaben sie nicht eingehalten haben und welche Alternativmaßnahmen sie stattdessen getroffen haben. Dabei haben die Stimmrechtsberater auf keinen konkreten Verhaltenskodex Bezug zu nehmen, der Referentenentwurf nennt aber in der Begründung ausdrücklich die BPP als eine Möglichkeit[1741]. Stimmrechtsberatern steht es allerdings auch offen, keinen Verhaltenskodex einzuhalten, solange sie erklären, warum sie dies nicht tun, § 134d I S. 2 AktG-E. Art. 3j Unterabs. 3 ARL II verlangt überdies eine jährliche Aktualisierung der Erklärung. § 134d I AktG-E sieht hierfür eine jährliche Erklärung vor, die gem. § 134d III AktG-E auch durch Aktualisierung der veröffentlichten Erklärung erfüllt werden kann[1742].

1738 Siehe dazu unter § 5 C. V. 2., 3.
1739 Siehe dazu Begründung RefE (Fn. 1701), S. 95; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 121.
1740 Siehe dazu bereits unter § 6 B. I.
1741 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 95; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 121; zu den BPP bereits unter § 3 A.
1742 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Absatz 2: Offenlegung

Mit § 134d II AktG-E werden die Offenlegungspflichten der Stimmrechtsberater nach Art. 3j II ARL II umgesetzt. Die Auflistung der zu veröffentlichenden Informationen aus Art. 3j II ARL II wird dabei sprachlich zusammengefasst, ohne dass eine inhaltliche Änderung beabsichtigt ist[1743]. Zum Inhalt des § 134d II Akt-G sei im Einzelnen deshalb auf die Ausführungen zu Art. 3j II ARL II verwiesen[1744].

3. Absatz 3: Veröffentlichung

§ 134d III AktG-E regelt die Veröffentlichungs- und Aktualisierungspflicht in Bezug auf die Pflichten aus § 134d I und II AktG-E. Damit werden die Vorgaben des Art. 3j I Unterabs. III, Abs. II Unterabs. II ARL II umgesetzt. § 134d III AktG-E sieht vor, dass die Informationen nach § 134d I, II AktG-E gesondert oder gebündelt auf der Internetseite des Stimmrechtsberaters für mindestens drei Jahre öffentlich zugänglich zu machen und jährlich zu aktualisieren sind. Hinsichtlich der Vorgaben der ARL II, die in § 134d II AktG-E umgesetzt werden, gibt dies die Richtlinie vor. Der Referentenentwurf sieht darüberhinausgehend vor, dass auch die Erklärungen über die Einhaltung eines Verhaltenskodex nach § 134d I AktG-E mindestens drei Jahre öffentlich im Internet zugänglich zu machen sind. Dies soll Transparenz in Bezug auf die Verhaltensweise vergangener Jahre schaffen und damit die Durchsetzung des Verhaltenskodex auf privatrechtlichem Wege erleichtern[1745].

4. Absatz 4: Information der Kunden über Interessenkonflikte

Nach § 134d IV AktG-E haben die Stimmrechtsberater ihre Kunden unverzüglich über Interessenkonflikte sowie über diesbezügliche Gegenmaßnahmen zu informieren. Damit greift der Referentenentwurf die Vorgaben des Art. 3j III ARL II auf, wonach sicherzustellen ist, dass Stimmrechtsberater

1743 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 96; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 122.
1744 Siehe dazu unter § 5 C. IV. 2.
1745 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 96; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 123.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

tatsächliche oder potenzielle Interessenkonflikte oder Geschäftsbeziehungen, die die Vorbereitung, ihrer Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen beeinflussen könnten, identifizieren und die Kunden darüber und über unternommene Gegenmaßnahmen informieren. Der Wortlaut des § 134d IV AktG-E verzichtet sowohl auf die Unterscheidung zwischen tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten und nennt ausdrücklich auch nicht das Regelbeispiel der „Geschäftsbeziehungen, die die Vorbereitung ihrer Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen beeinflussen könnten“[1746]. Der Referentenentwurf nimmt dadurch sprachliche Vereinfachungen vor, ohne dabei inhaltliche Abweichungen herbeizuführen[1747]. Nach der Begründung des Referentenentwurfs steht § 134d IV AktG-E überdies in Zusammenhang mit § 135 VIII AktG-E, der künftig auch Stimmrechtsberater auf das Aktionärsinteresse verpflichten soll[1748]. Die Einbettung der Regelungen zum Umgang mit Interessenkonflikten ist aus systematischen Gründen in § 134d AktG-E erfolgt, um sie gemeinsam mit den übrigen Verpflichtungen in einer Norm zu regeln[1749].

IV. § 135 AktG-E

§ 135 AktG erfährt durch den Referentenentwurf zum ARUG II eine erhebliche Ausweitung des Anwendungsbereichs. Insbesondere wird das Wort „Kreditinstitut“ in § 135 I AktG-E durch den Begriff des „Intermediärs“ ersetzt, der in § 67a IV AktG-E definiert wird, welcher wiederum der Umsetzung der Vorgaben der Art. 1 V, 2 d) ARL II dient[1750].

Weiterhin werden die „Stimmrechtsberater“ in § 135 VIII AktG-E eingefügt, wodurch die Absätze 1 bis 7 des § 135 AktG-E sinngemäß auf Stimmrechtsberater anzuwenden sind. Die Erstreckung der Anwendung der Absätze 1 bis 7 auf Proxy Advisors wird damit begründet, dass dadurch das gesamte Geschäftsspektrum der Stimmrechtsberatung erfasst werden kön-

1746 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 123.
1747 Ebda.
1748 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 96f; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 123.
1749 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 123.
1750 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 60; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 68.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ne[1751]. Der Referentenentwurf greift hiermit auf, dass manche Stimmrechtsberater lediglich die Beratung im Vorfeld der Hauptversammlung anbieten, während andere zusätzlich für ihre Kunden den gesamten Stimmrechtsvorgang bis hin zur Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung organisieren, womit sie wie ein Stimmrechtsvertreter auftreten. Nach der Begründung des Referentenentwurfs fallen Stimmrechtsberater, die ihren Kunden die Stimmrechtsausübung anbieten, bereits de lege lata unter § 135 VIII AktG[1752]. Umfasst die Leistung des Stimmrechtsberaters hingegen nur die in § 134a I Nr. 3 AktG-E bezeichneten Tätigkeiten, so soll die entsprechende Geltung des § 135 I bis VII AktG auf die Regelungen beschränkt sein, die nach Sinn und Zweck auch auf die Stimmempfehlung ohne Stimmrechtsausübung angewendet werden können[1753]. Hierzu werden in der Begründung des Referentenentwurfs insbesondere § 135 II S. 2 und 4 AktG genannt, wonach die Tätigkeit am Aktionärsinteresse auszurichten ist. Dies soll der Umsetzung des Regelungskerns des Art. 3j III ARL II dienen, während die diesbezüglichen Informationspflichten in § 134d IV AktG-E umgesetzt werden.[1754]

Für Stimmrechtsberater ergibt sich aus der Einbindung in § 135 VIII AktG-E Folgendes[1755]: Erstens haben sie sich gem. § 135 VIII i.V.m. II S. 2 AktG-E bei der Erstellung der Stimmempfehlungen vom Interesse des Aktionärs leiten zu lassen. Zweitens haben sie organisatorische Vorkehrungen dafür zu treffen, dass dabei Eigeninteressen aus anderen Geschäftsbereichen nicht einfließen. Hierfür ist insbesondere ein Mitglied der Geschäftsleitung zu benennen, dass die Einhaltung dieser Pflichten sowie die ordnungsgemäße Ausübung des Stimmrechts sowie deren Dokumentation zu überwachen hat. In seiner Begründung nennt der Referentenentwurf hierzu explizit die Konflikte, die entstehen können, wenn der Stimmrechtsberater sowohl Aktionäre einer Gesellschaft berät als auch gegenüber der Gesellschaft selbst Beratungsleistungen, etwa in Fragen der Corporate Governance, anbietet. Zu Recht wird angemerkt, dass sich die Gesellschaft

1751 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124.
1752 Ebda.
1753 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97f; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124.
1754 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 98; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124.
1755 Vgl. hierzu im Folgenden die Ausführungen der Begründung des RefE (Fn. 1701), S. 98; vgl. dazu nunmehr auch die Begründung des RegE (Fn. 1702), S. 124.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

durch Mandatierung dieses Stimmrechtsberaters eine wohlwollende Stimmrechtsberatung der Aktionäre erhofft.

Hinzu kommen die Pflichten nach § 135 VIII i.V.m. II S. 4 AktG-E[1756], wonach Stimmrechtsberater ihre Kunden darauf hinzuweisen haben, dass ein Vorstandsmitglied oder ein Mitarbeiter des Stimmrechtsberaters Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft ist oder ein Vorstandsmitglied oder Mitarbeiter der Gesellschaft dem Aufsichtsrat eines Stimmrechtsberaters angehört.

Zudem werden „Stimmrechtsberater", wie auch „geschäftsmäßige Stimmrechtsvertreter" in § 135 IX AktG-E aufgenommen, wodurch aus der Verletzung einer Pflicht der Absätze I bis VI des § 135 AktG-E entstehende Schäden im Voraus weder ausgeschlossen noch beschränkt werden können. Der Gesetzgeber bezweckt damit eine haftungsrechtliche Gleichstellung gegenüber Kreditinstituten und sonstigen Intermediären, die ebenso geschäftsmäßig in der Stimmrechtsausübung engagiert sind[1757]. Die Einbindung der Stimmrechtsberater in § 135 IX AktG-E soll überdies eine effiziente Richtlinienumsetzung gewährleisten. Zudem wird durch die Einbeziehung der „geschäftsmäßigen Stimmrechtsvertreter" der Streit, ob § 135 IX AktG auf sie entsprechende Anwendung finden soll, entschieden[1758]. Die Privilegierung von Aktionärsvereinigungen wird hingegen beibehalten. Die zivilrechtliche Haftung der Stimmrechtsberater, im Besonderen gegenüber der Gesellschaft, wird im Referentenentwurf hingegen nicht geregelt, sondern wird ausdrücklich Wissenschaft und Rechtsprechung überlassen[1759].

V. § 405 AktG-E: Ordnungswidrigkeiten

In § 405 IIa Nr. 8-11 AktG-E werden Verstöße gegen die neu geregelten Pflichten der institutionellen Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater aus den §§ 134b, 134c und 134d AktG-E als Ordnungswidrigkeit eingestuft. Dies umfasst insbesondere die Informationen der institutio-

1756 Hierzu ebenso Begründung RefE (Fn. 1701), S. 98; nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124.

1757 Vgl. hierzu im Folgenden die Ausführungen der Begründung des RefE (Fn. 1701), S. 98; vgl. dazu nunmehr auch die Begründung des RegE (Fn. 1702), S. 124f.

1758 Zum Streitstand de lege lata *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 765 m.w.N.

1759 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 96; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 123.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

nellen Anleger und Vermögensverwalter nach § 134b I, II, IV AktG-E (§ 405 IIa Nr. 8 AktG-E), die Informationen, welche Stimmrechtsberater nach § 134d III AktG-E offenzulegen haben (§ 405 IIa Nr. 10 AktG-E), sowie die Informationspflichten gegenüber ihren Kunden wegen Interessenkonflikten und diesbezüglichen Gegenmaßnahmen nach § 134d IV AktG-E (§ 405 IIa Nr. 11 AktG-E). Ein Verstoß gegen diese Verpflichtungen kann nach § 405 IV AktG mit einer Geldbuße von bis zu € 25.000 geahndet werden. Die Vorgaben des § 405 IIa Nr. 8-11 AktG-E sollen die Durchsetzung der Vorgaben der ARL II sicherstellen[1760]. In § 405 IIa Nr. 12 AktG-E wird überdies der Verstoß gegen das Verbot des Ausschlusses des Schadensersatzes nach § 135 IX AktG zur Ordnungswidrigkeit erklärt.

Die Verletzung der Berichtspflicht nach § 134c IV AktG-E findet sich hingegen nicht im Ordnungswidrigkeitenkatalog des § 405 IIa AktG-E. Zur Sicherstellung der Durchsetzung hat sich der Gesetzgeber hierbei dazu entschlossen, dass gem. § 101 II Nr. 5 KAGB i.d.F. Referentenentwurf ARUG II von Kapitalverwaltungsgesellschaften eines Publikumssondervermögens die Angaben nach § 134c IV AktG-E in den Jahresbericht des Fonds einzufügen sind[1761]. Hierdurch wird die Einhaltung der Berichtspflichten nach § 102 KAGB in die Prüfung des Abschlussprüfers miteinbezogen und ist zudem gem. § 107 KAGB zu veröffentlichen[1762]. Überdies sind die Berichtspflichten dadurch gem. § 340 I Nr. 31 KAGB mit einem Bußgeld bewehrt[1763], welches gem. § 340 VII Nr. 2 KAGB bis zu einer Million Euro betragen kann.

C. *Regierungsentwurf des ARUG II*

Der Regierungsentwurf[1764] wurde am 20. März 2019 veröffentlicht. In allen Bereichen des Entwurfs des ARUG II kam es zu punktuellen Änderungen[1765]. Die Vorschriften des Referentenentwurfs zur Umsetzung des Kapitels zur Verbesserung der Transparenz der Mitwirkung von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern haben

1760 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 106; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 135.
1761 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 114; so nunmehr auch Begründung RegE (Fn. 1702), S. 143.
1762 Ebda.
1763 Ebda.
1764 Fn. 1702.
1765 Überblicksartig *Wentz*, WM 2019, 906ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

durch den Regierungsentwurf nur marginale Änderungen erfahren. Gleiches gilt für die Gesetzesbegründung, deren relevante Passagen vollständig übernommen und in Teilen ergänzt wurden. Das geringe Ausmaß der Änderungen spiegelt sich auch in dem minimalen Echo in der Literatur wider: Stellungnahmen zum Regierungsentwurf greifen das Themengebiet, wenn überhaupt[1766], nur beiläufig unter Verweis auf die geringen Modifikationen auf[1767]. Die Regelungen betreffend die Regulierung der Stimmrechtsberater werden nachvollziehbarerweise überhaupt nicht mehr gesondert behandelt – zu marginal sind die Änderungen des Regierungsentwurfs. Auf eine Darstellung des Regierungsentwurfes im Einzelnen kann deshalb verzichtet werden. Die Ausführungen zum Referentenentwurf sind vollumfänglich auf den Regierungsentwurf zu übertragen. Es sei lediglich auf folgende Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf hingewiesen:

§ 134a AktG-E ist unverändert geblieben. In der Begründung wird nunmehr ausdrücklich klargestellt, dass Kreditinstitute bzw. Intermediäre, die ihren Depotkunden die Stimmrechtsausübung nach § 135 AktG anbieten, keine Stimmrechtsberater im Sinne des § 134a I Nr. 3 AktG-E sind, da sie diese nur als unentgeltliche und freiwillige Zusatzleistung zum Depotvertrag erbringen[1768].

In § 134b AktG-E kam es neben redaktionellen Änderungen insoweit zu einer inhaltlichen Änderungen, als dass in § 134b AktG-E die Pflichten zur Veröffentlichung der Einflussnahme auf die Portfoliogesellschaften (§ 134b I Nr. 1 AktG-RefE) und der Ausübung von Aktionärsrechten (§ 134b I Nr. 1 AktG-RefE) gestrichen wurden. Letztere wurde in § 134b I Nr. 1 AktG-RegE zu einer Pflicht zur Veröffentlichung der Mitwirkungspolitik für die Ausübung von Aktionärsrechten, insbesondere im Rahmen ihrer Anlagestrategie konkretisiert[1769]. Inhaltliche Änderungen der Vorgaben der ARL II sind hierdurch jedoch nicht beabsichtigt[1770].

§ 134c AktG-E hat lediglich redaktionelle Änderungen erfahren. Die Gesetzesbegründung ist hingegen an einigen Stellen ausführlicher geworden, ohne dabei jedoch nennenswerte neue Erkenntnisse zu liefern[1771].

1766 Vgl. dazu die in Fn. 1702 nach Themengebieten sortierten Fundstellen von Auseinandersetzungen mit dem RegE.

1767 *Paschos/Goslar*, AG 2019, 365, 372: „keine nennenswerten Änderungen"; *Schmidt*, EuZW 2019, 261: „nur eher kleinere Modifikationen".

1768 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 113.

1769 *Wentz*, WM 2019, 906, 914.

1770 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 116.

1771 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 118ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Im für die Umsetzung der Vorgaben zu den Proxy Advisors zentralen § 134d AktG-E kam es im Gesetzeswortlaut neben kleinen redaktionellen Anpassungen nur zur einer Modifikation: Die Stimmrechtsberater haben nunmehr eine Entsprechenserklärung über „eine[n] näher bezeichneten" Verhaltenskodex abzugeben[1772]. Der Regierungsentwurf begründet diese Ergänzung damit, dass der Kodex mit Blick auf das Transparenzziel der ARL II näher zu bezeichnen sei, sodass der geltende Kodex mitsamt seinen Bestimmungen identifiziert und aufgefunden werden könne[1773]. Dem ist grundsätzlich zuzustimmen[1774]. In der Gesetzesbegründung sieht sich die Regierung weiterhin dazu berufen, festzustellen, dass eine Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen aufgrund fehlerhafter Stimmrechtsberatung nicht in Betracht komme[1775].

Eine weitere redaktionelle Änderung wird in § 135 AktG-E vorgenommen: Hier wird nunmehr tatsächlich *durchgängig* der Begriff des „Kreditinstituts" durch den Begriff des „Intermediärs", der in § 67a IV AktG-E legaldefiniert ist, ersetzt. Im Gesetzestext des Referentenentwurfs war dies nur in § 135 I AktG-RefE vorgesehen, obschon bereits in der dazugehörigen Begründung davon die Rede war, die Begriffsersetzung im § 135 AktG-RefE „durchgängig" vorzunehmen[1776]. Für Stimmrechtsberater ändert sich hierdurch freilich nichts; die Regelungen des § 135 AktG-E finden auf sie aufgrund dessen Absatz 8 i.d.F. AktG-E Anwendung[1777]. Der Wortlaut des § 135 XIII, IX AktG-E ist vom Regierungsentwurf übernommen worden. Gleiches gilt bis auf redaktionellen Änderungen in § 405 IIa Nr. 8, 9 AktG-E auch für die Ordnungswidrigkeitentatbestände.

1772 § 134d I AktG-RegE: „Stimmrechtsberater haben jährlich zu erklären, dass sie den Vorgaben eines näher bezeichneten Verhaltenskodex entsprochen haben und entsprechen oder welche Vorgaben des Verhaltenskodex sie nicht eingehalten haben und einhalten und welche Maßnahmen sie stattdessen getroffen haben. Wenn Stimmrechtsberater keinen Verhaltenskodex einhalten, haben sie zu erklären, warum nicht." [Hervorhebung der Ergänzung durch den RegE].

1773 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 121.

1774 Bereits vor Veröffentlichung des RegE darauf hinweisend, dass der Kodex auch insgesamt veröffentlicht werden müsse, *Seulen*, DB 2018, 2915, 2920.

1775 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 123: „Die Stimmrechtsberatung wird aufgrund vertraglicher Vereinbarungen im (Innen-)Verhältnis zwischen Stimmrechtsberater und Auftraggeber erbracht und kann daher keinen Anfechtungsgrund im (Außen-)Verhältnis zur Gesellschaft begründen." – Dies ist so offensichtlich, dass auf diese Fragestellung im Rahmen der vorliegenden Untersuchung nicht eingegangen worden ist.

1776 Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97.

1777 Siehe dazu bereits unter § 6 B. IV.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

D. Gesetzesbeschluss des Bundestages über das ARUG II

Der Bundestag hat das ARUG II am 14. November 2019 in der vom Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz empfohlenen Änderungsfassung des Regierungsentwurfs zum ARUG II beschlossen[1778]. Dabei ist es bezüglich der Regelungen betreffend die Stimmrechtsberatern zu keinen Änderungen gegenüber dem Regierungsentwurf gekommen, sodass vollumfänglich auf die diesbezüglichen Ausführungen verwiesen sei.

Kurze Erwähnung finden soll hier nur die nunmehrige Einführung des § 87 IV AktG-ARUG II. Demnach kann die Hauptversammlung auf Antrag nach § 122 Absatz 2 Satz 1 die – ebenfalls neu einzuführende – nach § 87a Absatz 1 Satz 2 Nummer 1 festgelegte Maximalvergütung herabsetzen. Dieser Hauptversammlungsbeschluss bindet den Aufsichtsrat und geht einer Festlegung der Maximalvergütung im Vergütungssystem nach § 87a AktG-ARUG II vor[1779]. Mit § 87 IV AktG-ARUG II wird also eine neue Hauptversammlungskompetenz im für Stimmrechtsberater bedeutenden Bereich der Vorstandsvergütung normiert. Diese Kompetenzverschiebung zugunsten der Hauptversammlung wird einen weiteren Beschlussgegenstand schaffen, der der informellen Einflussnahme von Stimmrechtsberatern auf die Verwaltungsorgane zuträglich ist. Der Kompetenzgewinn der Hauptversammlung geht dabei zulasten des Aufsichtsrats[1780], der einen Einschnitt in seine zentrale Personalkompetenz erleidet.

E. Bewertung des Gesetzesbeschlusses des Bundestages zum ARUG II

I. Eins-zu-Eins Umsetzung der Vorgaben der ARL II

Der Gesetzesbeschluss entscheidet sich mithin inhaltlich weitestgehend zu einer Eins-zu-Eins Umsetzung der Vorgaben der ARL II, was in der Regie-

---

1778 BT-Drucks. 19/9739, 19/10507, 19/15153.

1779 Begründung Beschlussempfehlung des Bundestagsausschusses für Recht und Verbraucherschutz (Fn. 1721), S. 63.

1780 Dies ist auch dem Bundestagsausschuss für Recht und Verbraucherschutz wohl bewusst: „Die Vergütungskompetenz verbleibt […] im Übrigen [*Hervorhebung des Verf.*] weiterhin beim Aufsichtsrat", siehe Begründung Beschlussempfehlung des Bundestagsausschusses für Recht und Verbraucherschutz (Fn. 1721), S. 63; kritisch dazu *Kley,* AG 2019, 818, 822: „vom Gedanken des Aktiengesetzes nicht gedeckte Verschiebung von Zuständigkeiten vom Aufsichtsrat in die Hauptversammlung".

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rungsbegründung wiederholt betont wird[1781]. Die in Bezug auf die direkte und indirekte Regulierung der Stimmrechtsberater relevanten §§ 134a I Nr. 3, II Nr. 3; 134b II, III; 134c IV Nr. 4 und 134d AktG-ARUG II übernehmen inhaltlich Richtlinienvorgaben, ohne wesentlich überschießende Tendenz. Die Ausweitung des Begriffs „Stimmrechtsberater" in § 134a I Nr. 3 AktG-ARUG II auf natürliche Personen und Personengesellschaften wird in der Praxis aufgrund der gewählten Rechtsformen der Stimmrechtsberater keine Auswirkungen haben[1782]. Ebenso wenig ins Gewicht fällt die Pflicht, die Erklärung über die Einhaltung eines Verhaltenskodex mindestens drei Jahre öffentlich zugänglich zu machen, § 134d III AktG-ARUG II. Die Vorgaben zu Offenlegung und Transparenz sollen mithin im Wege einer Eins-zu-Eins Umsetzung ins deutsche Recht transformiert werden. Mangels inhaltlicher Abweichungen von den Richtlinienvorgaben kann zur Bewertung insoweit auf die Ausführungen zur ARL II verwiesen werden[1783].

Positiv zu werten sind die Bemühungen, die oft sperrigen Formulierungen der Richtlinie sprachlich zusammenzufassen. Der Gesetzesbeschluss führt dies etwa in § 134d II und IV AktG-ARUG II[1784] durch[1785]. Abweichungen vom Richtlinientext und zusammenfassende Formulierungen steigern zwar Lesbar- und Übersichtlichkeit der Vorschriften, bergen aber auch das Risiko ins sich, zu einer ungenauen Umsetzung beizutragen, die im Hinblick auf die Richtlinienvorgaben Auslegungsfragen hervorrufen kann[1786]. Der Gesetzesbeschluss setzt das Mittel der verdichteten Formulierung jedoch gezielt und punktuell ein, ohne dabei grundsätzliche Auslegungsfragen aufzuwerfen. Aufgrund der sperrigen Formulierungen der ARL II ist dieses Umsetzungsmittel insgesamt zu begrüßen. Hinsichtlich

---

1781 Vgl. etwa Begründung RegE (Fn. 1702), S. 122, 123; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 96, 97.

1782 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 113; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 89; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 176f; dies deshalb für überflüssig erachtend *Tröger*, ZGR 2019, 126; ohne Einwände *Paschos/Goslar*, AG 2018, 857, 871.

1783 Siehe dazu unter § 5 D.

1784 Für eine Übernahme des Wortlauts des Art. 3j III ARL II hingegen *Paschos/Goslar*, AG 2018, 857, 873.

1785 Vgl. dazu Begründung RegE (Fn. 1702), S. 122, 123; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 96, 97.

1786 So *Tröger*, ZGR 2019, 126, 156 Fn. 107, der exemplarisch anführt, dass sich die Zielrichtung der Informationspflichten, die in der ARL II nur die Vorbereitung der Recherchen, Beratungen und Stimmrechtsempfehlungen transparent machen sollen, in der Umsetzung nicht wiederfindet.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

der Umsetzung der Anknüpfungstatbestände zur Anwendung nationalen Rechts hat sich der Gesetzesbeschluss ebenso für eine kurze, prägnante Variante entschieden, und zwar indem § 134a II Nr. 1 bis 3 AktG-ARUG II direkt auf die Passagen der ARL II verweisen. Diesbezüglich ist jedoch in entgegengesetzte Richtung Kritik zu üben. Der direkte Verweis auf die Vorgaben der Art. 1 II und II sowie 3j IV ARL II führt zwar zu einer kurzen, dadurch aber komplizierten und anwendungsunfreundlichen Regelung[1787]. Hier sollte überdacht werden, ob man sich nicht für eine Ausformulierung und „Übersetzung" der Vorgaben im nationalen Recht entscheidet. Dass dies durchaus erforderlich ist, zeigen die ausführlichen Erläuterungen in der Begründung zu § 134a II AktG-ARUG II, obschon es sich um eine hundertprozentige Eins-zu-Eins Umsetzung handelt.

II. Durchsetzung der Vorgaben der ARL II

Art. 3g I, 3i I, III und 3j I, II, III ARL II verpflichten den nationalen Gesetzgeber darüber hinaus, sicherzustellen, dass die Verpflichtungen bezüglich Offenlegung und Berichterstattung von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern eingehalten werden. Wie die Mitgliedsstaaten dies sicherstellen, überlässt die Richtlinie ihnen. Der Gesetzesbeschluss sieht hierfür die Ordnungswidrigkeitentatbestände des § 405 IIa Nr. 8 bis 11 AktG-ARUG II vor. Die Bußgeldbewehrung von Verstößen gegen die Vorgaben der §§ 134b, 134c und 134d AktG-ARUG II stellt ein durchaus taugliches Mittel der Durchsetzung dar. Zu kritisieren ist allerdings, dass in § 405 IIa Nr. 8-10 AktG-ARUG II nur die Nichtzugänglichmachung von Informationen bußgeldbewehrt ist, nicht aber die inhaltliche Richtigkeit der Angaben[1788]. Weiterhin bleibt zu überlegen, ob der auf € 25.000 begrenzte Bußgeldrahmen hinreichende Abschreckungswirkung entfalten kann[1789]. Eine Alternativlösung zeigt der Gesetzesbeschluss selbst mit der Einbettung der Angaben nach § 134c IV AktG-ARUG II in den Jahresbericht nach § 101 KAGB auf. Hierdurch wird nicht nur die Bußgeldbewehrung erheblich erhöht, sondern die Einhaltung die-

1787 Ebenso *Tröger*, ZGR 2019, 126, 142; für die Verweistechnik im Sinne einer „schlanken" Regelung hingegen *Schmidt*, NZG 2018, 1201, 1218.

1788 *Deutscher Notarverein*, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechtrichtlinie (ARUG II), S. 3.

1789 So auch *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 183, die jedoch zugleich darauf hinweisen, dass zudem Unternehmensgeldbußen nach § 30 OWiG möglich sein werden.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ser Berichtspflichten überdies nach § 102 KAGB in die Prüfung des Abschlussprüfers miteinbezogen.[1790] Eine solche Einbettung der Berichtspflichten könnte auch hinsichtlich derer der institutionellen Anleger angedacht werden, etwa in Anknüpfung an die Abschlussprüfung nach § 35 VAG. Bei den Stimmrechtsberater ist ein solches Vorgehen nicht möglich, da sie keiner aufsichtsrechtlichen Zulassung unterliegen. In Anbetracht der doch allgemein gehaltenen Veröffentlichungspflichten und der abwartenden Vorgehensweise der Union bei der Regulierung der Stimmrechtsberater erscheint eine behördliche Aufsicht der Stimmrechtsberater, insbesondere durch einen Alleingang Deutschlands, hingegen nicht angezeigt.

III. Ausweitung des Anwendungsbereichs des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater

Die Ausweitung der Vorschriften des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater ist grundsätzlich zu begrüßen. De lege lata fallen Stimmrechtsberater nur unter § 135 AktG, wenn sie auf der Hauptversammlung als Stimmrechtsvertreter auftreten. Dies wird jedoch der Bedeutung und dem Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Stimmrechtsausübung nicht gerecht. Bieten Stimmrechtsberater neben der Beratungsleistung zusätzlich die Organisation des Stimmprozesses an, so führen die Stimmrechtsberater faktisch die Stimmabgabe ihrer Kunden herbei, ohne dass diese außer einer irgendwie gearteten (blinden) Zustimmung zur Stimmrechtsausübung etwas beizutragen haben. Aufgrund der Eröffnung der Möglichkeit der Briefwahl ist es Investoren möglich, entweder elektronisch, schriftlich, durch Weisung an einen Vertreter der Gesellschaft oder über ein Depotinstitut ihr Stimmrecht auszuüben. In allen diesen Varianten kann der Abstimmungsprozess vom Stimmrechtsberater organisiert, das heißt bis hin zur Weisung an den Vertreter oder zur Absendung der Stimmentscheidung gänzlich vorbereitet werden, ohne dass der Stimmrechtsberater als Stimmrechtsvertreter i.S.d. § 135 AktG zu qualifizieren ist. Der Gesetzesbeschluss greift damit einen Vorschlag zum Umgang mit Stimmrechtsberatern aus der Literatur auf[1791]. § 135 AktG ist jedoch eben primär auf die Stimmrechtsvertretung ausgelegt, weshalb nur wenige Regelungen sinngemäß auf Stimmrechtsbe-

1790 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 143; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 114.

1791 *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 940; *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2015, 54, 58.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rater anzuwenden sind. Der Gesetzesbeschluss nennt insbesondere § 135 II S. 2 und S. 4 AktG[1792]. Damit unterfallen Stimmrechtsberater effektiv drei Vorgaben des § 135 AktG: Erstens sind die Stimmempfehlungen an das Aktionärsinteresse gebunden, zweitens ist eine Compliance-Organisation zur Absicherung der Bindung an das Aktionärsinteresse zu unterhalten und drittens sind Hinweispflichten bei personellen oder mitgliedschaftlichen Verflechtungen einzuhalten.

1. Inhaltliche Vorgaben an Stimmrechtsberater

Laut der Begründung des Regierungsentwurfs soll die Einbeziehung der Stimmrechtsberater in § 135 AktG der Umsetzung des Regelungskerns des Art. 3j III ARL II dienen. Die Richtlinie verlangt insoweit, dass die Mitgliedsstaaten sicherstellen, dass die Stimmrechtsberater Interessenkonflikte, denen sie unterliegen oder unterliegen könnten, identifizieren und ihre Kunden unverzüglich sowie über die getroffenen Gegenmaßnahmen informieren. Sicherzustellen ist mithin zunächst, dass die Stimmrechtsberater Interessenkonflikte identifizieren. In einem weiteren Schritt haben sie sodann ihre Kunden darüber und über getroffene Maßnahmen zur Begegnung dieser Konflikte zu informieren.

a) Information der Kunden über Interessenkonflikte und Gegenmaßnahmen

Die Information der Kunden über Interessenkonflikte und getroffene Gegenmaßnahmen setzt der Gesetzesbeschluss bereits in § 134d IV AktG-ARUG II um[1793]. Darüber hinaus wird die Offenlegung gegenüber dem Kunden für einen Interessenkonflikt bei personellen oder mitgliedschaftlichen Verflechtungen nach § 135 VIII i.V.m. II S. 4 AktG ausdrücklich geregelt. Hierdurch werden die Stimmrechtsberater verpflichtet, ihre Kunden darauf hinzuweisen, wenn ein Vorstandsmitglied oder ein Mitarbeiter Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft ist, für deren Hauptversammlung Stimmempfehlungen erstellt werden, oder ein Vorstandsmitglied oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft dem Aufsichtsrat des Stimmrechtsberaters

1792 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 98.

1793 Siehe dazu bereits unter § 6. B. III. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

angehört. Funktion des § 135 II S. 4 AktG ist es, den Aktionären Interessenkonflikte aufzuzeigen, die bei personellen Verflechtungen bestehen können[1794]. Die Anwendung des § 135 II S. 4 AktG auf Stimmrechtsberater liegt damit genau in dem vom Gesetzgeber verfolgten Ziel der Offenlegung von Interessenkonflikten. Eine explizite Nennung eines Interessenkonfliktes wegen personeller Verflechtungen hätte es hingegen nicht bedurft. Eine diesbezügliche Pflicht zur Offenlegung lässt sich wie gerade gezeigt bereits § 134d IV AktG-ARUG II entnehmen[1795].

b) Identifikation von Interessenkonflikten

Wie die Mitgliedsstaaten sicherstellen, dass Stimmrechtsberater Interessenkonflikte „identifizieren", ist hingegen dem Umsetzungsermessen der Mitgliedsstaaten überlassen. Im Regierungsentwurf wird dieses Ermessen erheblich genutzt, indem Stimmrechtsberatern mittels Einbindung in § 135 AktG eine Bindung an das Interesse des Aktionärs bei Erstellung der Stimmempfehlungen auferlegt wird. Zudem haben sie organisatorische Maßnahmen dafür zu treffen, dass Eigeninteressen aus anderen Geschäftsbereichen nicht einfließen. Zur Einhaltung dieser Pflichten ist ein Mitglied der Geschäftsleitung zu benennen, welches die ordnungsgemäße Ausübung des Stimmrechts und ihre Dokumentation zu überwachen hat, § 135 VIII i.V.m. II S. 2 AktG-ARUG II. Die Bindung der Stimmrechtsberater an das Interesse der Aktionäre bei Erstellung der Stimmempfehlung ist grundsätzlich zu begrüßen, wird aber regelmäßig bereits aus den Verträgen mit ihren Kunden abgeleitet werden können[1796]. Im Gegensatz zum Kreditinstitut, das zwar vom Aktionär zur Stimmrechtsvertretung bevollmächtigt wird, bei dem die Ausübung des Depotstimmrechts jedoch hinter die Erbringung sonstiger Finanzdienstleistungen zurücktritt, wird der Stimmrechtsberater ja gerade von seinem Kunden explizit zur Erstellung der Stimmempfehlung beauftragt und fertigt diese auf Grundlage individueller bzw. zumindest vom Kunden ausgewählter Stimmrechtsrichtlinien an.

Bedeutender Aussagegehalt des § 135 II S. 2 AktG ist jedoch mit Hinblick auf die Stimmrechtsberatung bzw. die Stimmrechtsvertretung außer-

1794 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 57; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 378, zugleich für eine Streichung des § 135 II S. 4 AktG, den er für überholt erachtet, vgl. Rn. 379.

1795 Ebenso *Tröger*, ZGR 2019, 126, 160.

1796 *Tröger*, ZGR 2019, 126, 160.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

halb des Depotstimmrechts nicht die Bindung an das Aktionärsinteresse, sondern vielmehr dessen Absicherung. Ziel der mit dem KonTraG eingeführten Regelung ist die Begrenzung des Einflusses der Banken und die Absicherung der Fremdnützigkeit der Dienstleistung[1797]. Welche Geschäftsbereiche als konfliktträchtig anzusehen sind, gibt das Gesetz dabei nicht vor. Diese haben die Kreditinstitute vielmehr individuell anhand ihres Geschäftsmodells zu bestimmen, und auf dieser Grundlage geeignete organisatorische Vorkehrungen zu treffen[1798]. Nach der Regierungsbegründung meint das KonTraG mit den organisatorischen Maßnahmen jedoch keine Abschottung der Geschäftsbereiche[1799]. Ausreichend ist die Ermöglichung einer institutionell unabhängigen Entscheidung. Hierzu genügt, dass die betroffenen Mitarbeiter nicht dem konfliktträchtigen Geschäftsbereich angehören und sie insoweit auch keiner Weisungsbindung unterliegen.[1800] Zu den organisatorischen Vorkehrungen gehört weiterhin, dass die Erwägungen, die zur Stimmempfehlung geführt haben, dokumentiert werden[1801]. In der Begründung des Regierungsentwurfs zum ARUG II wird ausdrücklich der auf der parallelen Corporate Governance Beratung durch die *ISS*-Tochter *ICS* beruhende Interessenkonflikt genannt. Es ist zu begrüßen, dass sich der Gesetzgeber diesem offensichtlichen Interessenkonflikt widmet und ihm mit konkreten Maßnahmen begegnet[1802]. Wendet man die Vorgaben auf die parallele Corporate Governance Beratung durch *ICS* an, zeigt sich, dass zumindest offiziell die Vorgaben einer Compliance Organisation bereits eingehalten zu werden scheinen: Nach eigenen Angaben hat *ISS* sog. „firewalls" zwischen Stimmrechtsberatung und Corporate Governance Beratung eingerichtet, indem die Abteilungen personell und räumlich voneinander getrennt wurden und man zudem Prozessabläufe zur Vermeidung von Interessenkonflikten implementiert

1797 Regierungsbegründung zum KonTraG v. 28.01.1998, BT-Drucks. 13/9712, S. 18; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 53; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 346.

1798 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 54; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 350.

1799 Regierungsbegründung zum KonTraG v. 28.01.1998, BT-Drucks. 13/9712, S. 18.

1800 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 21; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 54; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 352f; *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 84; *Herrler,* in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 25.

1801 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 54; *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 84; *Herrler,* in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 25.

1802 Ablehnend *Tröger*, ZGR 2019, 126, 160: „unnötiges „Spiel mit dem Feuer".

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

hat[1803]. Angesichts des offensichtlichen Interessenkonflikts ist die Entscheidung des Gesetzgebers richtig, dieses Feld nicht mehr freiwilliger Selbstregulierung zu überlassen, sondern selbst tätig zu werden. Dabei geht der Regierungsentwurf über die Vorgaben des Art. 3j III ARL II hinaus, der nur vorgibt, dass die Mitgliedsstaaten sicherzustellen haben, dass Stimmrechtsberater Interessenkonflikte identifizieren. Die Anknüpfung an die Vorgaben zur Compliance-Organisation aus § 135 II S. 2 AktG zielt aber nicht nur auf die Identifikation, sondern zudem auf die Vermeidung von Interessenkonflikten ab. Hierdurch wird ein Manko der ARL II aufgegriffen und versucht, die Problematik einer Lösung zuzuführen.

c) Pflicht zur Veröffentlichung der Stimmempfehlungen

In der Literatur wird überdies vertreten, dass die Einbeziehung der Stimmrechtsberater in § 135 AktG dazu führe, dass diese ihre Stimmempfehlungen vor der Hauptversammlung unter Anknüpfung an § 135 II S. 1 AktG auf ihrer Website zugänglich zu machen haben[1804]. Damit wäre die Problematik, dass den Emittenten die Stimmempfehlungen unbekannt sind, beseitigt[1805]. Nach 135 II S. 1 AktG haben Kreditinstitute dem Aktionär rechtzeitig eigene Vorschläge für die Ausübung des Stimmrechts zu den einzelnen Gegenständen der Hauptversammlung zugänglich zu machen. Die Zugänglichmachung kann durch Abrufbarkeit auf der Internetseite des Kreditinstituts erfüllt werden[1806]. Die Anwendung von § 135 II S. 1 AktG auf Stimmrechtsberater zwingt sie jedoch nicht dazu, die Zugänglichmachung durch Veröffentlichung auf ihrer Internetseite zu gewährleisten. Der Vorgabe kann ebenso durch Übersendung der Abstimmungsvorschläge an die Aktionäre nachgekommen werden[1807]. Der Wortlaut des § 135 II S. 1 AktG fordert nämlich nur die Zugänglichmachung gegenüber dem Aktionär, nicht hingegen gegenüber der Öffentlichkeit oder aber der Gesellschaft.

1803 Siehe dazu bereits unter § 2 E. I. 1. mit Nachweisen in den Fn. 284ff.
1804 *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 940; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 733, 744.
1805 Ebda; im Zusammenhang mit falschen Tatsachen, die einer Stimmrechtsempfehlung zugrunde liegen können bereits unter § 2 E. II. und § 5 D. III. 2.
1806 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 328; *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 76.
1807 *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 76.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

2. Rechtsdurchsetzung

Entscheidend für die Wirkkraft der Ausweitung des § 135 VIII AktG-ARUG II auf Stimmrechtsberater ist, ob die Vorgaben effektiv durchgesetzt werden können.

a) Haftung

§ 135 AktG selbst begründet keinen Haftungsanspruch[1808]. Aus der Einbeziehung der Stimmrechtsberater in § 135 VIII AktG-ARUG II könnte sich aber ein deliktischer Schadensersatzanspruch des beauftragenden Aktionärs ergeben. Nach herrschender Meinung handelt es sich bei § 135 AktG in Gänze um ein Schutzgesetz i.S.d § 823 II BGB[1809]. Für den beauftragenden Aktionär wird die deliktische Haftung aus § 823 II i.V.m. § 135 II AktG jedoch hinter den vertraglichen Schadensersatzanspruch aus dem Stimmrechtsberatungsvertrag zurücktreten. Haftungsrechtliche Bedeutung würde der Einbeziehung der Stimmrechtsberater jedoch zukommen, wenn hierdurch auch der Gesellschaft ein Schadensersatzanspruch aus § 823 II BGB i.V.m. § 135 II AktG erwüchse. Eine Anknüpfung hierfür bestünde, wenn die Stimmrechtsberatung nicht am Aktionärsinteresse gem. § 135 II S. 2 AktG ausgerichtet wäre. Der Begriff des Aktionärsinteresses in § 135 II S. 2 AktG grenzt negativ das Eigeninteresse des Depotinstituts ab[1810]. Positiv beschrieben wird das Aktionärsinteresse als das hypothetische Interesse eines informierten und verständigen Durchschnittsaktionärs[1811]. Als Aktionärsinteresse ist dabei also nicht das Interesse eines ein-

1808 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 661; *Riekers*, in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 113; zur Haftung der Stimmrechtsberater siehe bereits unter § 3 C.

1809 *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 189; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, § 135 AktG Rn. 55; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 662; zweifelnd, ob der § 135 AktG in Gänze als Schutzgesetz anzusehen ist, ohne jedoch eine Differenzierung hinsichtlich der einzelnen Regelungen durchzuführen *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 51; *Riekers*, in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 113; *Holzborn*, in: Bürgers/Körber, § 135 AktG Rn. 52.

1810 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 336; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 20.

1811 Regierungsbegründung zum KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 18: „Die Bundesregierung ist sich bewußt, daß mit der Ausrichtung des Abstimmungsvorschlags am Aktionärsinteresse nur ein hypothetisches Interesse eines Durchschnittsaktionärs gemeint sein kann."; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 338; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 20; *Riekers*, in: Spindler/Stilz, § 135

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zelnen (Groß-) Aktionärs zu verstehen. Dieser ist nach der Regierungsbegründung zum KonTraG darauf verwiesen, seine vom hypothetischen Aktionärsinteresse abweichenden Interessen durch Weisung gegenüber dem Depotinstitut zu verfolgen.[1812] Weichen das Aktionärsinteresse und das Gesellschaftsinteresse voneinander ab, so sollen die Interessen im Vorschlag für die Stimmrechtsausübung vom Institut in angemessenen Ausgleich gebracht werden[1813]. Dies kann hinsichtlich der bisherigen Rechtslage überzeugen: § 135 II S. 2 AktG regelt die Anforderungen an Vorschläge für die Stimmrechtsausübung, die an eine Vielzahl von Aktionären adressiert sind. Hinsichtlich der nach § 135 VIII AktG-ARUG II in den Anwendungsbereich des § 135 II S. 2 AktG einbezogenen Stimmrechtsberater kann dieses Ergebnis jedoch nicht ungeprüft übernommen werden. Hiergegen spricht zum einen, dass der Proxy Advisor sich aufgrund individuellen Stimmrechtsberatungsvertrags dazu verpflichtet, die Stimmempfehlung an den konkreten durch Stimmrechtsrichtlinien näher bestimmten Interessen des beauftragenden, einzelnen Aktionärs auszurichten. Zum anderen umfasste die auf das hypothetischen Aktionärsinteresse abstellende Regierungsbegründung zum KonTraG die nach individuellen Kundenpräferenzen agierenden Stimmrechtsberater noch nicht.

Richtet der Stimmrechtsberater seine Stimmempfehlung nun am konkreten Aktionärsinteresse seines Kunden aus, so können dieses und das Gesellschaftsinteresse im Widerspruch zueinander stehen. Bei einer Diskrepanz von Aktionärsinteresse und Gesellschaftsinteresse ist der Aktionär bei der Ausübung seines Stimmrechts an die Grenzen der mitgliedschaftlichen Treuepflicht gebunden[1814]. Hierbei wird in der Literatur eine Unterscheidung zwischen eigen- und uneigennützigen Aktionärsrechten vorgenommen[1815]. Steht nun die Abstimmung zu einem Beschlussgegenstand an, der ein uneigennütziges Aktionärsrecht betrifft, so hat der Aktionär in seine Abstimmungsentscheidung Belange anderer Stakeholder einzubeziehen, sie also am Gesellschaftsinteresse auszurichten und seine Eigeninteressen unterzuordnen[1816]. Aufgeworfen wird damit die Frage, ob der Stimm-

---

AktG Rn. 51; *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 82; *Herrler,* in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 24;

1812 Regierungsbegründung zum KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 19; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 339; *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 82.

1813 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 343; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 135 AktG Rn. 20; *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 52.

1814 Siehe dazu bereits unter § 4 D. I. 1. a) aa).

1815 Ebda; Nachweise in Fn. 1118.

1816 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

rechtsberater die Stimmempfehlung hieran auszurichten hat, oder ob er dennoch allein die Interessen seines Kunden der Abstimmungsempfehlung zugrunde zu legen hat. Für eine ausschließliche Ausrichtung der Stimmempfehlung spricht zunächst der Wortlaut des § 135 II S. 2 AktG, in dem vom „Interesse des Aktionärs" die Rede ist. Hiergegen spricht allerdings, dass der Stimmrechtsberater gegenüber seinem Kunden dadurch im Einzelfall eine Stimmempfehlung aussprechen würde, bei deren Befolgung der Kunde – also der Aktionär – sein Stimmrecht treuwidrig ausüben würde und sich hierdurch gegenüber der Gesellschaft wegen Verletzung der Treuepflicht schadensersatzpflichtig machen könnte. Wenngleich die Anforderungen einer Inanspruchnahme des Aktionärs wegen treuwidriger Stimmrechtsausübung durch die Gesellschaft hoch sind, handelt es sich dabei um eine haftungsbewehrte Pflichtverletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht. Will der Aktionär die Ausübung seines Stimmrechts in einem solchen Fall entgegen der Treuepflicht ausschließlich an seinen eigenen Interessen ausrichten, so hat er diese Entscheidung eigenständig zu treffen. Sie darf ihm aber nicht durch die Stimmempfehlung des Stimmrechtsberaters vorgezeichnet werden. Eine solche Empfehlung zur Verletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht des Aktionärs wäre nicht mit dem Schutzzweck des § 135 II S. 2 AktG vereinbar. Stimmempfehlungen von Stimmrechtsberatern zu uneigennützigen Beschlussgegenständen sind folglich nach § 135 VIII AktG-ARUG II am Gesellschaftsinteresse auszurichten.

Eine deliktische Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber dem Emittenten muss dennoch ausscheiden: § 135 AktG ist richtigerweise lediglich als Schutzgesetz i.S.d. § 823 II BGB zugunsten der Gesellschaft anzusehen, wenn Verstöße gem. § 135 VII AktG die Beschlusswirksamkeit betreffen[1817]. Verstöße gegen § 135 II S. 2 AktG beeinträchtigen die Wirksamkeit der Stimmabgabe hingegen nicht, vgl. § 135 VII AktG.

Nur dem beauftragenden Aktionär steht mithin neben seinem vertraglichen Schadensersatzanspruch ein deliktischer Anspruch gegen den Stimmrechtsberater nach § 823 II BGB i.V.m. § 135 II S. 2 AktG zu. Gemäß § 135 IX AktG-ARUG II können diese Ansprüche auch nicht im Voraus ausgeschlossen oder beschränkt werden. Weitere Haftungserleichterungen enthält § 135 AktG hingegen nicht. Bei Verstößen gegen die Vorgaben des § 135 II S. 2, 4 AktG haben Stimmrechtsberater mithin nur haftungsrechtliche Folgen zu befürchten, falls tatsächlich ein Schaden nachgewiesen

1817 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 673.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

werden kann. Dies wird, wenn überhaupt, nur in absoluten Ausnahmefällen gelingen[1818].

b) Ordnungswidrigkeiten

Die Vorschriften des § 135 AktG sind überdies in Teilen bußgeldbewehrt. Die Ordnungswidrigkeitentatbestände des § 405 III Nr. 1, 4 und 5 AktG erfassen jedoch nur die Verbote der Stimmrechtsausübung[1819]. Ordnungswidrig handelt damit nur, wer Aktien eines anderen ohne Berechtigung zur Stimmrechtsausübung nutzt. Verstöße gegen § 135 II S. 2, 4 AktG sind folglich nicht bußgeldgewehrt.

c) Depotprüfung

Da nicht alle Vorschriften des § 135 AktG bußgeldbewehrt sind, eine Disziplinierung durch Schadensersatzhaftung stets einen Schaden voraussetzt und zudem nicht alle Verstöße gegen § 135 AktG offenkundig werden, hat der Gesetzgeber zur Absicherung der Einhaltung des § 135 AktG entschieden, die Depotprüfung hierauf zu erstrecken[1820]. Aus diesen Gründen handelt es sich bei der Depotprüfung auch um die bedeutendste Form der Rechtsdurchsetzung. Sie bezieht sich gem. § 29 II S. 3, 4 KWG, § 66 I PrüfbV[1821] auf die Überprüfung der Einhaltung der Bestimmungen des § 135 AktG[1822], insbesondere auch der für die Stimmrechtsberater bedeutenden Bestimmungen des § 135 II S. 2[1823] und S. 4[1824] AktG. Bei Instituten, die neben dem Depotgeschäft nach § 1 I S. 2 Nr. 5 KWG auch Wertpa-

1818 Dazu bereits unter § 3 C. I. 2.
1819 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 115; *Herrler,* in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 47; vgl. dazu auch *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 192; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 689ff.
1820 *Arnold,* in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 193; *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 708.
1821 Verordnung über die Prüfung der Jahresabschlüsse der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute sowie über die darüber zu erstellenden Berichte (Prüfungsberichtsverordnung – PrüfbV) v. 11.6.2015 (BGBl. 2015 I, S. 930), zuletzt geändert durch Art. 1 der VO v. 16.1.2018 (BGBl. 2018 I, S. 134).
1822 *Riekers,* in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 116; *Herrler,* in: Grigoleit, § 135 AktG Rn. 47; ausführlich zum Prüfungsumfang der Finanzmarktaufsicht *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 694ff.
1823 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 697, 707.
1824 *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 701.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

pierdienstleistungen nach § 2 III WpHG erbringen, wird die Depotprüfung mit der Prüfung des Wertpapiergeschäfts gem. § 89 I S. 2 WpHG zusammengefasst[1825], wobei der Prüfungsbericht nach § 12 Nr. 2 WpDPV[1826] Angaben zur Einhaltung des § 135 AktG zu enthalten hat[1827]. Stimmrechtsberater unterfallen jedoch der Depotprüfung nicht[1828], da sie kein Depotgeschäft i.S.d. § 1 I S. 2 Nr. 5 KWG betreiben.

d) § 134d IV AktG-ARUG II

Zur Rechtsdurchsetzung der Vorgaben des § 135 AktG könnte schließlich noch die Berichtspflicht nach § 134d IV AktG-ARUG II beitragen, die lautet: „Stimmrechtsberater haben ihre Kunden unverzüglich über Interessenkonflikte sowie über diesbezügliche Gegenmaßnahmen zu informieren." In der Begründung des Gesetzesbeschluss heißt es, dass der Regelungskern des Art. 3j III ARL II in § 135 VIII AktG-ARUG II umgesetzt werde, während die damit zusammenhängenden Berichtspflichten aus § 134d IV AktG-ARUG II folgen sollen[1829]. Die Auftrennung des Inhalts des Art. 3j III ARL II durch Umsetzung der inhaltlichen Vorgabe zur Identifikation von Interessenkonflikten in § 135 VIII i.V.m. II S. 2, 4 AktG-ARUG II und der Informationspflichten über Interessenkonflikte und getroffene Maßnahmen in § 134d IV AktG-ARUG II zeigen, dass die Informationspflichten nur begrenzt zur Rechtsdurchsetzung des § 135 AktG beitragen können. Die Berichtspflicht aus § 134d IV AktG-ARUG II ist zwar gem. § 405 IIa Nr. 11 AktG-ARUG II bußgeldbewehrt. Eine Ordnungswidrigkeit begehen Stimmrechtsberater jedoch nur, wenn sie eine in § 134d IV AktG-

1825 Zu § 36 I S. 2 WpHG i.d.F. v. 25.06.2017 *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 708ff.

1826 Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 89 des Wertpapierhandelsgesetzes (Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung - WpDPV) vom 17. Januar 2018 (BGBl. I S. 140).

1827 Zu § 6 III Nr. 2 WpDPV i.d.F. WpDPV 2004 (Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 36 des Wertpapierhandelsgesetzes (Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung - WpDPV) vom 16. Dezember 2004, (BGBl. I S. 3515), zuletzt geändert durch § 22 Satz 2 Wertpapierdienstleistungs-PrüfungsVO vom 17.1.2018 (BGBl. I S. 140) *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 710.

1828 So *Zetzsche,* in: KK-AktG, § 135 Rn. 759 allgemein zu Aktionärsvereinigungen und geschäftsmäßigen Vertretern.

1829 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 98.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ARUG II genannte Information überhaupt nicht, nicht richtig, vollständig oder rechtzeitig geben. Stimmrechtsberater haben deshalb zwar über gegen Interessenkonflikte getroffene Maßnahmen zu informieren, wozu auch die Unterhaltung einer Compliance-Organisation nach § 135 II S. 2 AktG gehören kann. Kommt ein Stimmrechtsberater jedoch den Vorgaben des § 135 AktG nicht nach, so resultiert daraus kein Verstoß gegen § 134d IV AktG-ARUG II, sodass kein Bußgeld nach § 405 IIa Nr. 11 AktG-ARUG II verhängt werden kann.

e) Zwischenergebnis

Es fehlt mithin an hinreichenden Mitteln zur Kontrolle der Einhaltung und Durchsetzung der Vorschriften des § 135 AktG. Die Schadensersatzhaftung kann dies nicht leisten, da der Schadensnachweis in den seltensten Fällen gelingen wird und überdies nicht alle Verstöße offenkundig werden. Hinzu kommt, dass nur die Verbote der Stimmrechtsausübung in § 135 AktG bußgeldbewehrt sind. Der Gesetzgeber hat diese Lücken in der Rechtsdurchsetzung erkannt und deshalb die Depotprüfung auf die Einhaltung des § 135 AktG erstreckt[1830]. Historisch gesehen geht § 135 AktG auf das Depotstimmrecht und die damit zusammenhängenden Interessenkonflikte zurück[1831]. Eine Kontrolle der Einhaltung des § 135 AktG über die Depotprüfung war deshalb in der Vergangenheit ausreichend. Mit dem Rückgang des Depotstimmrechts und dem Bedeutungsanstieg der Stimmrechtsberater, dem der Gesetzgeber ja gerade mit der Einbindung in § 135 VIII AktG-ARUG II begegnen will, zeigt sich aber, dass eine Rechtsdurchsetzung über die Depotprüfung leerläuft. Überdacht werden sollte deshalb, inwieweit dies in Anbetracht der Stimmrechtsberater anderweitig sichergestellt werden kann. Stimmrechtsberater bedürfen bis dato keiner Zulassung und unterfallen deshalb keiner öffentlich-rechtlichen Überprüfungspflicht, die man auf die Einhaltung des § 135 AktG ausweiten könnte. Bevor man aber diesen Schritt in Erwägung zieht, dürfte es sich zunächst anbieten, die Stimmrechtsberater zum Bericht über die Einhaltung der Vorschriften des § 135 AktG zu verpflichten und diese Berichtspflicht wiederum mit einem Bußgeld zu bewehren. Im Rahmen des ARUG II

1830 Vgl. dazu die Nachweise in Fn. 1820.

1831 Zur Entwicklung des § 135 AktG vgl. *Riekers*, in: Spindler/Stilz, § 135 AktG Rn. 2ff; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 20ff; dazu bereits auch unter § 4 B. II. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

könnte der Bericht über die Einhaltung des § 135 AktG in § 134d II Nr. 2 AktG-ARUG II eingefügt werden und damit der Konkretisierung der dort genannten Informationspflicht über die zur Vermeidung und Behandlung potentieller Interessenkonflikte eingesetzten Verfahren dienen. Hierdurch wäre ein Verstoß gegen die Berichtspflicht über § 405 IIa Nr. 10 AktG-ARUG II zugleich bußgeldbewehrt.

IV. Sinnhaftigkeit überschießender Regelungen im ARUG II

Zu beachten ist bei der Umsetzung jedoch, dass es sich bei der Vorgabe einer Compliance-Organisation gem. § 135 II S. 2 AktG wohl um den wesentlichen Kostentreiber[1832] bei der durch das KonTraG verursachten Bürokratisierung der Stimmrechtsvertretung handelt[1833], die wiederum mit zum Rückgang des Depotstimmrechts beigetragen hat[1834], dem der Gesetzgeber letztlich durch das ARUG mit Maßnahmen zur Entbürokratisierung wieder entgegenzuwirken gesucht hat[1835]. Eine Kostensteigerung zulasten der Stimmrechtsberater wird im Gegensatz zum Depotstimmrecht sicher nicht dazu führen, dass der Bedarf an und die Bedeutung der Stimmrechtsberatung zurückgehen werden. Der Gesetzgeber hat hingegen zwei andere Aspekte zu bedenken: Erstens erhöhen zusätzliche Kosten die Marktzutrittsschranken und stehen damit diametral zur Zielrichtung der ARL II, den Wettbewerb unter Stimmrechtsberatern zu fördern[1836]. Zweitens ist zu konstatieren, dass die Stimmrechtsberater örtlich nicht gebunden sind. Würden die Kosten insgesamt übermäßig hoch ausfallen, stünde zu befürchten, dass Stimmrechtsberater ihre Niederlassungen in Deutschland schließen und sich damit dem Zugriff des nationalen Gesetzgebers vollständig entziehen[1837].

Damit ist es auch zu erklären, warum der Gesetzesbeschluss fast ausschließlich auf eine Eins-zu-Eins Umsetzung der Richtlinienvorgaben setzt, obschon eine weitergehende Regulierung in mancher Hinsicht sinnvoll wäre[1838]. Überschießende Regulierungsbestrebungen bergen das Risiko in

---

1832 *Arnold*, in: MüKo-AktG, § 135 Rn. 22.
1833 Zum KonTraG siehe bereits unter § 4 B. II. 1. b).
1834 Zu den Gründen des Niedergangs des Depotstimmrechts siehe unter § 4 B. II. 2. a).
1835 Siehe hierzu unter § 4 B. II. 1. f).
1836 Dazu bereits unter § 5 D. III. 6.
1837 Siehe dazu noch unter § 6 C. IV.
1838 Siehe dazu im Einzelnen bereits unter § 5 C.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

sich, Stimmrechtsberater aus Deutschland zu vertreiben, wodurch der Regulierungszugriff nur weiter erschwert werden würde. Mit einer Abwanderung von Stimmrechtsberatern aus Deutschland ist jedoch nichts gewonnen. Ihr Einfluss wirkt nicht minder, wenn sie keine Niederlassungen im Inland mehr unterhalten. Die Entscheidung zur weitgehenden Eins-zu-Eins Umsetzung ist deshalb nachvollziehbar. Ob und inwieweit eine überschießende Regulierung zu einer Abwanderung von Stimmrechtsberater führen würde, lässt sich nur schwerlich abschätzen. Insoweit wären bereits bei der Umsetzung rechtsvergleichende Untersuchungen sinnvoll, um zu überblicken, ob auch andere Mitgliedsstaaten eine überschießende Regulierung anstreben. Insgesamt scheint es aber vorzugswürdig, hinsichtlich der Offenlegung und Transparenz das Regulierungsniveau der ARL II im ARUG II nicht zu überschreiten. Sollen Stimmrechtsberater dennoch weitreichenderer Regulierung unterworfen werden, ist an anderen Stellen anzuknüpfen[1839].

F. Fazit

Wie bereits aufgrund des Ablaufs des Gesetzgebungsverfahrens zu erwarten, kam es letztlich zu keinen Änderungen an den §§ 134a ff AktG-ARUG II mehr; der Bundesrat hat das ARUG II am 29.11. 2019 gebilligt. Der Fokus des Gesetzgebers liegt vielmehr insbesondere auf dem Votum der Hauptversammlung über die Vergütung des Vorstands. Die Regelungen betreffend die Stimmrechtsberater haben seit dem Referentenentwurf keine nennenswerten inhaltlichen Änderungen erfahren. Weder in der Stellungnahme des Bundesrates noch in den Lesungen im Bundestag ist die Thematik aufgegriffen worden. Der nationale Gesetzgeber wird sich diesbezüglich letztlich auf eine Eins-zu-Eins Umsetzung der unionsrechtlichen Vorgaben beschränken.

Die Umsetzung der Vorgaben zu den Stimmrechtsberatern wird in den §§ 134a bis 135 AktG-ARUG II verortet. Kleine inhaltliche Abweichungen im Rahmen der §§ 134a und 134d, sowie die sprachlichen Zusammenfassungen der Richtlinienvorgaben sind dabei grundsätzlich zu begrüßen. Die Sicherstellung der Einhaltung der Pflichten der §§ 134b bis 134d AktG-ARUG II wird durch die Einführung weiterer Ordnungswidrigkeitentatbestände in § 405 IIa AktG umgesetzt. Mit der Einbeziehung der Stimmrechtsberater in § 135 VIII AktG-ARUG II erkennt der Gesetzesbe-

1839 Dazu sogleich unter § 7.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

schluss begrüßenswerterweise die Vielschichtigkeit des Leistungsangebots der Stimmrechtsberater an, deren Stellung dennoch de facto der eines Stimmrechtsvertreters gleichkommt[1840]. Durch die Ausweitung der Pflichten nach § 135 II S. 2, 4 AktG auf Stimmrechtsberater begegnet der das Gesetz überdies dem offensichtlichen Interessenkonflikt bei paralleler Corporate Governance Beratung. Im Gegensatz zur ARL II wird jedoch nicht allein auf Transparenz und Offenlegung gesetzt, sondern es werden konkreten Maßnahmen zur Vermeidung dieses Interessenkonfliktes in die Wege geleitet. Fraglich erscheint hingegen, ob sich diese Maßnahmen gegenüber den Stimmrechtsberatern durchsetzen lassen werden.

Dass das ARUG II weitestgehend eine Eins-zu-Eins Umsetzung vornimmt, ist aufgrund der Internationalität des Stimmrechtsberatungsgeschäfts und der eingeschränkten Anwendbarkeit nationaler Vorgaben auf Stimmrechtsberater nach Art. 1 II b), VI c), 3j IV ARL II durchaus sinnvoll. Eine weitergehende Regulierung in den Bereichen Offenlegung, Transparenz oder auch hinsichtlich der Einbindung von Emittenten in die Erstellung konkreter Stimmempfehlungen ist auf Unionsebene besser angesiedelt.

1840 Ausdrücklich Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124; so bereits Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 7 Überlegungen zur Regulierung unter Berücksichtigung der dualistischen Unternehmensverfassung

Die Regulierung der Stimmrechtsberater durch die ARL II greift die Konflikte der Unternehmensverfassung mit der Stellung der Stimmrechtsberater als aktive „Quasi-Aktionäre" nicht hinreichend auf. Folglich sind weitergehende Überlegungen zu einer Regulierung anzustellen, die die Besonderheiten des dualistischen Leitungssystems vor dem Einfluss der Stimmrechtsberater absichern. Ansätze zur Verbesserung der Transparenz und Offenlegung der Stimmrechtsberater sind, wie gezeigt, auf europäischer Ebene besser verortet. Deshalb ist sich auf andere Regulierungsansätze zu konzentrieren, die von der Union im Rahmen der ARL II nicht aufgegriffen worden sind. Die Überlegungen sollen insbesondere von der Durchsetzbarkeit und Sinnhaftigkeit nationaler Regelungen geleitet werden. Dies könnte unter Anknüpfung an die Stimmrechtsberater geschehen (dazu unter A.). Aufgrund der jedenfalls durch Wegzug der Stimmrechtsberater vermeidbaren Anwendbarkeit deutschen Rechts sind überdies Ansätze unter Anknüpfung an die Aktionäre, die Stimmrechtsberater mandatieren, zu beleuchten (B.). Schließlich ist zu erwägen, den Herausforderungen für das dualistische Leitungssystem durch Anpassungen in der Unternehmensverfassung zu begegnen (C.).

A. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an Stimmrechtsberater

I. Kommentierungsmöglichkeit der Emittenten

Gefordert wird, den Emittenten eine Möglichkeit zur Kommentierung der Stimmempfehlungen einzuräumen, die sodann dem Aktionär zusammen mit der Empfehlung dem beauftragenden Aktionär vom Stimmrechtsberater zur Verfügung zu stellen ist[1841]. Eine Empfehlung für einen solch formalisierten, wenngleich nicht sanktionsbewehrten Kommentierungspro-

1841 *Deutsches Aktieninstitut*, Issuers should bei allowed to react to Proxy Advisors' Voting Recommendations, S. 2; *dass.*, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory, S. 5; *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865, 867; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 173; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Be-

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

zess hat die französische Kapitalmarktaufsicht *AMF* bereits 2011 herausgegeben[1842]. Durch eine solche Maßnahme könnten Gegendarstellungen der Emittenten die Investoren – bei Befolgung – sicher erreichen. Eine Kommentierungsmöglichkeit würde zudem die Forderungen nach Einsicht in die Stimmempfehlung vor Weiterleitung an die Aktionäre und nach Korrektur falscher Tatsachengrundlagen erfüllen. Investoren, die eine vom Emittenten kommentierte Stimmempfehlung erhalten, könnten sich auf dieser Grundlage ein differenzierteres Bild des Beschlussvorschlags machen und sodann ihr Aktionärsstimmrecht informierter wahrnehmen. Die Zurverfügungstellung einer alternativen Betrachtungsweise könnte dazu beitragen, dass Investoren der Stimmrechtsausübung ihre eigene Meinung zu Grunde legen, anstatt blind die Stimmempfehlung des Stimmrechtsberaters zu übernehmen. Für die Stimmrechtsberater würde dies allerdings einen beträchtlichen Mehraufwand bedeuten, insbesondere, wenn sie wiederum zur Kommentierung des Emittenten Stellung nehmen wollten. Dies könnte langfristig zu einer Abwanderung der Stimmrechtsberater aus Deutschland führen, um sich diesen Vorgaben zu entziehen. Um dem entgegenzuwirken, könnte die Kommentierungsmöglichkeit nicht nur für Empfehlungen von Stimmrechtsberatern eingeführt werden, sondern auf Abstimmungsvorschläge von geschäftsmäßigen Stimmrechtsvertretern ausgeweitet werden. Dass sich die Stimmrechtsberatung jedoch nicht unter ausschließlicher Anknüpfung an die Stimmrechtsvertretung regulieren lässt, zeigt schon der Plan der Bundesregierung, die Anwendbarkeit des § 135 AktG explizit auf Stimmrechtsberater auszuweiten, um der Vielfalt der Geschäftsmodelle der Stimmrechtsberatung gerecht zu werden[1843].

Abgesehen von der Frage des Regulierungszugriffs des deutschen Gesetzgebers weist die Lösung über eine Kommentierungsmöglichkeit Schwächen auf: Zunächst ist sie mit erheblichem Mehraufwand und Kosten für die Stimmrechtsberater verbunden[1844], die sich für kleine Anbieter als überwältigend darstellen und damit zu einer weiteren Konzentration

---

cking, S. 733, 745; als überflüssig erachtend *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 156; zur diesbezüglichen Kritik siehe bereits unter § 2 E. IV.

1842 *AMF*, AMF Recommandation 2011-06, S. 3; dazu *Fleischer*, AG 2012, 2, 5; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 102ff.

1843 Begründung RegE (Fn. 1702), S. 124; so schon zuvor Begründung RefE (Fn. 1701), S. 97.

1844 *Fleischer*, AG 2012, 2, 9; *Dubois*, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, 56, 73; deshalb dagegen *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 256f; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 56.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

des Marktes führen würden[1845]. Hält man die aus der Stimmrechtsberatung resultierenden Probleme ohnehin für nicht durch Wettbewerb auflösbar, ist dieses Argument von geringem Gewicht. Eine weitergehende Regulierung der Stimmrechtsberater wird schließlich kaum ohne zusätzliche Kosten für die Marktteilnehmer durchführbar sein. Ein bedeutenderes Manko stellt hingegen dar, dass die Investoren, die erreicht werden sollen, sich nicht mit der kommentierten Empfehlung auseinandersetzen werden. Ein Investor, der einen Stimmrechtsberater beauftragt, um sich nicht selbst mit den Abstimmungsvorschlägen der Gesellschaft befassen zu müssen, wird sein Handeln nicht grundsätzlich ändern, nur weil sich im Anhang der Empfehlung nunmehr eine Stellungnahme des Emittenten findet[1846]. Lediglich bei entscheidenden Einzelabstimmungen würden sich Investoren tatsächlich mit dem Kommentar des Emittenten auseinandersetzen. Grund für ein verstärktes Engagement wird dann aber nicht die Kommentierung durch den Emittenten sein, sondern der Gegenstand der betreffenden Abstimmung selbst. Investoren, die Stimmrechtsberater ohnehin nur als Informationsintermediär nutzen, würden hingegen generell von der Zusatzinformation durch die Gegendarstellung des Emittenten profitieren. Die Kommentierungsmöglichkeit bietet damit zwar einerseits die Chance, den Investoren die Bildung einer eigenen, von der des Stimmrechtsberaters abweichende Meinung zu erleichtern und damit die Machtbündelung in Händen der Proxy Advisors zu minimieren. Andererseits besteht dadurch die Gefahr, die informationelle Zweiteilung der Aktionäre zu verschärfen. Aktionäre, die im Zuge der Kommentierung eine weitere Stellungnahme der Gesellschaft zu den Beschlussvorschlägen erhalten, sind informationell bessergestellt als die Aktionäre, die keinen Stimmrechtsberater beauftragen. Letztlich würde die Kommentierungsmöglichkeit den Dialog zwischen einem Teil der Aktionäre und der Unternehmensleitung außerhalb der Hauptversammlung legitimieren und stärken[1847]. Im Hinblick auf die Probleme der informationellen Ungleichbehandlung und der Schwächung der Hauptversammlung als Diskussionsforum würde sich die Einräumung einer Kommentierungsmöglichkeit mithin als kontraproduktiv erweisen. Unproblematisch wäre es in dieser Hinsicht nur, wenn sich die Kommentierung lediglich auf die Korrektur von Tatsachen in der Stimmempfehlung erstrecken würde. Das mit der Kommentierungsmög-

1845 *Fleischer*, AG 2012, 2, 9; *ders.*, ZGR 2011, 155, 173; *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1115; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 56.

1846 Eher ablehnend deshalb auch *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1101, 1114.

1847 *Gallego Córcoles*, ECFR 2016, 106, 123.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

lichkeit verfolgte Ziel einer inhaltlichen Gegendarstellung wäre damit aber nicht mehr erfüllt.

II. Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien

Ein Ansatz zur Beseitigung der Konkurrenz der Stimmrechtsrichtlinien mit den Vorgaben des DCGK wäre die Regulierung des Prozesses der Erstellung der Stimmrechtsrichtlinien[1848]. Wollte man diesen Prozess jedoch wirksam kontrollieren, bedürfte es einer aufsichtsrechtlichen Kontrolle, etwa durch die BaFin[1849]. Zwar würde die Anpassung der Stimmrechtsrichtlinien an die Vorgaben von Aktiengesetz und DCGK die Regulierungshoheit des Gesetzgebers wiederherstellen und die Unternehmensleitung davor bewahren, sich zwischen der Einhaltung der Vorgaben des DCGK und der Stimmrechtsrichtlinien entscheiden zu müssen. Problematisch wäre jedoch die Kontrolle der Umsetzung. Konsequenterweise müsste nämlich auch nachvollzogen werden, ob die Stimmrechtsberater ihre angepassten Stimmrechtsrichtlinien auch einhalten. Zudem steht es Investoren grundsätzlich offen, den Stimmrechtsberatern eigene Stimmrechtsrichtlinien für die Beratung an die Hand zu geben, bzw. mit den Stimmrechtsberatern gemeinsam „individuelle" Stimmrechtsrichtlinien zu gestalten. Die Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien wäre deshalb leicht zu umgehen. Hinzu kommt, dass der grundsätzliche Einfluss der Stimmrechtsberater dadurch nicht minimiert werden würde. Die Stimmrechtsrichtlinien enthalten, insbesondere bei Grundlagenentscheidungen, Ermessensspielräume für die Stimmrechtsberater zur Beurteilung des Einzelfalls. Diese sind zwar einerseits Grund für zum Teil unvorhersehbare Empfehlungen, andererseits sind sie eben erforderlich, um den Besonderheiten des Einzelfalls gerecht werden zu können, und dürften mithin auch nicht einer Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien zum Opfer fallen.

III. Aufsichtsbehördliche Kontrolle

Ein sehr weitgehender Regulierungsansatz ist die Einführung einer aufsichtsbehördlichen Kontrolle der Stimmrechtsberater, die zu Recht in wei-

---

1848 *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865, 867.

1849 Ebda; zur Regulierung durch Unterstellung einer Aufsichtsbehörde siehe unter § 7 A. III.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ten Teilen in der Literatur auf Ablehnung stößt[1850]. Die damit verbundene Registrierungspflicht und die erheblichen Bürokratiekosten würden eine weitere Marktzutrittsschranke darstellen[1851] und könnten letztlich Stimmrechtsberater dazu veranlassen, von einer Niederlassung in Deutschland abzusehen[1852]. Mit der verfolgten Regulierung durch Wettbewerb wäre dies nicht vereinbar[1853]. Weiterhin ist der Nutzen einer Aufsichtsbehörde im Hinblick auf die Konflikte mit der Unternehmensverfassung beschränkt. Behördliche Überwachung mag zur Einhaltung von Transparenzvorschriften und Offenlegungspflichten sinnvoll sein und könnte zudem etwa auch die angesprochene Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien absichern. Auch Abweichungen von Vorgaben des DCGK ließen sich dadurch nachvollziehen.

Im Vordergrund sollen hier aber die Auswirkungen auf die Konflikte mit der Unternehmensverfassung stehen. Im Hinblick auf eine konkrete Stimmempfehlung kann eine Einteilung in die Kategorien „richtig" und „falsch" hingegen kaum gelingen. Der Stimmmachtbündelung in Händen der Stimmrechtsberater ist mithin durch behördliche Aufsicht nur schwer beizukommen. Von einem Alleingang Deutschlands bei der Einführung einer behördlichen Aufsicht ist deshalb abzuraten.

IV. Verantwortlichkeit der Stimmrechtsberater

Ein weiterer Ansatz geht dahin, die Stimmrechtsberater für ihre Empfehlungen in die Verantwortung zu nehmen, also die Haftung gegenüber der

---

1850 Ablehnend *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 279; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 265f; *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1307; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 353; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 96; *Fleischer*, AG 2012, 2, 9; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 55; dafür etwa *Wohlmann/Gerber*, SZW 2014, 284, 295; offen *Schneider,* in: Liber amicorum Giuseppe B. Portale, S. 223, 231.

1851 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 266; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 352f; *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 55.

1852 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 266; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 353.

1853 So auch *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 55.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Gesellschaft auf sie auszuweiten[1854]. Hierzu wird vorgeschlagen, eine Treuepflicht der Stimmrechtsberater gegenüber der Gesellschaft, zu deren Hauptversammlung sie Stimmempfehlungen erstellen, zu aktivieren[1855]. Dies ist jedoch abzulehnen[1856]. Wie gezeigt, ist die bisherige Haftungslage nicht im Stande, die Stimmrechtsberater wirksam zu disziplinieren. Dies liegt auch im Haftungsverhältnis gegenüber ihren Kunden daran, dass der Nachweis eines kausalen Schadens, wenn überhaupt, nur im absoluten Ausnahmefall gelingen wird[1857]. Daran würde auch die Ausweitung der Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft auf Stimmrechtsberater nichts ändern[1858]. Wollte man die Stimmrechtsberater zur Haftung heranziehen, müsste man diese Beweisschwierigkeiten beseitigen, etwa im Wege einer Beweislastumkehr[1859] oder der Einführung eines Gefährdungshaftungstatbestands[1860]. Das damit einhergehende Haftungsrisiko wäre jedoch für Stimmrechtsberater nicht tragbar. Es steht deshalb zu erwarten, dass sie ihre Geschäftstätigkeit in Bezug auf deutsche Emittenten aufgeben, sich also dem Regulierungszugriff des deutschen Gesetzgebers entziehen würden.

V. Prozentuale Begrenzung der Stimmrechtsvertretung

Um die Stimmmacht der Stimmrechtsberater einzuschränken, wird auch vorgeschlagen, die Stimmrechtsvertretung auf 5 % der Stimmrechte zu begrenzen, wenn keine explizite Weisung des Aktionärs vorliegt und eine Entscheidung über eine Strukturmaßnahme ansteht[1861]. Vom Grundsatz

1854 *Kramarsch*, Börsen-Zeitung 17.06.2017, 6: „[W]er entscheidet, sollte auch haften"; ablehnend etwa *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 157; *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 257ff; *Fleischer*, AG 2012, 2, 8f.

1855 *Wilhelm*, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht, S. 415ff; für eine „Organwalterhaftung" der geschäftsmäßigen Stimmrechtsvertreter *Rose*, Stimmrechtsvertretung und Haftung in der Aktiengesellschaft, S. 242ff.

1856 Dazu bereits unter § 4 D. II. 2. a).

1857 Vgl. dazu bereits ausführlich unter § 3 C.

1858 Zur eingeschränkten Disziplinierungswirkung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht in der Aktiengesellschaft bereits unter § 4 D. II. 1. a).

1859 Dahingehend *Wilhelm*, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht, S. 417ff, auch mit Überlegungen zur Erschütterung der Vermutungsregelung; dagegen *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 301f.

1860 Ablehnend dazu *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 348f.

1861 *Schneider*, Börsen-Zeitung 16.12.2017, 9; *ders.*, in: Liber amicorum Giuseppe B. Portale, S. 223, 231.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

her wäre eine solche Lösung in der Lage, die Stimmbündelung erheblich einzuschränken und damit den daraus resultierenden Konflikten mit der Unternehmensverfassung zu begegnen. Die Einschränkung der Stimmrechtsvertretung wurde mit dem KonTraG bereits einmal für Depotinstitute eingeführt, die mit mindestens fünf Prozent am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt sind[1862]. Nach dem erheblichen Rückgang des Depotstimmrechts und der Abnahme der Hauptversammlungspräsenzen wurde diese Grenze durch das ARUG wieder auf zwanzig Prozent angehoben[1863]. Eine Parallele hierzu kann jedoch nur sehr begrenzt gezogen werden. Zunächst sind die Stimmrechtsberater in aller Regel nicht selbst und keinesfalls in solcher Höhe an der Gesellschaft beteiligt. Weiterhin liegt zudem grundsätzlich eine Art Weisung der Kunden an die Stimmrechtsberater vor, auch wenn diese nur darin liegen mag, dass sie die Abstimmungsvorschläge der Stimmrechtsberater absegnen. Aufgrund des Rückgangs der Bedeutung des Depotstimmrechts wäre zudem auch nicht mit einem Abfall der Hauptversammlungspräsenzen zu rechnen. Für die Stimmrechtsberater würde sich bei der Begrenzung der Stimmrechtsvertretung auf fünf Prozent vielmehr die Problematik ergeben, dass sie zu ermitteln hätten, welchen Anteil des Grundkapitals sie überhaupt mit Stimmempfehlungen versorgen. Allein um diesen Aufwand und das hinzukommende Haftungsrisiko zu vermeiden, falls es durch Überschreitung der fünf Prozent Hürde zu einer Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses kommt, würden sich die Stimmrechtsberater bei Einführung einer vergleichbaren Regelung dagegen entscheiden, neben der Beratung auch die Stimmrechtsvertretung anzubieten. Es wäre für sie zudem im Einzelfall schwer vermittelbar, welchen Kunden sie nunmehr die Stimmrechtsvertretung anbieten wollen und welchen nicht. Hinzu kommt, dass aus Sicht ihrer Kunden durch den Wegfall der Stimmrechtsvertretung ihr Leistungsangebot nicht wirklich unattraktiver wird. Mit Einführung der Stimmrechtsvertretung durch Vertreter der Gesellschaft nach § 134 III S. 5 AktG[1864] und der Eröffnung der Briefwahl nach § 118 II AktG[1865] stehen ausreichende Alternativen zur Stimmrechtsvertretung nach § 135 AktG zur Verfügung, über die ein Stimmrechtsberater für seinen Kunden den Prozess der Stimmrechtsausübung organisieren kann.

1862 Siehe dazu unter § 4 II. 1. b).
1863 Siehe dazu unter § 4 II. 1. f).
1864 Siehe dazu unter § 4 II. 1. c).
1865 Siehe dazu unter § 4 II. 1. f).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

VI. Zwischenfazit

Eine weitergehende nationale Regulierung unter Anknüpfung an Stimmrechtsberater ruft erhebliche Probleme im Hinblick auf den Regulierungszugriff hervor. Dies gilt auch, wenn man statt an der Stimmrechtsberatung an der Stimmrechtsvertretung ansetzt. Erhöht man die Anforderungen an die Stimmrechtsberater, ist mittelfristig davon auszugehen, dass sie schon aus Kostengründen von der Unterhaltung einer Niederlassung in Deutschland absehen. Ansätze, die am Stimmrechtsberater ansetzen, sind mithin besser auf europäischer Ebene zu verfolgen und sollten deshalb vom nationalen Gesetzgeber zur Auflösung der Konflikte mit der Stimmrechtsberatung nachrangig verfolgt werden.

B. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an Aktionäre, die Stimmrechtsberater beauftragen

Knüpft man bei der Regulierung stattdessen an die Aktionäre an, die Stimmrechtsberater beauftragen, entfällt die Problematik des Regulierungszugriff des deutschen Gesetzgebers. Zu überlegen ist, ob man die Investoren zu einer Meldung über die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters verpflichtet (dazu unter I.) oder sich dazu entscheidet, ihre Treuepflichten gegenüber den Endanlegern konkretisiert, um sie in die Verantwortung für die Stimmrechtsausübung zu nehmen (II.).

I. Meldepflicht über die Mandatierung von Stimmrechtsberatern

Vorgeschlagen wird, dass Aktionäre bei der Anmeldung zur Hauptversammlung nach § 123 II AktG der Gesellschaft unter Angabe ihres Aktienbesitzes mitzuteilen haben, ob sie sich von einem Stimmrechtsberater bei der Ausübung der Stimmrechte haben beraten lassen[1866]. Eine solche Verpflichtung wäre sinnvollerweise auf Paketaktionäre zu beschränken und könnte etwa in § 123 III AktG eingefügt werden. Auf Grundlage dieser Informationen könnte die Gesellschaft sodann den Markt über den daraus resultierenden Einfluss der Stimmrechtsberater unterrichten[1867]. Die Mel-

1866 *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 156; so auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 336f.

1867 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

depflicht würde zumindest belastbare Daten zum Ausmaß der Stimmrechtsberatung liefern und nach Abgleich der Stimmempfehlungen mit dem Abstimmungsergebnis auf der Hauptversammlung den konkreten Einfluss der Stimmrechtsberater statistisch offenlegen. Hieraus könnten wertvolle Daten für die weitere Evaluierung der Stimmrechtsberatung gewonnen werden[1868], die ja bereits in Art. 3k II ARL II angelegt ist. Zu fragen ist aber in erster Linie, inwieweit die Meldepflicht der Gesellschaft im Umgang mit den Stimmrechtsberatern helfen könnte. Die Unternehmensleitung könnte sich zwar ein Bild über den potenziellen Einfluss der Stimmrechtsberater machen und hätte damit eine Grundlage für die Entscheidung, welches Gewicht sie den Forderungen der Stimmrechtsberater zumisst. Aufgrund der Zuordnung der Stimmrechtsberatung zu einzelnen Abstimmungen sähen sich auch Investoren vermehrt der Frage ausgesetzt, ob sie die Stimmempfehlung tatsächlich hinterfragt haben, was sie wiederum dazu anhalten könnte, weniger „blind" abzustimmen[1869]. Von einer merklich verstärkten Kontrolle der Stimmempfehlungen aufgrund von Offenlegungspflichten der Investoren ist allerdings nicht auszugehen. Eine Auseinandersetzung mit und Kontrolle der Stimmempfehlungen würde aufgrund der diversifizierten Portfolios und der Unmenge an Abstimmungsgegenständen nämlich zu erheblichen Kosten auf Seiten der Investoren führen[1870]. Genau um die Kosten der Stimmrechtsausübung zu senken, werden die Stimmrechtsberater aber beauftragt.[1871] Fraglich erscheint auch, ob insoweit hinreichend Druck der Endanleger auf die Investoren zur Auseinandersetzung mit den Stimmempfehlungen entstehen würde. Die entstehenden Kosten würden schließlich im Endeffekt an die Endanleger weitergegeben werden.[1872] In deren Interesse kann es deshalb durchaus sein, dass Investoren die Stimmrechte „blind" unter Mandatierung eines Stimmrechtsberaters ausüben, um kostengünstig zu agieren[1873]. Selbst wenn die Endanleger bereit wären, hierfür mehr zu bezahlen, bleibt die

1868 So auch *Fleischer*, AG 2012, 2, 10 und *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 59, die feststellen, dass diesbezügliche Transparenz weitere wissenschaftliche Untersuchungen ermöglicht; ebenso *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 394.

1869 *Kuhla*, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 281; *Fleischer*, AG 2012, 2, 10.

1870 Zur mangelnden Kontrolle der Auftraggeber bereits unter § 2 E. VI. 2.

1871 Vgl. dazu bereits ausführlich unter § 2 C. 2. a).

1872 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 393.

1873 Ebda.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Frage, wie sie kontrollieren können, mit welcher Intensität die Investoren die Empfehlungen der Stimmrechtsberater geprüft haben[1874]. Die Wirksamkeit einer wie auch immer gestalteten Offenlegungspflicht, etwa durch eine Meldepflicht, ist deshalb mangels Kontrolle durch Endanleger als eher gering einzuschätzen[1875].

Die Schwäche der Meldepflicht liegt überdies darin, dass die Daten erst nach der Einladung zur Hauptversammlung erhoben werden, der Einfluss der Stimmrechtsberater aber bereits im Vorfeld der Hauptversammlung durch die Stimmrechtsrichtlinien und informelle Gespräche mit der Unternehmensleitung wirkt[1876]. Der Nutzen einer Meldepflicht läge mithin weniger in einer Adressierung der Konflikte der Stimmrechtsberater mit der Unternehmensverfassung, sondern in einer Ausweitung der Transparenzpflichten der Investoren, die die Union bereits mit Art. 3g I a), b) ARL II verfolgt. Eine Meldepflicht würde letztlich nur zu einer verbesserten Datengrundlage für die Analyse der Stimmrechtsberatungsbranche führen.

II. Konkretisierung der Treuepflichten

Ausgehend davon, dass eine Offenlegung der Investoren über die Nutzung von Stimmrechtsberatern auch im Hinblick auf einzelne Abstimmungen nicht ausreichend ist, um sie zur eigenverantwortlichen Ausübung der Stimmrechte zu bewegen, könnte man ihre Treuepflichten gegenüber ihren Kapitalgebern erhöhen[1877]. Dies wäre etwa möglich, indem man sie ausdrücklich dazu verpflichtet, die Stimmempfehlungen der Stimmrechtsberater zu prüfen[1878]. Eine solche Verschärfung der Treuepflichten der Investoren gegenüber ihren Kapitalgebern würde zu erheblichen Mehrkos-

1874 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 355; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 393.

1875 Ebda.

1876 Dies erkennen *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 156 selbst; ebenso *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 337; zustimmend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 270f.

1877 Dahingehend *Belinfanti*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), 384, 437f; *Rose*, J. Corp. L. 32 (2007), 887, 926; *Rose*, Mich. L. Rev. First Impressions 109 (2010), 62, 66 *Center on Executive Compensation*, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, S. 86.

1878 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 357; *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 272; *Fleischer*, AG 2012, 2, 10: „Plausibilitätskontrolle".

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ten führen, die die Investoren aus Gründen der rationalen Apathie scheuen. Wie soeben im Zusammenhang mit der Meldepflicht über die Nutzung eines Stimmrechtsberaters gezeigt, könnte die Einhaltung einer solchen Pflicht nicht wirksam von den Endanlegern überwacht werden. Die Konkretisierung der Treuepflichten von Investoren bei Ausübung von Stimmrechten aus Aktien ihrer Portfoliounternehmen müsste deshalb sinnvollerweise mit einer aufsichtsbehördlichen Überwachung kombiniert werden. Der nationale Gesetzgeber könnte dabei an bestehende Überwachungskompetenzen der BaFin anknüpfen. Eine Intensivierung der Treuepflichten der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter gegenüber deren Kapitalgebern verfolgt auch die ARL II mit den Vorgaben zur Offenlegung der Stimmrechtsausübung[1879], allerdings - wie gezeigt - in geringerem Umfang[1880] und aufbauend auf eine Kontrolle durch die Kapitalgeber der Investoren[1881]. Festzuhalten ist letztlich, dass eine Konkretisierung der Treuepflichten von Paketaktionären gegenüber ihren Kapitalgebern dahingehend, dass die ungeprüfte Übernahme von Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters nicht mehr ausreicht, das Potential in sich trägt, die Stimmmachtbündelung in Händen der Stimmrechtsberater aufzubrechen und die Investoren dazu zu bewegen, sich selbst mit der Stimmrechtsausübung auseinanderzusetzten. Um dies wirksam durchsetzen zu können, bedürfte es einer aufsichtsbehördlichen Überwachung. Ein solches Vorgehen wäre für den nationalen Gesetzgeber zwar umsetzbar, für die Investoren und damit letztlich auch deren Kapitalgeber aber mit erheblichen Kosten verbunden. Dahingehende Überlegungen sind auch im Hinblick auf das Vorgehen der EU und auch der internationalen Bemühungen zur Stärkung des Shareholder Activism konsequent. Will man die Aktionäre durch Druck, ihre Stimmrechte auszuüben, für die Überwachung der Unternehmensleitung gewinnen, muss man an selbiger Stelle einen Schritt weitergehen und sicherstellen, dass die Aktionäre dieser Aufgabe auch nachkommen und sich ihrer nicht durch Mandatierung eines Stimmrechtsberaters entledigen.

1879 *Zetzsche,* in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 59.
1880 Siehe dazu unter § 5 C. V. und D. II.
1881 Vgl. Erwägungsgrund 16 der ARL II.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

III. Joint-Venture-Modell

Scheut man die Kosten einer aufsichtsbehördlichen Kontrolle der verschärften Treuepflichten der Investoren, so ist über alternative Überwachungsmöglichkeiten nachzudenken. Einen Ansatz liefert *Schwarz* mit einem „Joint-Venture-Modell", nachdem institutionelle Investoren nur noch Stimmrechtsberater mandatieren dürfen, an denen sie selbst beteiligt sind und die zusätzlich zumindest mehrheitlich im Eigentum institutioneller Investoren stehen[1882]. Als Vorbild eines solchen Gemeinschaftsunternehmens könnte die Schweizer *Ethos-Stiftung* dienen[1883]. Damit ließen sich zwar etwa das Problem der Interessenkonflikte, denen Stimmrechtsberater unterliegen, sowie die undurchsichtige Erstellung der Stimmempfehlungen aus Sicht der Investoren lösen[1884]. Der Ansatz von *Schwarz* ist allerdings sehr eingriffsintensiv und würde den bestehenden Markt der Stimmrechtsberater vollständig zum Erliegen bringen[1885]. Weiterhin würde das Joint-Venture-Modell nicht die Konflikte mit der Unternehmensverfassung adressieren, sondern sie unter Umständen noch verschärfen. Es wäre davon auszugehen, dass wiederum nur noch wenige Stimmrechtsberater auf dem Markt verblieben, an denen sich die Investoren beteiligen[1886]. Deren geballte Stimmmacht ließe sich zwar im Gegensatz zu *ISS* und *Glass Lewis* aus Sicht der Investoren besser und kostengünstiger kontrollieren[1887], die Emittenten sähen sich dennoch mit einer erheblichen Stimmrechtsbündelung konfrontiert. Letztlich würde dies nicht zu einem Aufbruch des Einflusses der Stimmrechtsberater, sondern nur zu einer Verschiebung hin zu einem neuen Typus Stimmrechtsberater führen.

1882 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 357ff; sympathisierend *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 273ff; ablehnend mit ausführlicher Begründung *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 396ff.

1883 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 362; ebenso *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 273; zu *Ethos* bereits unter § 2 B. I. 5.

1884 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 364ff.

1885 *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 398ff.

1886 So mit ausführlicher Begründung *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, S. 398ff.

1887 *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung, S. 364f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

IV. Emittentenkoordinierte Stimmrechtsberatung

Aus einer anderen Richtung nähert sich *Eberspächer* der Problematik und schlägt eine sog. „emittentenkoordinierte Stimmrechtsberatung" vor. Hierbei sollen die Publikumsgesellschaften verpflichtet werden, selbst Stimmempfehlungen zweier in der EU registrierter Stimmrechtsberater einzuholen, die dann sämtlichen Aktionären mit der Einladung zur Hauptversammlung zur Verfügung zu stellen sind[1888]. Dem Emittenten soll dabei ein Kommentierungsrecht zugestanden werden. Investoren sollen zudem zur verantwortungsvollen Stimmrechtsausübung verpflichtet werden, der sie nachkommen, wenn sie sich begründet für eine der Empfehlungen der beiden vom Emittenten beauftragten Stimmrechtsberater entscheiden. *Eberspächers* Vorschlag mag zwar in der Lage sein, diverse Kritikpunkt an der Stimmrechtsberatung zu lösen[1889]. Er leidet aber auch an erheblichen Schwächen: Die Stimmrechtsberater sind grundsätzlich den Interessen ihres Auftraggebers, also der eines Investoren verpflichtet. Werden die Stimmrechtsberater jedoch vom Emittenten mandatiert, werden sie sich auch an dessen Interessen, also den Interessen der Unternehmensleitung verpflichtet fühlen. Ein Stimmrechtsberater, der Empfehlungen gegen die Beschlussvorschläge seines eigenen Auftraggebers erstellt, wird bei der nächsten Hauptversammlung nicht mit einer erneuten Beauftragung rechnen dürfen. Der Ansatz korrumpiert damit letztlich vollständig den Ansatz der Union, die Aktionäre für die Überwachung der Unternehmensleitung zu aktivieren, indem er den Einfluss von Vorstand und Aufsichtsrat auf die Willensbildung der Gesellschaft massiv erhöht. Zu erwarten wäre überdies, dass die Investoren aufgrund dieses offensichtlich enormen Interessenkonfliktes, dem sich die Stimmrechtsberater ausgesetzt sähen, weiterhin selbst „eigene" Stimmrechtsberater beauftragen würden. Gewonnen wäre damit letztlich nichts; die Emittenten hätten nur zusätzliche Kosten zu tragen.

1888 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 292ff.

1889 *Eberspächer*, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, S. 296ff.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

V. Zwischenfazit

Bei einer Anknüpfung an die Aktionäre, die Stimmrechtsberater beauftragen, besteht das Problem des begrenzten Regulierungszugriffs nicht. Reine Offenlegungspflichten der Aktionäre, etwa im Wege einer Meldepflicht, sind jedoch zur Begegnung der Reibungen mit dem dualistischen Leitungssystem nur begrenzt geeignet. Erforderlich hierfür wäre es, die Stimmmachtbündelung aufzubrechen, indem die Aktionäre sich selbst mit der Ausübung der Stimmrechte befassen und dies nicht ungeprüft den Stimmrechtsberatern überlassen. Dies verursacht jedoch erhebliche Kosten, die die Investoren aus Gründen der rationalen Apathie scheuen werden. Dem wird letztlich nur durch Konkretisierung der Treuepflichten der Investoren gegenüber ihren Kapitalgebern beizukommen sein. Eine Kontrolle der Einhaltung dieser Treuepflichten durch die Kapitalgeber der Investoren kann allerdings ebenso wenig erwartet werden. Zu ihrer Durchsetzung bedürfte es mithin aufsichtsbehördlicher Überwachung.

C. Regulierungsansätze unter Anknüpfung an die Unternehmensverfassung

Eine weitere Möglichkeit zum Umgang mit den entstehenden Konflikten der Stimmrechtsberater als „Quasi-Aktionäre" mit dem dualistischen Leitungssystem ist es, direkt in der Unternehmensverfassung an den Stellen anzuknüpfen, an denen die Reibungen entstehen. Der Regulierungszugriff des nationalen Gesetzgebers ist dabei unproblematisch. Zu beachten ist jedoch, dass durch Eingriffe das austarierte System der Unternehmensverfassung nicht in Schieflage gerät.

I. Einfluss auf Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat

Aufgrund der Stimmmachtbündelung sind Stimmrechtsberater in der Lage Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat, insbesondere bei Erstellung der Beschlussvorschläge für die Hauptversammlung, zu beeinflussen[1890]. Wirksam könnte dem, wie soeben aufgezeigt, durch Aufbruch der Stimmmacht begegnet werden, indem man die Aktionäre dazu verpflichtet, sich selbst mit der Ausübung der Stimmrechte zu befassen[1891]. Zu fra-

1890 Siehe dazu unter § 4 E. I. 1., 2. und § 4 E. II. 2.
1891 Vgl. dazu die Ausführungen unter § 7 B. III.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

gen ist, ob dies zumindest teilweise nicht auch durch Nachbesserungen in der Unternehmensverfassung erreicht werden kann.

1. Intensivierung des generellen Investorenkontakts

Ohne Eingriff in die Regelungen des Aktiengesetzes könnten Vorstand und Aufsichtsrat dem Einfluss der Stimmrechtsberater begegnen, indem sie Kontakt zu Paketaktionären aktiv suchen und verstärken[1892]. Gelingt es der Unternehmensleitung, direkt in Kontakt mit ihren Aktionären zu treten, nimmt der Einfluss der Stimmrechtsberater auf deren Abstimmungsentscheidung ab. Die ARL II will es den Emittenten durch die Vorgaben zur Identifizierung der Aktionäre in der Intermediärkette ermöglichen, in direkte Kommunikation zu ihren Aktionären zu treten[1893]. Mit Umsetzung der Richtlinie könnten sich für Vorstand und Aufsichtsrat damit Möglichkeiten auftun, vermehrt den direkten Kontakt zu Aktionären zu suchen. Dieses Vorgehen erfährt jedoch seine Grenzen, wenn die Aktionäre an einer Kommunikation mit der Gesellschaft nicht interessiert sind. Allein wegen verstärkten Kontakts mit Paketaktionären wird die Unternehmensleitung dennoch nicht auf den Dialog mit den Stimmrechtsberatern verzichten können und wollen. Hinzu kommt, dass sich bei verstärktem Investorendialog außerhalb der Hauptversammlung das Problem der informationellen Ungleichbehandlung der Aktionäre weiter intensiviert.

2. Stärkung der Stellung der Mitglieder der Unternehmensleitung

Sieht man die Stellung des Vorstands durch faktischen Druck der Aktionäre oder in diesem Zusammenhang durch Stimmrechtsberater geschwächt, könnte man über deren Stärkung nachdenken. Diese könnte man durch die Verlängerung der Amtszeit des Vorstands erreicht werden. Zu erwägen wäre auch eine Erhöhung des fixen Anteils an der Vergütung oder die Verschärfung der formellen Anforderungen, um einen Vorstand seines Amtes zu entheben.[1894] Eine Verlängerung der Amtszeit des Vorstands läuft je-

1892 Dazu bereits unter § 4 E. I. 1. c).

1893 Erwägungsgründe 4ff ARL II; zur Identifikation der Aktionäre siehe unter § 5 B. I. 1.

1894 Diese Ansätze nennt *Vedder,* in: Grigoleit, § 76 AktG Rn. 34f allgemein zur Stärkung der Stellung des Vorstands.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

doch dem Interesse der Aktionäre entgegen, den bestehenden Vorstand gegen einen besseren austauschen zu können[1895] und würde zudem die Personalkompetenz des Aufsichtsrats untergraben[1896]. Die Voraussetzungen zur Amtsenthebung des Vorstands sind bereits de lege lata bewusst hoch, um die Unabhängigkeit des Vorstands vom Aufsichtsrat zu sichern[1897]. Ein grundlegender Eingriff in die Stellung des Vorstands im Gefüge der Aktiengesellschaft ist mithin nicht zu rechtfertigen. Es ist ohnehin fraglich, wieso der Vorstand nicht trotz gestärkter Stellung den Dialog mit den Stimmrechtsberatern suchen sollte. Negativen Hauptversammlungsvoten können nämlich dennoch nicht in seinem Sinne sein.

II. Informationelle Ungleichbehandlung

Der Dialog von Vorstand und Aufsichtsrat mit den Stimmrechtsberatern führt sowohl dazu, dass es zu Informationsasymmetrien zwischen den Stimmrechtsberatern und ihren Kunden einerseits, sowie den außenstehenden Aktionären andererseits, als auch zu einer weiteren Abwertung der Hauptversammlung durch Vorverlegung der Entscheidung kommt. Ein Verbot des informellen Kontakts zu Stimmrechtsberatern im Vorfeld der Hauptversammlung ist hingegen nicht angezeigt. Dagegen spricht, dass das Aktiengesetz durchaus die informationelle Privilegierung einzelner Aktionäre bei konkretem Anlass hinnimmt; dies hat auch für Stimmrechtsberater zu gelten. Weiterhin ist der informelle Austausch mit Stimmrechtsberatern für die Unternehmensleistung im Einzelfall erforderlich, um negative Hauptversammlungsvoten und damit einhergehende Schäden für die Gesellschaft abzuwenden.

1. Senkung der Voraussetzungen des Nachinformationsanspruchs aus § 131 IV AktG

Gibt der Vorstand außerhalb der Hauptversammlung Informationen an Aktionäre weiter, so steht den nicht informierten Aktionären grundsätzlich gem. § 131 IV AktG ein Nachinformationsanspruch gegen den Vor-

1895 *Vedder,* in: Grigoleit, § 84 AktG Rn. 6.
1896 *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 84 AktG Rn. 1.
1897 *Spindler,* in: MüKo-AktG, § 84 Rn. 5; *Koch,* in: Hüffer/Koch, § 84 AktG Rn. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

stand zu[1898]. Die praktische Bedeutung des Nachinformationsanspruchs wird jedoch dadurch gehemmt, dass Ausforschungsfragen vom Vorstand nicht zu beantworten sind[1899]. Die Aktionäre müssen also wissen, wem gegenüber der Vorstand Auskünfte zu welchen Themen erteilt hat. Hinzu kommt, dass nach herrschender Meinung das Auskunftsrecht erst auf der Hauptversammlung geltend gemacht werden kann, also im Vorfeld der Hauptversammlung kein Anspruch auf Auskunftserteilung besteht[1900]. Für Aktionäre heißt dies nach vertretener Ansicht, dass sie de lege lata frühestens auf der Hauptversammlung die Chance haben, durch aktives Nachfragen die Informationen zu erhalten, die die Unternehmensleitung an die Stimmrechtsberater weitergegeben hat und die über die Stimmrechtsberichte bereits deren Kunden erreicht haben können. Um dies zu ändern, könnte man die Voraussetzungen des Nachinformationsanspruchs gem. § 131 IV AktG verringern. Eine Möglichkeit wäre es, die Geltendmachung bereits vor der Hauptversammlung zuzulassen[1901]. Man könnte auch darauf verzichten, dass der nachfragende Aktionär konkrete Angaben zur Person des anderen Aktionärs und zum Inhalt der diesem zuvor erteilten Auskunft zu machen hat[1902].

2. Offenlegung der Informationsweitergabe

Die besseren Argumente sprechen jedoch dafür, den Informationsasymmetrien zu begegnen, indem man die Unternehmensleitung dazu verpflichtet, alle Aktionäre von sich aus über Kontakte mit Stimmrechtsberatern und die erteilten Auskünfte zu unterrichten. In Ziff. 6.1 S. 2 DCGK wird bereits empfohlen, den Aktionären sämtliche wesentliche neue Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, unverzüglich zur Verfügung zu stellen[1903]. Um sicherzustellen, dass

1898 Vgl. dazu bereits unter § 4 E. I. 3. b) dd); zur analogen Anwendung bei Informationsweitergabe durch den Aufsichtsrat unter § 4 E. III. 1. b) ee).
1899 Vgl. dazu bereits unter § § 4 E. I. 3. b) dd) (1), Nachweise in Fn. 1349.
1900 Vgl. dazu bereits unter § § 4 E. I. 3. b) dd) (2), Nachweise in Fn. 1352.
1901 So bereits de lege lata *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 514ff; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 306; *Joussen*, DB 1994, 2485, 2486.
1902 *Heidel,* in: Heidel, NomosKomm-AktG, § 131 Rn. 80; *Beck*, FreiLaw 2016, 89, 95.
1903 Siehe dazu bereits unter § 4 E. I. 3. c) cc).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

auch Tatsachen, die an Stimmrechtsberater weitergegeben worden sind, hierunter fallen, sollten die Stimmrechtsberater in Ziff. 6.1 S. 2 DCGK ausdrücklich genannt werden. Zusätzlich sollte diese Empfehlung im DCGK zum Rechtssatz aufgewertet werden[1904]. Wenn dem Aktionär alle Informationen zur Verfügung stehen, herrscht zumindest insoweit „Waffengleichheit" mit den Stimmrechtsberatern und deren Kunden. Damit würde dem Kleinaktionär die Nutzung der Hauptversammlung als Rechenschaftsforum erleichtert werden. Zusätzlich würde sich daraus eine Erhöhung der Disziplinierung der Unternehmensleitung ergeben; denn was unbekannt ist, kann auch keiner Haftung unterfallen. Im Vergleich zur Herabsenkung der Anforderungen des § 131 IV AktG ist eine Pflicht zur sofortigen Offenlegung durch die Unternehmensleitung weitreichender und erfordert zudem keine Initiative der Aktionäre. Betroffen ist schließlich die funktionelle Bedeutung der Information der Aktionäre und nicht nur das individuelle Informationsrecht des einzelnen Aktionärs. Der Beeinträchtigung funktioneller Aufgaben sollte auch durch eine generelle Stärkung der Aktionärsinformation begegnet werden, anstatt durch eine Stärkung des individuellen Rechts der Nachinformation nach § 131 IV AktG. Hierfür streitet, dass das Aktiengesetz auf kollektive Informationsrechte angelegt ist[1905]. Die unterjährige Information der Aktionäre könnte über das Aktionärsforum nach § 127a AktG durchgeführt werden[1906]. Um sicherzustellen, dass die Informationen auch interessierte Kleinanleger gebündelt und sicher erreichen, erscheint zusätzlich eine Einbindung in den Bericht des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung gem. § 171 II AktG als sinnvoll[1907]. Der Bericht des Aufsichtsrats ist gem. § 171 III AktG an den Vorstand weiterzuleiten, der ihn den Aktionären ab Einberufung der Hauptversammlung zur Verfügung zu stellen hat, § 175 II AktG. Um den Aktionären einen voll-

1904 *Hommelhoff*, in: Adolff/et al., Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 175, 186; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 309; ähnlich *Decher,* in: GK-AktG, § 131 AktG Rn. 338; sympathisierend *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 171; der DCGK 2019 übernimmt in der Empfehlung F.2 aber die Formulierung der Ziff. 6.1 S. 2 DCGK 2017.

1905 *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 509; *Siems,* in: Spindler/Stilz, § 131 AktG Rn. 73.

1906 *Vetter*, AG 2016, 873, 875f.

1907 *Bachmann*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, S. 135, 169f erkennt darin einen Ansatzpunkt für den Nachinformationsanspruch aus § 131 IV AktG; dafür im Falle eigener Kapitalmarktkommunikation des Aufsichtsrats *Ihrig*, Börsen-Zeitung 29.10.2016, 13.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ständigen Überblick über den Kontakt mit Stimmrechtsberatern zu geben und Interessenkonflikte aufzudecken, sollten darüber hinaus die Verträge der Gesellschaft mit Stimmrechtsberatern offengelegt werden[1908].

III. Stellung des Aufsichtsrats

Der Dialog der Stimmrechtsberater außerhalb der Hauptversammlung mit der Unternehmensleitung konfligiert mit der Stellung des Aufsichtsrats in zweierlei Hinsicht: Der Kontakt des Vorstands mit den Stimmrechtsberatern könnte zum einen die Bedeutung des Aufsichtsrats als institutionellen Gesprächspartner des Vorstands und damit die beratende Überwachung durch den Aufsichtsrat schwächen[1909]. Tritt der Aufsichtsrat selbst durch seinen Vorsitzenden in den Dialog mit dem Stimmrechtsberater ein, drohen zum anderen ein Konflikt mit dem Vorstand bei der Kapitalmarktkommunikation[1910], aber auch Reibungen innerhalb des Überwachungsorgans durch eine faktisch gestärkte Stellung des Aufsichtsratsvorsitzenden[1911].

1. Absicherung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats

Damit der Aufsichtsrat seine Überwachung auf eine in die Zukunft gerichtete Beratung ausweiten kann, ist es erforderlich, dass er vom Vorstand in die künftige Unternehmensplanung miteinbezogen wird. Dies wird in erster Linie durch die Berichte des Vorstands an den Aufsichtsrat nach § 90 AktG sichergestellt[1912]. Ist der Aufsichtsrat oder auch nur ein einzelnes Mitglied nicht mit den Berichten zufrieden, besteht darüber hinaus das Be-

---

1908 *VGR*, NZG 2019, 220, 224; so nun auch *Velte,* AG 2019, 893, 897; solch ein regulatorischer Vorstoß zur Offenlegung der Beauftragung eines Stimmrechtsberaters durch eine Börsengesellschaft in deren Geschäftsbericht wurde auch von der Schweizer Börse diskutiert, dazu *Dörrwächter/Kramarsch/Siepmann*, ZfgK 2017, 865, 868 letztlich aber aufgeschoben, vgl. *SIX Exchange Regulation*, Mitteilung des Regulatory Board Nr. 3/2017 vom 16. Oktober 2017, S. 1.

1909 Dazu unter § 4 E. II. 1.

1910 Siehe dazu unter § 4 E. III. 1.

1911 Speziell dazu unter § 4 E. III. 1. b) cc).

1912 Vgl. dazu bereits unter § 4 A. I. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

richtanforderungsrecht nach § 90 III AktG[1913]. Der Aufsichtsrat kann dann nicht durch Kommunikation des Vorstands mit Stimmrechtsberatern oder anderen aktivistischen Aktionären umgangen werden, wenn dieser ihn unverzüglich über den Kontakt und dessen Inhalt in Kenntnis zu setzen hat. Verfügt der Aufsichtsrat über diese Informationen, ist er in die Lage versetzt, den Vorstand diesbezüglich zu beraten und erforderlichenfalls rechtzeitig zu intervenieren, etwa durch Erlass eines ad-hoc-Zustimmungsvorbehalts. Seine Funktion als Austragungsort von Gruppeninteressen wäre also gesichert[1914]. Die Lösung des Konfliktes ist mithin darin zu suchen, dass die Informationsversorgung des Aufsichtsrats sichergestellt ist. Bei Einhaltung der Berichtspflichten nach § 90 AktG durch den Vorstand sollte dies eigentlich der Fall sein. Wie aufgezeigt, besteht dennoch die Gefahr, dass der Vorstand den Aufsichtsrat aus Gründen der Vertraulichkeit und der Arbeitnehmermitbestimmung möglichst lange im Dunkeln lässt[1915]. Um die Informationsversorgung des Aufsichtsrats abzusichern, bedarf es jedoch keines weiteren gesetzgeberischen Eingriffs. Dem Aufsichtsrat sind hierzu bereits de lege lata die Mittel an die Hand gegeben: Will der Aufsichtsrat umgehend über Kontakte des Vorstands mit Stimmrechtsberatern und dessen Inhalt informiert werden, kann er dies dem Vorstand gem. § 77 II AktG in die Geschäftsordnung schreiben[1916]. Bei dem noch weitergehenden präventiven Mittel des Zustimmungsvorbehalts nach § 111 IV S. 2 AktG war in der Vergangenheit jedoch zu beobachten, dass davon kein Gebrauch gemacht wurde, um eine Ausweitung des Einflusses und Mitspracherechts der Arbeitnehmervertreter im mitbestimmten Aufsichtsrat zu verhindern. Im Zuge des TransPuG wurde der Aufsichtsrat deshalb vom Gesetzgeber dazu verpflichtet, bestimmte Geschäfte zu bestimmen, die nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden dürfen.[1917] Sollte künftig vermehrt das Problem auftauchen, dass der Vorstand den Aufsichtsrat „umgeht" und ihn erst in letzter Minute in Entscheidungen miteinbezieht, wäre zu erwägen, anhand des Vorbilds des § 111 IV S. 2 AktG

1913 *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 90 AktG Rn. 38ff; *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 90 AktG Rn. 11ff; *Müller-Michaels*, in: Hölters, § 90 AktG Rn. 14ff.

1914 Siehe dazu unter § 4. E. II. 1. b) cc).

1915 Vgl. dazu bereits unter § 4 E. II. 1. b) dd) unter besonderer Bezugnahme auf den Sachverhalt von OLG Frankfurt a.M., Urteil v. 01.01.2013 – 5 U 241/12 = NZG 2014, 1017.

1916 Zum vorrangigen Recht des Aufsichtsrats auf Erlass einer Geschäftsordnung für den Vorstand *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 77 Rn. 46ff; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, § 77 AktG Rn. 63ff.

1917 Siehe dazu bereits unter § 4 A. I. 2. Fn. 734.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dem Aufsichtsrat verpflichtend vorzuschreiben, dem Vorstand eine Geschäftsordnung zu geben, gegebenenfalls unter Hinzufügung eines Musterkatalogs von Pflichten des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat.

2. Dialog des Aufsichtsrats (-vorsitzenden) mit Stimmrechtsberatern

a) Zulässigkeit des Dialogs mit Stimmrechtsberatern

Nach vertretener Ansicht steht dem Aufsichtsrat de lege lata keine Kompetenz, auch nicht aus einer Annexkompetenz zu den bisherigen Zuständigkeiten des Aufsichtsrats[1918], zur Führung eines Dialogs mit Stimmrechtsberatern oder aktivistischen Aktionären zu[1919]. In Bezug auf Themen, die der ausschließlichen Kompetenz des Aufsichtsrats unterfallen, kann der Vorstand gegenüber Investoren und Stimmrechtsberatern jedoch keine Aussagen treffen; insoweit besteht ein echtes Bedürfnis, einen Dialog des Aufsichtsrats zuzulassen, um die Interessen der Gesellschaft im Einzelfall zu wahren[1920]. Solange sich der Dialog des Aufsichtsrats mit Aktionären und Stimmrechtsberatern auf Themen beschränkt, die in seiner exklusiven Zuständigkeit liegen, kann es auch nicht zu einer Konkurrenz mit dem Vorstand bei der Kapitalmarktkommunikation kommen. Unter penibler Beachtung dieser Eingrenzung der zulässigen Gesprächsthemen sollte mithin der Dialog des Aufsichtsrats zugelassen werden. Zur Klärung der rechtlichen Grundlage eines solchen Kommunikationsrechts wäre ein Eingreifen des Gesetzgebers wünschenswert[1921]. Dabei sollten bei Schaffung einer solchen Kompetenz des Aufsichtsrats zugleich deren Grenzen normiert werden.

Zumindest sollte abgesichert werden, dass sich der Dialog des Aufsichtsrats tatsächlich auf Themen beschränkt, die nicht mit der Außendarstellung durch den Vorstand konkurrieren[1922]. Die Thematik des Investoren-

---

1918 Zu den methodischen Ansätzen zur Begründung einer Kompetenz des Aufsichtsrats siehe die Nachweise in Fn. 1491.

1919 Weitere Nachweise für diese Ansicht in Fn. 1479.; zur aA vgl. die Nachweise in Fn. 1482.

1920 Nachweise in Fn. 1517.

1921 aA *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 277f, die ein Eingreifen des Gesetzgebers nicht für erforderlich hält, da sich die Kommunikationskompetenzen bereits aus den allgemeinen Sachkompetenzen der Organe ableiten ließen.

1922 Zu den Themen, die der ausschließlichen Zuständigkeit des Aufsichtsrats unterfallen, siehe unter § 4 E. III. 1. b) bb).

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dialogs des Aufsichtsrats hat insbesondere durch die „Leitsätzen für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat" der *Initiative „Developing Shareholder Communication"* an Fahrt aufgenommen[1923], die die Grenzen jedoch zu weit ziehen, indem sie erklären, dass der Aufsichtsrat unter anderem dazu berechtigt sein soll, gegenüber Investoren seine überwachende und mitwirkende Rolle im Strategieprozess und seine Einschätzung der Strategieumsetzung zu erläutern[1924]. Auch der DCGK nimmt in Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK Stellung zur thematischen Reichweite des Investorendialogs des Aufsichtsrats; dort heißt es schlicht: „Der Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen dazu bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratsspezifische Themen Gespräche zu führen." Welche Themen nunmehr aber „aufsichtsratsspezifisch" sind, benennt Ziff. 5.2 Abs. 2 DCGK aber gerade nicht. Dies ist jedoch der entscheidende Punkt. Aufgrund der undetaillierten Aussage des DCGK und vor allem aufgrund der weitreichenden Leitsätze der *Initiative „Developing Shareholder Communication"* werden sich die Aufsichtsratsvorsitzenden erheblichem Druck von Seiten der Aktionäre und Stimmrechtsberater ausgesetzt sehen, warum sie nicht etwa auch zu strategischen Fragen Stellung beziehen[1925]. Wünschenswert ist deshalb zumindest eine Klarstellung hinsichtlich der thematischen Reichweite der zulässigen Dialogthemen des Aufsichtsrats durch eine Aufzählung im DCGK[1926]. Hierdurch könnte der Druck auf den Aufsichtsrat, sich an einem Dialog zu Themen zu beteiligen, die zu einer Konkurrenz mit dem Vorstand führen würden, gesenkt werden.

b) Vereinbarkeit des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden mit der Ausgestaltung als Kollegialorgan

Prädestiniert für den Dialog mit Stimmrechtsberatern und Aktionären ist der Aufsichtsratsvorsitzende, der als Repräsentant des Organs nach außen

---

1923 *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302; erläuternd dazu *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 729ff.

1924 Leitsatz 5: Strategieentwicklung und -umsetzung, *Initiative „Developing Shareholder Communication"*, AG 2016, R300-R302; dagegen vgl. die Nachweise in Fn. 1508.

1925 *Nikoleyczik/Graßl*, NZG 2017, 161, 165.

1926 *Vetter*, AG 2016, 873, 876; eine solche findet sich auch nicht in der Anregung A.3 des DCGK 2019; Ansätze zur Ergänzung des § 111 II AktG, bzw zur Einführung eines neuen § 111 III AktG bei *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 274f.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

fungiert[1927]. Dennoch kollidiert die Führung des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden de lege lata mit der Konzeption des Aufsichtsrats als Kollegialorgan, das seinen Willen durch Beschluss bildet[1928]. Der Investorendialog des Aufsichtsrats ist, soweit man ihn denn zulässt, aus praktischen Gründen (mit) in die Hände des Aufsichtsratsvorsitzenden zu legen. Um sicherzustellen, dass der Aufsichtsratsvorsitzende dabei nicht dem Willensbildungsprozess des Kollegialorgans vorgreift und es zu Verletzungen der intraorganschaftlichen Vertraulichkeit kommt, ist die Kapitalmarktkommunikation aber an das Gremium rückzubinden und bedarf dessen Legitimation[1929]. Vorgeschlagen wird hierzu etwa eine Kommunikationsordnung[1930]. Zielführender scheint hingegen die Bildung eines Kommunikationsausschusses[1931], der gemeinsam mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden den Dialog zu führen hat. Hierdurch ließe sich vermeiden, dass für jedes Gespräch des Vorsitzenden ein Beschluss des Gremiums erforderlich ist. Zugleich können dadurch die Absicherung der verschiedenen im Aufsichtsrat vertretenen Interessen bei der Führung des Dialogs mit Stimmrechtsberatern und Aktionären sowie die Versorgung des Gesamtgremiums mit Informationen aus den informellen Gesprächen gewährleistet werden. Um sicherzustellen, dass es in den Aufsichtsräten zur Bildung eines Kommunikationsausschusses oder einer vergleichbaren Regelung zur Legitimation des Dialogs durch den Aufsichtsratsvorsitzenden kommt, sollte eine diesbezügliche Anregung in den DCGK aufgenommen werden.

D. Fazit

Eine über die von der ARL II aufgegriffenen Themen hinausgehende Regulierung der Stimmrechtsberater unter Berücksichtigung der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft sollte sich nicht auf eine Anknüpfung an die Stimmrechtsberater selbst konzentrieren. Bei verstärkter Regulierung der Stimmrechtsberater im nationalen Alleingang ist mittelfristig davon auszugehen, dass die Proxy Advisors ihre Niederlassungen in Deutschland aufgeben, um sich dem Regulierungszugriff zu entziehen. Regelungen, die am Stimmrechtsberater ansetzen, sind mithin besser auf

---

1927 Vgl. zum Ganzen bereits unter § 4 E. III. 1. b) cc), dd).
1928 Nachweise in Fn. 1524.
1929 Nachweise in Fn. 1570.
1930 Ausführlich dazu *Landsittel*, Investorenkommunikation, S. 265ff.
1931 Nachweise in Fn. 1573.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

europäischer Ebene zu verorten und sollten vom nationalen Gesetzgeber zur Auflösung der Konflikte mit der Unternehmensverfassung nachrangig verfolgt werden.

Das Problem des begrenzten Regulierungszugriffs besteht bei Anknüpfung an die Aktionäre, die sich bei der Ausübung ihrer Stimmrechte von Stimmrechtsberatern unterstützen lassen, nicht. Eine effektive Auflösung der Reibungen der Stimmrechtsberater mit dem dualistischen Leitungssystem könnte erreicht werden, indem man die Stimmmachtbündelung in Händen der Stimmrechtsberater aufbricht. Dies wäre wohl nur durch Konkretisierung der Treuepflichten der Investoren bei der Ausübung der Stimmrechte in ihren Portfoliounternehmen gegenüber ihren Kapitalgebern zu bewerkstelligen und würde mit erheblichen Kosten für die Investoren und damit in letzter Konsequenz für deren Kunden einhergehen. Zu ihrer Durchsetzung müssten die verschärften Treuepflichten der Investoren mit aufsichtsbehördlicher Überwachung kombiniert werden.

Erheblich weniger eingriffsintensiv sind Anpassungen in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Hier empfiehlt es sich, das dualistische System der Unternehmensleitung auf den geförderten Aktionärsaktivismus vorzubereiten, von dem die Stimmrechtsberatung nur ein - wenn auch bedeutendes - Puzzlestück darstellt. Im Vordergrund sollte dabei die Einflussnahme durch informellen Kontakt mit der Unternehmensleitung außerhalb der Hauptversammlung stehen. Ansatzpunkt sollte primär die Stärkung der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre sein, ergänzt um Anstöße zur Absicherung der Funktionen des Aufsichtsrats.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

§ 8 Schlussbetrachtung

A. Gesamtfazit

Die an der Stimmrechtsberatung vorgebrachte Kritik ist weitestgehend berechtigt: Zu beklagen sind in Teilen schlechte Qualität, Ungenauigkeit und mangelnde Transparenz bei Erstellung der Stimmempfehlungen. Hinzu kommen die teilweise offensichtlichen Interessenkonflikte, denen die Stimmrechtsberater unterliegen. Aufgrund der oligopolen Marktstruktur ist eine Selbstregulierung der Branche durch Wettbewerb nicht zu erwarten. Die bisher bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen des Kapitalmarktrechts und des allgemeinen zivilrechtlichen Haftungsregimes sind nicht in der Lage, den Stimmrechtsberatern wirksame Grenzen aufzuzeigen. Mit der Aktionärsrechterichtlinie II greift der europäische Gesetzgeber die meisten an der Stimmrechtsberatung vorgebrachten Kritikpunkte auf und unternimmt eine erste gezielte Regulierung der Proxy Advisors. Die Union geht dabei jedoch zurückhaltend vor und will durch Transparenz- und Offenlegungspflichten eine Stimulierung des Wettbewerbs unter den Stimmrechtsberatern herbeiführen. Diesem Ansatz ist mit Skepsis zu begegnen. Außer Acht gelassen werden bei den Regulierungsansätzen der ARL II die Auswirkungen, die die Stimmmachtbündelung in Händen der Stimmrechtrechtsberater für die Emittenten hat. Der Aufstieg der Stimmrechtsberater erklärt sich aus der Internationalisierung und Diversifikation der Portfolios institutioneller Investoren, die sich vermehrt dem Druck ausgesetzt sehen, Stimmrechte aus Aktien der Vielzahl der Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind, auszuüben. Auch die Union will mit der ARL II Investoren zur Ausübung der Stimmrechte aus ihren Beteiligungen bewegen. Um dem nachzukommen, beschäftigen die Investoren Stimmrechtsberater, deren Empfehlungen sie allzu oft blind befolgen. Die sich daraus in den Händen der Stimmrechtsberater sammelnde Stimmmacht macht *ISS* und *Glass Lewis* zu bedeutenden Spielern im Corporate Governance Gefüge. Im Rahmen der Shareholder Activism Bewegung nehmen sie aufgrund des auf rationaler Apathie basierenden Desinteresses der institutionellen Investoren die Rolle eines mit erheblicher Stimmmacht ausgestatteten „Quasi-Aktionärs" ein. Die dualistisch angelegte Unternehmensverfassung ist jedoch nicht auf Einfluss von Aktionären außerhalb der Hauptversammlung angelegt, sondern orientiert sich am Leitbild

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

des passiven Aktionärs. Die Stimmrechtsberater agieren allerdings nicht passiv, sondern üben über ihre Stimmrechtsrichtlinien, welche nationale Besonderheiten nur begrenzt berücksichtigen, und durch informellen Kontakt mit der Unternehmensleitung im Vorfeld der Hauptversammlung Einfluss auf die Gesellschaft aus. Hierdurch entstehen Reibungen und Spannungen unter und innerhalb der Organe der deutschen Aktiengesellschaft, die bei der Regulierung der Stimmrechtsberater nicht unberücksichtigt bleiben sollten; unter Berücksichtigung der Unternehmensverfassung sollte sich die Regulierung folglich nicht auf das Verhältnis zwischen Stimmrechtsberater und Kunde beschränken. Angezeigt sind in erster Linie die Stärkung der informationellen Gleichbehandlung der Aktionäre durch eine institutionelle Informationspflicht sowie Maßnahmen zur Absicherung der Funktionen des Aufsichtsrats.

B. Ausblick

Die Umsetzung der ARL II war von den Mitgliedsstaaten bis zum 10. Juni 2019 durchzuführen. Am 14. November 2019 hat der Bundestag das ARUG II beschlossen. Die Billigung durch den Bundesrat erfolgte schließlich am 29. November 2019. Das ARUG II wird damit nunmehr zum 01. Januar 2020 in Kraft treten. Der Gesetzgeber konzentriert sich hinsichtlich der Vorgaben zu Stimmrechtsberatern weitestgehend auf eine Eins-zu-Eins Umsetzung der Richtlinie. Angesichts der Internationalität des Stimmrechtsberatungsgeschäfts und des beschränkten Regulierungszugriffs des nationalen Gesetzgebers auf Stimmrechtsberater, die keine Niederlassung im Inland unterhalten, erscheint dies sinnvoll. Eine weitergehende Regulierung in den Bereichen Offenlegung, Transparenz oder auch hinsichtlich der Einbindung von Emittenten in die Erstellung konkreter Stimmempfehlungen ist auf Unionsebene besser angesiedelt. Zur Absicherung der Besonderheiten der dualistischen Unternehmensverfassung bietet sich deshalb eine Anknüpfung an diejenigen Paketaktionäre an, die Stimmrechtsberater beauftragen. Ein wirksamer Aufbruch der faktischen Stimmbündelung durch Konkretisierung der Treuepflichten der Paketaktionäre gegenüber ihren Kapitalgebern wäre jedoch kosten- und eingriffsintensiv. In erster Linie sollten deshalb die aufgezeigten Lösungen verfolgt werden, die unmittelbar in der Unternehmensverfassung an den Stellen ansetzen, an denen die Reibungen und Spannungen zwischen und innerhalb der Organe entstehen. Sollten den Konflikte mit dem System der dualistischen Unternehmensleitung hierdurch nicht beizukommen sein, wäre

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

in einem nächsten Schritt auf die Konkretisierung der Treuepflicht der Investoren gegenüber ihren Kapitalgebern zurückzugreifen

Doch auch bei der Regulierung der Stimmrechtsberatung auf Unionsebene ist das letzte Wort noch nicht gesprochen: Art. 3k II ARL II sieht bereits eine Evaluierung der Regulierung der Stimmrechtsberater durch die Kommission in Zusammenarbeit mit der *ESMA* bis 2023 vor. Gleiches gilt jedoch auch für die Ansätze zur Aktivierung von Paketaktionären zur Überwachung der Unternehmensleitung, vgl. Art. 3k I ARL II. Der nationale Gesetzgeber sollte allerdings nicht darauf vertrauen, dass die verbleibenden Kritikpunkte in der nächsten Regulierungsrunde von der Union aufgelöst werden. Sollte sich der Trend international weiterhin dahingehend entwickeln, dass man Paketaktionäre verstärkt zur Überwachung der Unternehmensleitung anhalten will, so stehen dem dualistischen Leitungssystem weitere Herausforderungen ins Haus. Angezeigt ist es deshalb, solchen Bestrebungen vorausschauend durch Anpassungen in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft zu begegnen.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Literaturverzeichnis

Agrawal, Anup/Nasser, Tareque, Insider Trading in Takeover Targets 2012/02/22, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2008880*.

Aktiengesetz Großkommentar, Zweiter Band. §§ 53a-75, herausgegeben von Klaus J. Hopt/Herbert Wiedemann. 4. Aufl. Berlin, Boston 2008 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: GK-AktG].

Aktiengesetz Großkommentar. Vierter Band. Teilband 1. §§ 76-91, herausgegeben von Heribert Hirte/ Peter O. Mülbert/Markus Roth. 5. Aufl. Berlin, Boston 2015 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: GK-AktG].

Aktiengesetz Großkommentar. Fünfter Band. §§ 95-116, herausgegeben von Heribert Hirte/ Peter O. Mülbert/Markus Roth. 5. Aufl. Berlin, Boston 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: GK-AktG].

Aktiengesetz Großkommentar. Fünfter Band. Mitbestimmungsgesetz; §§ 118-149, herausgegeben von Klaus J. Hopt/Herbert Wiedemann. 4. Aufl. Berlin, New York 2008 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: GK-AktG].

Aktiengesetz Großkommentar. Siebter Band. Teilband 1. §§ 118-130, herausgegeben von Heribert Hirte/ Peter O. Mülbert/Markus Roth. 5. Aufl. Berlin, Boston 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: GK-AktG].

Altmeppen, Holger, Grenzen der Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats und die Folgen ihrer Verletzung durch den Vorstand, in: Georg Bitter/Marcus Lutter/ Hans-Joachim Priester/Wolfgang Schön/Peter Ulmer (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, Köln 2009, S. 23–40 [zitiert als: *Altmeppen*, FS K. Schmidt].

AMF, AMF Recommandation 2011-06. Proxy voting advisory firms March 18, 2011, abrufbar unter: *https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F12e1aead-0ff9-4f26-8fd0-d0ebe29d0efe&category=I+-+Issuers+and+financial+disclosure*.

Anzinger, Heribert M., Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung. Kompetenzverteilung und Offenlegung nach der zweiten Aktionärsrechterichtlinie, ZGR 2019, S. 39–96.

Assmann, Heinz-Dieter, Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, S. 50–58.

Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar: WpHG, MAR, PRIIP, MiFIR, Leerverkaufs-VO, EMIR. 7. Aufl. Köln 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsgesetz].

Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A. (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts. 4. Aufl. München, München 2015 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schütze, HdB Kapitalanlagerecht].

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Association of British Investors, Best Practice Principles on Corporate Governance Research. ABI Response December 2013, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/01/ABI-BPP-GRP-Consultation-Response-2013.pdf*.

Bachmann, Gregor, Verwaltungsvollmacht und „Aktionärsdemokratie": Selbstregulative Ansätze für die Hauptversammlung, AG 2001, S. 635–644.

ders., Corporate Governance nach der Finanzkrise, AG 2011, S. 181–193.

ders., Der „Europäische Corporate Governance-Rahmen". Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission, WM 2011, S. 1301–1310.

ders., Reform der Corporate Governance in Deutschland, AG 2012, S. 565–579.

ders., Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016. Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR), Köln 2017, S. 135–180.

Bachmann, Gregor/Pauschinger, Philipp, Die Neuregelung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung durch das ARUG II, ZIP 2019, S. 1–10.

Backhaus, Richard/Brouwer, Tobias, Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats bei Geschäften mit nahestehenden Personen (Related Party Transactions) bei der KGaA – HGB sticht AktG, AG 2019, S. 287–295.

Beck'scher Online-Kommentar zum BGB, herausgegeben von Heinz Georg Bamberger/Herbert Roth/Wolfgang Hau/Roman Poseck. 50. Aufl. München Stand: 01.05.2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: BeckOK-BGB].

Bassen, Alexander/ Zöllner, Christine, Entwicklungstendenzen deutscher Corporate Governance, in: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Piwinger (Hrsg.), Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation. 2. Aufl., Wiesbaden 2009, S. 73–91.

Bassler, Moritz, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen. Inhalt und rechtliche Grenzen des institutionellen Anlegeraktivismus. Baden-Baden 2015.

Baue, Bill, Voting Recommendations on Shareowner Resolutions Vary Widely at Proxy Advisory Firms 18. April 2006, abrufbar unter: *http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/1984.html*.

Baumbach, Adolf/Hopt, Klaus J., Handelsgesetzbuch. Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht). 38. Aufl. München 2018.

Baumol, William, Contestable Markets. An Uprising in the Theory of Industry Structure, Am. Econ. Rev. 72 (1982), S. 1–15.

Baumol, William/Panzar, John C./Willig, Robert D., Contestable Markets. An Uprising in the Theory of Industry Structure: Reply, Am. Econ. Rev. 73 (1983), S. 491–496.

Baums, Theodor, Macht von Banken und Versicherungen. Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages. Arbeitspapier 10/93 08.12.1993, abrufbar unter: *https://www.jura.uni-frankfurt.de/43029141/paper13.pdf*.

ders., Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts. Köln 2001.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Baums, Theodor/Fraune, Christian, Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung. Arbeitspapier 6/94, abrufbar unter: *https://www.jura.uni-frankfurt.de/43029219/paper20.pdf*.

dies., Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, AG 1995, S. 97–112.

Bayer, Walter, 17. Kapitel: Grundkapital, Kapitalaufbringung, Kapitalerhaltung, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band II. Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 708–762.

ders., Anforderungen an die Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegen den herrschenden Aktionär gem. § 147 AktG durch die Minderheit, AG 2016, S. 637–651.

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas, Die Nebenleistungs-AG, AG 2009, R395-R396.

Bayer, Walter/Scholz, Philipp, Haftungsbegrenzung und D&O-Versicherung im Recht der aktienrechtlichen Organhaftung. Grundsatzüberlegungen zum 70. DJT 2014, NZG 2014, S. 926–934.

Becht, Marco/Franks, Julian R./Mayer, Colin/Rossi, Stefano, Returns to Shareholder Activism. Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund 2006/12/04, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=934712*.

Beck, Hannah, Shareholder Activism. Erscheinungsformen, Konsequenzen, Bewertung, FreiLaw 2016, S. 89–96.

Begemann, Arndt/Laue, Bastian, Der neue § 120 Abs. 4 AktG - ein zahnloser Tiger?, BB 2009, S. 2442–2446.

Belcredi, Massimo/Bozzi, Stefano/Ciavarella, Angela/Novembre, Valerio, Proxy Advisors and Shareholder Engagement Evidence from Italian Say-on-Pay 2015/30/04, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2616258*.

Belinfanti, Tamara C., The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, Stan. J.L. Bus. & Fin. 14 (2009), S. 384–439.

Bergemann, Achim, Unternehmenssteuerreform 2001: Schwerpunkte des Steuersenkungsgesetzes, DStR 2000, S. 1410–1419.

Berle, Adolf A./Means, Gardiner C., The Modern Corporation and Private Property. New York 1933.

Bethel, Jennifer E./Gillan, Stuart, The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting. University of Delaware Working Paper No. 2002-002 2003/08/22, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354820*.

Bew, Robyn/Fields, Richard, Voting Decisions at US Mutual Funds. How Investors Really Use Proxy Advisers 2012/06/15, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2084231*.

Beyer, Sebastian, Neue Grenzen bei der gerichtlichen Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, NZG 2014, S. 61–64.

Black, Bernard S., Shareholder Passivity Reexamined, Mich. L. Rev. 89 (1990), S. 520–608.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, UCLA L. Rev. 39 (1991), S. 811.

Black, Bernard S./Coffee, John C., JR., Hail Britannia: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation, Mich. L. Rev. 92 (1993), 1997-2087.

Blaurock, Uwe, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?, ZGR 2007, S. 603–653.

BMJ, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), abrufbar unter: *https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RegE_ARUG_II.pdf;jsessionid=D43AE34BF6A2BFEC05AC31D624EC790C.1_cid334?__blob=publicationFile&v=1*.

dass., Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), abrufbar unter: *https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_Aktionaersrechterichtlinie_II.pdf;jsessionid=C7DEB6796E9DC42357926D7E7BE43C99.1_cid324?__blob=publicationFile&v=2*.

dass., Bericht über die Entwicklung der Stimmrechtsausübung in börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland seit Inkrafttreten des Namensaktiengesetzes am 25. 1. 2001, NZG 2004, S. 948–956.

Böckli, Peter, Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems, in: Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis. 2. Aufl., Stuttgart 2009, S. 255–276.

ders., Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, SZW 2015, S. 209–225.

Borges, Georg, Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes, ZGR 2003, S. 508–540.

ders., Acting in Concert: Vom Schreckgespenst zur praxistauglichen Zurechnungsnorm. Zugleich Besprechung BGH v. 18.9.2006 - II ZR 137/05, ZIP 2006, 2077 (WMF), ZIP 2007, S. 357–365.

Bork, Björn, Die Regelungen zu „know-your-shareholder" im Regierungsentwurf des ARUG II, NZG 2019, S. 738–743.

Bork, Reinhard, Sonderprüfung, Klageerzwingung, in: Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis. 2. Aufl., Stuttgart 2009, S. 743–766.

Bosse, Christian, Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) - Überblick und Handlungsbedarf, BB 2009, S. 1650–1654.

ders., Grünes Licht für das ARUG: das Aktienrecht geht online, NZG 2009, 807-813.

Boujong, Karlheinz, Rechtliche Mindestanforderungen an eine ordnungsgemäße Vorstandskontrolle und -beratung, AG 1995, S. 203–207.

Brav, Alon/Jiang, Wei/Partnoy, Frank/Thomas, Randall, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, J. Finance 63 (2008), S. 1729–1775.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Bremer, Jan, Neuere Entwicklungen aus Brüssel, NZG 2013, S. 20–21.

Briggs, Thomas W., Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis, J. Corp. L. 32 (2007), 681-737.

Brouwer, Tobias, ARUG II geht in die nächste Runde, GmbHR 2019, R120-R122.

Buck-Heeb, Petra, Insiderwissen, Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken. Zur rechtlichen Wirkung von Vertraulichkeitsbereichen, in: Stefan Grundmann/Brigitte Haar/Hanno Merkt/et al. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag. Unternehmen, Markt und Verantwortung; Bd. 2, Berlin 2010, S. 1647–1670 [zitiert als: *Buck-Heeb,* in: FS Hopt].

dies., Kapitalmarktrecht. 9. Aufl. Heidelberg 2017.

Buck-Heeb, Petra/Dieckmann, Andreas, Selbstregulierung im Privatrecht. Tübingen 2010.

Bühler, Christoph B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance. Zürich 2009.

Büllesbach, Alfred/Klawitter, Uta/Miedbrodt, Anja, Das Namensaktiengesetz – Neuerungen und praktische Umsetzungsmöglichkeiten, CR 2000, S. 565–570.

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V., Stellungnahme zur Konsultation „Best Practice Principles for Governance Research Providers" 20. Dezember 2013, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/01/BDI-Stn-BPP-GRP-Consultation-Response-2013.pdf*.

Bungert, Hartwin, Die Treuepflicht des Mindeheitsaktionärs. Besprechung des BGH-Urteils vom 20.3.1995, DB 1995 S. 1064, DB 1995, S. 1749–1756.

Bungert, Hartwin/Wansleben, Till, ARUG II: Say on Pay und Related Party Transaction im Regierungsentwurf aus Sicht der Praxis, BB 2019, S. 1026–1030.

Bunz, Thomas, Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism, NZG 2014, S. 1049–1053.

Bürgers, Tobias/Körber, Torsten (Hrsg.), Aktiengesetz. 4. Aufl. Heidelberg 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Bürgers/Körber].

Butzke, Volker, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft. 5. Aufl. Stuttgart 2011.

Cahn, Andreas, Gesellschaftsinterne Informationspflichten bei Zusammenschluss- und Akquisitionsvorhaben, AG 2014, S. 525–534.

Cai, Jie./Garner, Jacqueline L./Walkling, Ralph A., Electing Directors, J. Finance 64 (2009), S. 2389–2421.

Canaris, Claus-Wilhelm, Die richtlinienkonforme Auslegung und Rechtsfortbildung im System der juristischen Methodenlehre, in: Helmut Koziol/Peter Rummel (Hrsg.), Im Dienste der Gerechtigkeit. Festschrift für Franz Bydlinski, Wien 2013, S. 47–104 [zitiert als: *Canaris,* in: FS Bydlinski].

Casper, Matthias, Acting in Concert - Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestands, ZIP 2003, S. 1469–1477.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Center on Executive Compensation, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo. The Case for Greater Accountability and Oversight Januar 2011, abrufbar unter: *http://online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf*.

Choi, Stephen J./Fisch, Jill E., How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries, Yale L.J. 113 (2003), S. 269.

Choi, Stephen J./Fisch, Jill E./Kahan, Marcel, Director Elections and the Role of Proxy Advisors, S. Cal. L. Rev. 82 (2009), S. 649–702.

dies., The Power of Proxy Advisors Mythe or Reality?, Emory Law Journal 59 (2010), S. 869–918.

Clark, Robert Charles, Vote Buying and Corporate Law, Case W. Res. L. Rev. 29 (1979), S. 776–807.

Claussen, Carsten P., Aktienrechtsreform 1997, AG 1996, S. 481–494.

Clifford, Christopher P., Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists 2007/03/20, abrufbar unter: *https://ssrn.com/abstract=971018*.

Coffee, John C., JR., Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor, Colum. L. Rev. 91 (1991), S. 1277–1368.

Corporate Governance Code Monitoring Commitee, Second report on compliance with the Dutch Corporate Governance Code December 2010, abrufbar unter: *http://www.mccg.nl/download/?id=652*.

Cotter, James/Palmiter, Alan/Thomas, Randall, ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals, Vill. L. Rev. 55 (2010), 1-56.

Cromme, Gerhard/Claassen, Jürgen, Unternehmenskommunikation als Element der Corporate Governance, in: Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis. 2. Aufl., Stuttgart 2009, S. 603–625.

Dahmen, Lennart, Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern nach dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie, GWR 2019, S. 117–120.

Damrau, Jan, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht. Eine rechtsökonomische Analyse der Normsetzung der deutschen Börsen und ihrer Träger. Berlin 2003.

Dauses, Manfred A./Ludwigs, Markus (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts. Band 1. München 48. Auflage Juli 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in Dauses/Ludwigs].

DAV-Handelsrechtsausschuss, Stellungnahme zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. 4. 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, NZG 2011, S. 936–942.

dass., Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission einer Richtlinie zur Änderung der RL 2007/36/EG („Aktionärsrechte-Richtlinie") – COM (2014) 213, NZG 2015, S. 54–65.

dass., Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), NZG 2019, S. 12–21.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Deckert, Martina R., Organschaftliche und vertragliche Beratungspflichten des Aufsichtsratsmitglieds, AG 1997, S. 109–114.

Deutscher Anwaltverein, Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. April 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3. Berlin Juli 2011, abrufbar unter: *http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/individual-replies/german-bar-association_de.pdf*.

Deutscher Notarverein, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechtrichtlinie (ARUG II) 12. November 2018, abrufbar unter: *https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Stellungnahmen/2019/Downloads/11122018_Stellungnahme_Dt-Notarverein_ARUG-II.pdf?__blob=publicationFile&v=1*.

Deutsches Aktieninstitut, Aktionärskennzahlen des Deutschen Aktieninstituts 2017, abrufbar unter: *https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2018-02-19%20Aktieninstitut%20Aktionaerszahlen%202017%20Web.pdf*.

dass., Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory 25.06.2012, abrufbar unter: *https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2012-06-25%20DAI-Comment%20ESMA%20Consultation%20Proxy%20Advisory.pdf*.

dass., Issuers should bei allowed to react to Proxy Advisors' Voting Recommendations. Response of Deutsches Aktieninstitut to the Consultation on the Best Practice Principles for Governance Research Providers 19 December 2013, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/01/DAI-BPP-GRP-Consultation-Response-2013.pdf*.

dass., Deutsches Aktieninstitut's Response to the Consultation On Best Practice Principles For Shareholder Voting Research & Analysis. Main Issue with Proxy Advisors: Improvement of Communication with Companies still necessary 15th December 2017, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2018/01/Deutsche-Aktienstitut.pdf*.

Diekmann, Florian/Hesse, Martin, Posse um Lufthansa-Aufseher Mayrhuber: Boarding in letzter Minute 07.05.2013, abrufbar unter: *http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/lufthansa-wusste-frueh-von-widerstand-grosser-aktionaere-gegen-mayrhuber-a-898595.html*.

Dietz-Vellmer, Fabian, Hauptversammlungsbeschlüsse nach § 119 II AktG – geeignetes Mittel zur Haftungsvermeidung für Organe?, NZG 2014, S. 721–729.

Döring, Claus, Die (un)heimliche Macht der Stimmrechtsberater, Börsen-Zeitung 10. März 2007, S. 8.

Dörrwächter, Jan, Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit, AG 2017, S. 409–415.

Dörrwächter, Jan/Kramarsch, Michael H./Siepmann, Regine, Stimmrechtsberater auf dem Corporate-Governance-Prüfstand, ZfgK 2017, S. 865–868.

dpa, HV-Präsenz erreicht Rekordniveau 25.05.2018, abrufbar unter: *https://boerse.ard.de/aktien/hauptversammlungspraesenz-erreicht-rekordniveau100.html*.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Dreher, Meinrad, Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung. Gesellschaftsrechtliche und zivilrechtliche Grundlagen, ZHR 157 (1993), S. 150–171.

Drinhausen, Florian/Eckstein, Hans-Martin (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG. Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Börsengang. 3. Aufl. München 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG].

Drinhausen, Florian/Marsch-Barner, Reinhard, Die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden in der börsennotierten Aktiengesellschaft, AG 2014, S. 337–351.

Dubois, Edouard, Shareholders' General Meetings and the Role of Proxy Advisors in France and Japan, Kyushu Journal of International Legal Studies 2011, S. 56–106.

Duden, Konrad, Gleichbehandlung bei Auskünften an Aktionäre, in: Hans Claudius Ficker/Detlef König/Karl F. Kreuzer/Hans Leser/Wolfgang Freiherr Marschall von Bieberstein/Peter Schlechtriem (Hrsg.), Festschrift für Ernst von Caemmerer zum 70. Geburtstag, Tübingen 1978, S. 499–515 [zitiert als: *Duden*, in: FS von Caemmerer].

Dutta, Anatol, Das Statut der Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte, IPrax 2009, S. 293–299.

Duve, Christian/Basak, Denis, Ungeahnte Unterstützung für aktive Aktionäre - wie das UMAG Finanzinvestoren hilft, BB 2006, S. 1345–1350.

Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R., Voting in Corporate Law, J.L. & Econ. 26 (1983), 395-427.

Eberspächer, Marc-Oliver, Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater. Regulierungskompetenz und Regulierungsstrategien der Europäischen Union. Baden-Baden 2016.

EFAMA, EFAMA Reply to the Public Consultation on Best Practice Principles for Governance Research Providers. Brussels 17 December 2013, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/01/EFAMA-BPP-GRP-Consultation-Response-2013.pdf*.

Eggers, Frank/de Raet, Tobias, Das Recht börsennotierter Gesellschaften zur Identifikation ihrer Aktionäre gemäß der EU-Aktionärsrechterichtlinie, AG 2017, S. 464–472.

Eidenmüller, Horst, Regulierung von Finanzinvestoren, DStR 2007, S. 2116–2121.

Eisele, Alexander/Oser, Peter, RegE ARUG II: Ausgewählte Anwendungsfragen der neuen Zustimmungs- und Publizitätspflichten für Geschäfte mit nahestehenden Personen, DB 2019, S. 1517–1524.

Emmerich, Volker/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht. Kommentar. 9. Aufl. München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht].

Erbs, Georg/Kohlhaas, Max (Hrsg.), Strafrechtliche Nebengesetze. 219. Aufl. München 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Erbs/Kohlhaas].

Ernst & Young, Wem gehört der DAX? Analyse der Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen 2017 April 2018, abrufbar unter: *https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-wem-gehoert-der-dax/$FILE/ey-wem-gehoert-der-dax.pdf*.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Ertimur, Yonca/Ferri, Fabrizio/Oesch, David, Shareholder Votes and Proxy Advisors. Evidence from Say on Pay 2012/03/11, abrufbar unter: *https://ssrn.com/abstract=2019239*.

ESMA, Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry, Considerations on Possible Policy Options, abrufbar unter: *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf*.

dass., Final Report. Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry 19.02.2013, abrufbar unter: *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf*.

dass., Follow-up Report on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis 18.12.2015, abrufbar unter: *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf*.

Ethos-Stiftung, Ethos: Die wichtigsten Meilensteine, abrufbar unter: *https://www.ethosfund.ch/sites/default/files/2017-10/HistoriqueEthos_DE.pdf*.

Europäische Kommission, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance - ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen, COM(2012) 740 final. Brüssel.

dies., Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endgültig. Brüssel 2.6.2010, abrufbar unter: *http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_de.pdf*.

dies., Grünbuch, Europäischer Corporate Governance Rahmen. Brüssel 05.04.2011, abrufbar unter: *http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_de.pdf*.

dies., 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/EG in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung der Unternehmensführung, COM(2014) 213 final. Brüssel 09.04.2014, abrufbar unter: *http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/cgp/shrd/140409-shrd_de.pdf*.

Faber, Joachim, Institutionelle Investoren (einschließlich Hedgefonds und Private Equity), in: Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis. 2. Aufl., Stuttgart 2009, S. 219–230.

Falkenhausen, Kurt H. Freiherr von, Die nächste Hauptversammlung, BB 1966, S. 337–344.

Fama, Eugene F./Jensen, Michael C., Separation of Ownership and Control, J.L. & Econ. 26 (1983), S. 301–325.

Ferrari, Franco/Kieninger, Eva-Maria/Mankowski, Peter/Otte, Karsten/Saenger, Ingo/Schulze, Götz/Staudinger, Ansgar (Hrsg.), Internationales Vertragsrecht. Rom I-VO - CISG - CMR - FactÜ: Kommentar. 3. Aufl. München 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Ferrari et al., IPR-Kommentar].

Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code. London July 2010a, abrufbar unter: *https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf*.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

dass., The UK Stewardship Code. London September 2012b, abrufbar unter: *https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf*.

Fischer, Frank, Entlastung von Vorständen bei Personenidentität in Konzerngesellschaften. Auswirkungen des Urteils des LG Köln vom 17. 12. 1997, NZG 1999, S. 192–195.

Fläming, Michael, Aktive Aktionäre stoßen an ihre Grenzen, Börsen-Zeitung 13.02.2018, S. 8.

Fleischer, Holger, Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2001, S. 1–32.

ders., Informationsasymmetrie im Vertragsrecht. Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten. München 2001.

ders., Gelöste und ungelöste Probleme der gesellschaftsrechtlichen Geschäftschancenlehre, NZG 2003, 985-992.

ders., Zur Leitungsaufgabe des Vorstands im Aktienrecht, ZIP 2003, S. 1–11.

ders., Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von „Holzmüller" zu „Gelatine", NJW 2004, S. 2335–2339.

ders., Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrecht, NJW 2005, S. 3525–3530.

ders., Wettbewerbs- und Betätigungsverbote für Vorstandsmitglieder im Aktienrecht, AG 2005, S. 336–348.

ders., Bestellungsdauer und Widerruf der Bestellung von Vorstandsmitgliedern im in- und ausländischen Aktienrecht, AG 2006, S. 429–442.

ders., Handbuch des Vorstandsrechts. München 2006 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Fleischer, HdB Vorstandsrecht].

ders., 9. Kapitel: Kompetenzen der Hauptversammlung - eine rechtsgeschichtliche, rechtsdogmatische und rechtsvergleichende Bestandsaufnahme, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band II. Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 430–461.

ders., Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, S. 185–224.

ders., Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), NZG 2009, S. 801–806.

ders., Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, S. 505–541.

ders., Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, ZGR 2011, S. 155–181.

ders., Corporate Governance in Europa als Mehrebenensystem, ZGR 2012, S. 160–196.

ders., Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2012, S. 2–11.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Gestaltungsgrenzen für Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 4 S. 2 AktG, BB 2013, S. 835–843.

Fleischer, Holger/Bauer, Leopold/Wansleben, Till, Investorenkontakte des Aufsichtsrats: Zulässigkeit und Grenzen, DB 2015, S. 360–368.

Fleischer, Holger/Strothotte, Christian, Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, AG 2011, S. 221–233.

Foerster, Max, Identifizierung der Aktionäre nach der Änderungsrichtlinie zur Aktionärsrechterichtlinie (2. ARRL) und dem Referentenentwurf ARUG II, AG 2019, S. 17–23.

Franks, Julian/Mayer, Colin, Ownership and Control of German Corporations, Rev. Fin. Stud. 14 (2001), S. 943–977.

Freitag, Robert, Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger?, AG 2014, S. 647–655.

Frerk, Peter, Praktische Gedanken zur Optimierung der Kontrollfunktion des Aufsichtsrates, AG 1995, S. 212–218.

Frodermann, Jürgen/Jannott, Dirk (Hrsg.), Handbuch des Aktienrechts. 9. Aufl. Heidelberg 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Frodermann/Janott, Handbuch des Aktienrechts].

Fuhrmann, Lambertus J./Linnerz, Markus/Pohlmann, Andreas (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex. Kommentar. Frankfurt am Main 2016 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann].

Gallego Córcoles, Ascensión, Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe, ECFR 2016, S. 106–156.

Ganin, Colleen, American Apparel, Crumbs Cupcakes, and Lululemon, Oh My - Examples of Why Increased Shareholder Involvement Will Not Fix Corporate America, Ariz. L. Rev. 56 (2014), S. 937–952.

Gätsch, Andreas/Mimberg, Jörg, Der Legitimationsnachweis nach § 123 Abs. 3 AktG in der Fassung des UMAG bei börsennotierten Gesellschaften, AG 2006, S. 746–752.

Gätsch, Andreas/Schäfer, Frank A., Abgestimmtes Verhalten nach § 22 WpHG und § 30 II WpÜG in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes, NZG 2008, S. 846–851.

Gaul, Felix, Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG im Lichte der Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie, AG 2017, S. 178–187.

Gericke, Dieter/Baum, Olivier, Corporate Governance: Wer ist der Governor? Stimmrechtsberatung als Folge und Katalysator des Paradigmenwechsels, SZW 2014, S. 345–361.

Gerke, Wolfgang, Corporate Governance-Kodex für Asset Management-Gesellschaften 27. April 2005, abrufbar unter: *http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/kodex_corpgov_assetmmt.pdf*.

Gerlicher, Dominik, Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts. Hamburg 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR), Stellungnahme der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung, AG 2018, S. 920–924.

dass., Stellungnahme zu dem Entwurf eines geänderten Corporate Governance Kodex vom 25.10.2018, NZG 2019, S. 220–224.

Geßler, G., Das Aktiengesetz vom 26. Januar 1937. RGBl. I, 1937, 107, JW 1937, S. 497–503.

Gilson, Ronald J./Gordon, Jeffrey N., Controlling Controlling Shareholders, U. Pa. L. Rev. 152 (2003), S. 785–843.

Glass Lewis, 2019 Proxy Paper Guidelines Germany, abrufbar unter: *http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/11/2019_GUIDELINES_Germany.pdf*.

dass., Proxy Paper Samples, abrufbar unter: *http://www.glasslewis.com/proxy-paper-samples/*.

dass., Re: Discussion Paper – An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, abrufbar unter: *http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2012/12/062512_glass_lewis_comment_esma_discussion_paper_vf.pdf*.

Goette, Wulf, AG: Ungeschriebene Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung. Anmerkung zu BGH, Urteil vom 26.4.2004 - II ZR 155/02, DStR 2004, S. 727–728.

ders., Organisation und Zuständigkeit im Konzern, AG 2006, S. 522–527.

Götz, Heinrich, Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrates der Aktiengesellschaft, ZGR 1990, S. 633–656.

ders., Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats nach dem Transparenz- und Publizitätsgesetz, NZG 2002, S. 599–604.

Götz, Jürgen, Die unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen. Anmerkungen zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, DB 1995, S. 1949–1953.

Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union. Band I: EUV/AEUV. München 68. Ergänzungslieferung Oktober 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim].

Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias, Shareholder Activism und Investor Activism, AG 2017, S. 49–60.

Greven, Tobias/Fahrenholz, Christian, Die Handhabung der neuen Mitteilungspflichten nach § 27a WpHG, BB 2009, S. 1487–1493.

Grigoleit, Hans Christoph (Hrsg.), Aktiengesetz. Kommentar. München 2013 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Grigoleit].

ders., Regulierung von Related Party Transactions im Kontext des deutschen Konzernrechts, ZGR 2019, S. 412–462.

Grooterhorst, Johannes, Pflichten und Haftung des Aufsichtsrats bei zustimmungsbedürftigen Geschäften des Vorstands, NZG 2011, S. 921–926.

Grundmann, Stefan, Wettbewerb der Regelgeber im europäischen Gesellschaftsrecht - jedes Marktsegment hat seine Struktur, ZGR 2001, S. 783–832.

Grunewald, Barbara, Der Einfluss des Aufsichtsrats auf die Geschäftsführung - was ist erwünscht, was ist erlaubt?, ZIP 2016, S. 2009–2011.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Habersack, Mathias, Aktienrecht und Internet, ZHR 165 (2001), S. 172–203.

ders., Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung. Gutachten E, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages. Band I Gutachten, München 2012.

ders., Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung – Grundsatz- und Anwendungsfragen im Lichte der Aktionärsrechterichtlinie, NZG 2018, S. 127–134.

Habersack, Mathias/Schürnbrand, Jan, 17. Kapitel: Modernisierung des Aktiengesetzes von 1965, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band I. Entwicklungen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 889–943.

Habersack, Mathias/Stilz, Eberhard, Zur Reform des Beschlussmängelrechts. Bestandsaufnahme nach ARUG und Perspektiven, ZGR 2010, S. 710–732.

Habersack, Mathias/Verse, Dirk A., Europäisches Gesellschaftsrecht. Einführung für Studium und Praxis. 5. Aufl. München 2018.

Hägele, Matthias, Praxisrelevante Probleme der Mitteilungspflichten nach §§ 20, 21 AktG, NZG 2000, S. 726–729.

Halberkamp, Thomas/Gierke, Olaf, Das Recht der Aktionäre auf Einberufung einer Hauptversammlung, NZG 2004, S. 494–502.

Hanloser, Stefan, Proxy-Voting, Remote-Voting und Online-HV: § 134 III 3 AktG nach dem NaStraG, NZG 2001, S. 355–358.

Heermann, Peter W., Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung und Schadensersatzhaftung. Zugleich eine Besprechung des Urteils des OLG Düsseldorf vom 17. Mai 1994, ZIP 1994, 878 („Girmes/Effecten-Spiegel"), ZIP 1994, S. 1243–1250.

Heidel, Thomas (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht. 4. Aufl. 2014 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Heidel, NomosKomm-AktG].

Hein, Jan von, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland. Tübingen 2008.

Heinen, Vanda/Koch, Christopher, Stimmrechtsberater in der Corporate Governance - Implikationen für Unternehmen, BB 2018, S. 2731–2735.

Heinen, Vanda/Koch, Christopher/Scharfbillig, Mario, Exporting Corporate Governance. Do Foreign and Local Proxy Advisors Differ? Mainz 2018/09/12, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3241322*.

Heismann, Günter/Schwerdtfeger, Heike/Hauke, Reimer/Riedl, Anton/Schürmann, Christoph, Im Fokus der Aktionärsflüsterer, Wirtschaftswoche 23.01.2012, S. 84–89.

Heldt, Cordula, „Say on Pay" und „Related Party Transactions" im Referentenentwurf des ARUG II aus gesellschaftsrechtspolitischer Sicht, AG 2018, S. 905–920.

Hellgardt, Alexander/Hoger, Andreas, Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte – Systemvergleich und neuere Entwicklungen –, ZGR 2011, 38-82.

Henssler, Martin/Strohn, Lutz (Hrsg.), Gesellschaftsrecht. BGB, HGB, PartGG, GmbHG, AktG, GenG, UmwG, InsO, AnfG, IntGesR. 4. Aufl. München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Henssler/Strohn].

Henze, Hartwig, Die Treupflicht im Aktienrecht, BB 1996, S. 489–499.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Prüfungs- und Kontrollaufgaben des Aufsichtsrates in der Aktiengesellschaft. Die Entscheidungspraxis des Bundesgerichtshofes, NJW 1998, S. 3309–3312.

ders., Leitungsverantwortung des Vorstands - Überwachungspflicht des Aufsichtsrats, BB 2000, S. 209–216.

ders., Neuere Rechtsprechung zu Rechtsstellung und Aufgaben des Aufsichtsrats, BB 2005, S. 165–175.

Herrler, Sebastian/Reymann, Christoph, Die Neuerungen im Aktienrecht durch das ARUG. Unter besonderer Berücksichtigung der Neuregelungen zur Hauptversammlung und zur Kapitalaufbringung bei der AG, DNotZ 2009, S. 815–826.

Heuser, Moritz, Aktivistische Aktionäre im Kontext des Aktien- und Kapitalmarktrechts, Der Konzern 2012, S. 308–319.

ders., Shareholder Activism. Akktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus. Köln 2012.

Hexel, Dietmar, Kapitalmarktkommunikation: Sonderrechte sind contra legem, Der Aufsichtsrat 2014, S. 121.

Hippeli, Michael, Strafrechtliche relevante Investorenkontakte des Aufsichtsratsvorsitzenden der AG?, wistra 2018, S. 409–414.

Hirt, Hans-Christoph, Perspektive aus der Praxis. Das Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern als Ansatzpunkt zur Weiterentwicklung der Corporate Governance, ZGR 2012, S. 280–290.

Hirt, Hans-Christoph/Hopt, Klaus J./Mattheus, Daniela, Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, AG 2016, S. 725–739.

Hitz, Joerg-Markus/Lehmann, Nico, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets 2015/07/01, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2624653*.

Hofer, Sibylle, 11. Kapitel: Das Aktiengesetz von 1884 - ein Lehrstück für prinzipielle Schutzkonzeptionen, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band I. Entwicklungen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 388–414.

Hoffmann-Becking, Michael, Das erweiterte Auskunftsrecht des Aktionärs nach § 131 IV AktG, in: Gerd Pfeiffer/Günther Wiese/Klaus Zimmermann (Hrsg.), Festschrift für Heinz Rowedder zum 75. Geburtstag, München 1994, S. 155–170 [zitiert als: *Hoffmann-Becking,* in: FS Rowedder].

Hofstetter, Karl A., Schlüsselrolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance, in: Hans-Caspar von der Crone/Peter Forstmoser/et al. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts. Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich, Basel, Genf 2004, 507 – 523 [zitiert als: *Hofstetter,* in: FS Zobl].

Holstein, William, Is ISS Too Powerful? And Whose Interests Does It Serve? 07.02.2007, abrufbar unter: *https://www.cbsnews.com/news/is-iss-too-powerful-and-whose-interests-does-it-serve/*.

Holten, Matthias von/*Bauerfeind, Tobias*, Die Online-Hauptversammlung in Deutschland und Europa, AG 2018, S. 729–738.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Hölters, Wolfgang (Hrsg.), Aktiengesetz. Kommentar. 3. Aufl. München, München 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Hölters].

Hommelhoff, Peter, Die Konzernleitungspflicht. Zentrale Aspekte eines Konzernverfassungsrechts. Köln 1982.

ders., Marcus Lutter, in: Stefan Grundmann/Karl Riesenhuber (Hrsg.), Deutschsprachige Zivilrechtslehrer des 20. Jahrhunderts in Berichten ihrer Schüler - Band 2. Eine Ideengeschichte in Einzeldarstellungen, Berlin 2010, S. 97–125.

ders., Aktionärs-Aktivismus im dualitischen System. Ein Zuruf im EU Corporate Governance-Diskurs, in: Michael Hoffmann-Becking/Uwe Hüffer/Jochem Reichert (Hrsg.), Liber Amicorum für Martin Winter, Köln 2011, S. 255–260.

ders., Corporate Governance. Entwicklungen im Unionsrecht, in: Johannes Adolff/et al. (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011. Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung, Köln 2012, S. 175–196.

ders., Gesetzgebungsprojekte im Gesellschafts- und Unternehmensrecht für die kommende Legislaturperiode, ZIP 2013, S. 2177–2183.

ders., Aktuelle Impulse aus dem europäischen Unternehmensrecht: Eine Herausforderung für Deutschland, NZG 2015, S. 1329–1336.

ders., Aufwüchse in der externen Corporate Governance, AG 2016, S. 684–691.

ders., Fortentwicklungen im Aktienrecht und ihre Akteure in Gesetzgebung, Rechtsprechung, Unternehmenspraxis und Wissenschaft, in: Holger Fleischer/Jens Koch/Bruno Kropff/Marcus Lutter (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin 2016, S. 13–40.

Hommelhoff, Peter/Mattheus, Daniela, Corporate Governance nach dem KonTraG, AG 1998, S. 249–259.

Hommelhoff, Peter/Suchan, Stefan, Der britische Stewardship Code: eine Revolution im deutschen Aktienrecht?, Audit Committee Quarterly I/2011, S. 4–7.

Hommelhoff, Peter/Timm, Wolfram, Zur Zulässigkeit von Beiräten bei Aktiengesellschaften (§ 140 AktG): Felten u. Guillaume-Fall. Anmerkung zum Urteil des Landgerichts Köln vom 13.7.1976 - 3 O 121/76, AG 1976, S. 330–334.

Hopt, Klaus J., Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, S. 534–566.

ders., Familien- und Aktienpools unter dem Wertpapierhandelsgesetz, ZGR 1997, S. 1–31.

ders., Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte. Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, S. 333–376.

ders., Europäisches Gesellschaftsrecht im Lichte des Aktionsplans der Europäischen Kommission vom Dezember 2012, ZGR 2013, S. 165–215.

ders., Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance, N.Y.U. J.L. & Bus. 139 12 (2015), S. 139–213.

Hopt, Klaus J./Wohlmannstetter, Gottfried, Handbuch Corporate Governance von Banken. München 2011.

Hössl, Mario/Torggler, Ulrich, Stimmrechtsberater, institutionelle Investoren und die Änderung der Aktionärsrechterichtlinie, GesRZ 2016, S. 185–196.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Hucke, Anja/Ammann, Helmut, Der Entwurf des Transparenz- und Publizitätsgesetzes - ein weiterer Schritt zur Modernisierung des Unternehmensrechts, DStR 2002, S. 689–696.

Hüffer, Uwe, 7. Kapitel: Der Vorstand als Leitungsorgan und die Mandats- sowie Hauftungsbeziehungen seiner Mitglieder, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band II. Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 334–388.

ders., Die leitungsbezogene Verantwortung des Aufsichtsrats, NZG 2007, S. 47–54.

Hüffer, Uwe/Koch, Jens (Hrsg.), Aktiengesetz. 13. Aufl. München 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Hüffer/Koch].

Hupka, Jan, Der Aktionsplan der EU-Kommission „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance", GWR 2013, S. 59–61.

Hüther, Mario, Namensaktien, Internet und die Zukunft der Stimmrechtsvertretung, AG 2001, S. 68–78.

Ihrig, Hans-Christoph, Neue Spielregeln für Aufsichtsräte. Leitsätze für Investorengespräche bieten Orientierungshilfe – Best Practice in einem gesetzlichen Graubereich – Augenmaß gefragt, Börsen-Zeitung 29.10.2016, S. 13.

Iliev, Peter/Lowry, Michelle, Are Mutual Funds Active Voters? 2012/09/13, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2145398*.

Inci, Serdar, Shareholder Engagement. Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance. Baden-Baden 2018.

Initiative „Developing Shareholder Communication", Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, AG 2016, R300-R302.

Institutional Shareholder Services, Sample Reports.

dass., Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework 22.07.2011, abrufbar unter: *http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/individual-replies/iss_en.pdf*.

dass., ISS QualityScore. Overview and Updates Februar 2017, abrufbar unter: *https://www.issgovernance.com/file/products/iss-qualityscore-techdoc-feb-1-2017.pdf*.

dass., Regulatory Code of Ethics 2017 June 2017, abrufbar unter: *https://www.issgovernance.com/file/duediligence/iss-regulatory-code-and-exhibits-june-2017.pdf*.

dass., Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2019. Benchmark Policy Recommendations 06.12.2018, abrufbar unter: *https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf*.

IVOX Glass Lewis, Stellungnahme zu den Änderungen am DCGK 2016. http://www.dcgk.de/de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2016/Stellungnahmen%202016/Consultations/2016/161217%20Stellungnahme%20IVOX%20_Glass%20Lewis.pdf.

Jäger, Axel, Die Beratung des Vorstands als Teil der Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, DStR 1996, S. 671–676.

Jänig, Ronny, Aktienrechtliche Sonderprüfung und UMAG, BB 2005, S. 949–955.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Janke, Matthias, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht. Neubewertung der richterrechtlichen Generalklausel im Rahmen einer rechtsvergleichenden und ökonomischen Analyse. Frankfurt am Main 2003.

Joussen, Peter, Auskunftspflicht des Vorstands nach § 131 AktG und Insiderrecht, DB 1994, S. 2485–2489.

Junge, Werner, Das Unternehmensinteresse, in: Hans Claudius Ficker/Detlef König/Karl F. Kreuzer/Hans Leser/Wolfgang Freiherr Marschall von Bieberstein/Peter Schlechtriem (Hrsg.), Festschrift für Ernst von Caemmerer zum 70. Geburtstag, Tübingen 1978, S. 547–557 [zitiert als: *Junge*, in: FS von Caemmerer].

Juschus, Alexander, „Wir führen nicht die Hand der Investoren". Aktionärsdienstleister sieht kein Problem des Acting in Concert bei Stimmrechtsvertretung - Mit der BaFin abgeklärt, Börsen-Zeitung 07.02.2007, S. 11.

ders., Die neue Aktionärsrechterichtlinie der EU - eine Zeitenwende für Stimmrechtsberater, Audit Committee Quarterly III/2017, S. 43–45.

Kahan, Marcel/Rock, Edward, The Hanging Chads of Corporate Voting, Geo. L.J. 96 (2007), S. 1227–1281.

Kahan, Marcel/Rock, Edward B., Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, U. Pa. L. Rev. 155 (2007), S. 1021–1093.

Kalss, Susanne, Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?, EuZW 2014, S. 441–442.

Kersting, Christian, Das Auskunftsrecht des Aktionärs bei elektronischer Teilnahme an der Hauptversammlung (§§ 118, 131 AktG), NZG 2010, S. 130–139.

Kiesewetter, Matthias/Parmentier, Miriam, Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts - ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, BB 2013, S. 2371–2379.

Kiethe, Kurt, Abkauf von Anfechtungsrechten der Aktionäre - neuere Tendenzen rechtsmissbräuchlichen Verhaltens räuberischer Aktionäre, NZG 2004, S. 489–494.

ders., Anfechtbarer Beschluss über die Entlastung des Aufsichtsrats der AG durch unzureichende Berichterstattung, NZG 2006, S. 888–892.

Kittel, Jürgen/Augustin, Gerald, Shareholder Activism und Proxy Fights: gemeinsames Vorgehen?, GesRZ 2012, S. 163–168.

Klausing, Friedrich, Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktien-Gesetz) nebst Einführungsgesetz und „amtlicher Begründung". Berlin 1937.

Klein, April/Zur, Emanuel, Entrepreneurial Shareholder Activism. Hedge Funds and Other Private Investors 2006/07/05, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=913362*.

Kley, Karl-Ludwig, Aktiengesetz & Aufsichtsrat: „Dornröschen 2.0", AG 2019, S. 818–824.

Klöhn, Lars, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance. Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt. Berlin 2006.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG - eine Belastungsprobe, WM 2010, S. 1869–1882.

ders., Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, S. 423–434.

ders., Eine neue Insiderfalle für Finanzanalysten? – Zweck, Bedeutung und Auslegung von Erwägungsgrund Nr. 28 MAR, WM 2016, S. 1665–1672.

Klöhn, Lars/Schwarz, Philip, Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, ZIP 2012, S. 149–158.

Koch, Jens, Der Vorstand im Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft, in: Holger Fleischer/Jens Koch/Bruno Kropff/Marcus Lutter (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin [u.a.] 2016, S. 65–102.

ders., Investorengespräche des Aufsichtsrats, AG 2017, S. 129–141.

Kocher, Dirk, Strategie im Umgang mit aktivistischen Aktionären und Investoren in Deutschland, DB 2016, S. 2887–2892.

Kocher, Dirk/Heydel, Julia, Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, S. 543–546.

Kocher, Dirk/Widder, Stefan, Keine Ausweitung der Bestandsmitteilungspflicht bei Einführung des TUG nach § 41 Abs. 4a WpHG. Zugleich Besprechung OLG Düsseldorf v. 15.1.2010 - I-17 U 6/09, ZIP 2010, 990, ZIP 2010, S. 1326–1330.

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz. Band 2/1. §§ 76-94 AktG, herausgegeben von Wolfgang Zöllner/Ulrich Noack. 3. Aufl. Köln 2008 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: KK-AktG].

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz. Band 3/1. §§ 131, 132 AktG., herausgegeben von Wolfgang Zöllner/Ulrich Noack. 3. Aufl. Köln 2010 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: KK-AktG].

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz. Band 2/2. §§ 95-117 AktG, herausgegeben von Wolfgang Zöllner/Ulrich Noack. 3. Aufl. Köln 2013 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: KK-AktG].

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz. Band 3/6. § 135 AktG, herausgegeben von Wolfgang Zöllner/Ulrich Noack. 3. Aufl. Köln 2016 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: KK-AktG].

Kölner Kommentar zum WpHG, herausgegeben von Heribert Hirte/Thomas M. J. Möllers. 2. Aufl. Köln 2014 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: KK-WpHG].

Körber, Ulrich, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute. Überlegungen zur Fortentwicklung des deutschen Rechts unter Berücksichtigung der Vorschläge der Europäischen Kommission. Berlin 1989.

Körner, Marita, Infomatec und die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche ad hoc-Mitteilungen, NJW 2004, S. 3386–3388.

Kramarsch, Michael H., Stimmrechtsberater als Schattenregime, Börsen-Zeitung 17.06.2017, S. 6.

Kremer, Thomas/Bachmann, Gregor/Lutter, Marcus/Werder, Axel von, Deutscher Corporate Governance Kodex. Kodex-Kommentar. 7. Aufl. München 2018.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Krieger, Gerd, Zum Aufsichtsratspräsidium, ZGR 1985, S. 338–364.

Krömker, Michael, Der Anspruch des Paketaktionärs auf Informationsoffenbarung zum Zwecke der Due Diligence, NZG 2003, S. 418–424.

Kuckelkorn, Dieter, Computer-Fusion nimmt Hürde, Börsen-Zeitung 07.03.2002, S. 13.

Kuhla, Tilmann, Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater. Marburg 2014.

Kumpan, Christoph/Leyens, Patrick C., Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation –, ECFR 2008, S. 72–100.

Kumpan, Christoph/Pauschinger, Philipp, Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts 2018, NZG 2019, S. 357–364.

Kuntz, Thilo, Grundlagen und Grenzen der aktienrechtlichen Leitungsautonomie. Zugleich ein Beitrag zur Möglichkeit schuldrechtlicher Bindung des Vorstands, AG 2016, S. 101–116.

Kyriakakis, Konstantinos N., Die Überwachung einer US-amerikanischen Aktiengesellschaft durch institutionelle Anleger. Frankfurt am Main 2002.

Landsittel, Jana, Investorenkommunikation. Unter besonderer Berücksichtigung der persönlichen Investorenkommunikation des Aufsichtsrats und seines Vorsitzenden. Berlin 2019.

Lanfermann, Georg, Zustimmung des Aufsichtsrats zu Geschäften mit nahestehenden Personen nach dem ARUG II-RefE, BB 2018, S. 2859–2863.

Lanfermann, Georg/Maul, Silja, Maßnahmenpaket der Europäischen Kommission zum Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, BB 2014, S. 1283–1294.

Lange, Oliver, Zustimmungsvorbehaltspflicht und Kataloghaftung des Aufsichtsrats nach neuem Recht, DStR 2003, S. 376–381.

Langenbucher, Katja, Vorstandshandeln und Kontrolle. Zu einigen Neuerungen durch das UMAG, DStR 2005, S. 2083–2090.

dies., Stimmrechtsberater, in: Gerd Krieger/Marcus Lutter/Carsten Schmidt (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, S. 733–745 [zitiert als: *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking].

Larcker, David F./McCall, Allan L./Ormazabal, Gaizka, Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms 2012/07/19, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101453*.

Larcker, David F./Tayan, Brian, Do ISS Voting Recommendations Create Shareholder Value? 2011/04/19, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1816543*.

Larenz, Karl/Canaris, Claus-Wilhelm, Methodenlehre der Rechtswissenschaft. Berlin, Heidelberg 1995.

Lenz, Susanne, Renaissance des Depotstimmrechts, AG 2006, S. 572–577.

dies., Steigerung der Hauptversammlungsteilnahme durch monetäre Anreize?, NZG 2006, S. 534–535.

Leuering, Dieter, Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung in der geänderten Aktionärsrechterichtlinie, NZG 2017, S. 646–651.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Leyendecker-Langner, Benjamin E., Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden, NZG 2015, S. 44–47.

Leyens, Patrick C., Informationsintermediäre des Kapitalmarkts. Private Marktzugangskontrolle durch Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse. Tübingen 2017.

Li, Tao, Outsourcing Corporate Governance. Conflicts of Interest Within the Proxy Advisory Industry 2016/08/25, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2828690*.

Liebscher, Thomas, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG, ZIP 2002, S. 1005–1017.

Linge, Philipp/Theissen, Erik, Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften. CFR-Working Paper No. 08-05 April 2008, abrufbar unter: *https://www.researchgate.net/publication/47558515_Determinanten_der_Aktionarsprasenz_auf_Hauptversammlungen_deutscher_Aktiengesellschaften*.

Lingemann, Stefan/Wasmann, Dirk, Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht - Das KonTraG tritt in Kraft, Betriebs-Berater (Beilage) 1998, S. 853–862.

Linnartz, Anke, Ist Reden Silber und Schweigen Gold? Vom Umgang mit Stimmrechtsberatern im Vorfeld der ordentlichen Hauptversammlung, GoingPublic Magazin 2015, S. 24–26.

Löbbe, Marc/Fischbach, Jonas, Die Neuregelungen des ARUG II zur Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften, AG 2019, S. 373–385.

Lutter, Marcus, Der Aktionär in der Marktwirtschaft. Vortrag am 8. November 1972 in leicht gekürzter Fassung vor der Juristischen Gesellschaft e.V. in Berlin gehalten]. Berlin 1973.

ders., Zur Vorbereitung und Durchführung von Grundlagenbeschlüssen in Aktiengesellschaften, in: Reinhard Goerdeler/Peter Hommelhoff/Marcus Lutter/Herbert Wiedemann (Hrsg.), Festschrift für Hans-Joachim Fleck zum 70. Geburtstag am 30. Januar 1988. ZGR-Sonderheft 7, Berlin, New York 1988, S. 169–190 [zitiert als: *Lutter*, in: FS Fleck].

ders., Die Treuepflicht des Aktionärs. Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH, ZGR 1989, S. 446–471.

ders., Unternehmensplanung und Aufsichtsrat, AG 1991, S. 249–255.

ders., Defizite für eine effiziente Aufsichtsratstätigkeit und gesetzliche Möglichkeiten der Verbesserung, ZHR 159 (1995), S. 287–309.

ders., Auswahlpflichten und Auswahlverschulden bei der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern, ZIP 2003, S. 417–419.

ders., Der Bericht des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung, AG 2008, S. 1–11.

Lutter, Marcus/Kremer, Thomas, Die Beratung der Gesellschaft durch Aufsichtsratsmitglieder. Bemerkungen zur Entscheidung BGHZ 114, 127 ff, ZGR 1992, S. 87–120.

Lutter, Marcus/Krieger, Gerd/Verse, Dirk A., Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats. 6. Aufl. Köln 2014.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Lutter, Marcus/Vetter, Jochen/Bayer, Walter (Hrsg.), Umwandlungsgesetz. Kommentar; mit systematischer Darstellung des Umwandlungssteuerrechts und Kommentierung des SpruchG. 5. Aufl. Köln 2014 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Lutter/Vetter/Bayer].

Malenko, Nadya/Shen, Yao, The Role of Proxy Advisory Firms. Evidence from a Regression-Discontinuity Design 2014/11/19, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2526799*.

Marsch-Barner, Reinhard, Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung. Prinzipienbildung und Differenzierung in der Praxis, ZGR 1993, S. 172–195.

Marsch-Barner, Reinhard/Schäfer, Frank A. (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG. Aktien- und Kapitalmarktrecht. 4. Aufl. Köln 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG].

Martens, Klaus-Peter, Der Grundsatz gemeinsamer Vorstandsverantwortung, in: Reinhard Goerdeler/Peter Hommelhoff/Marcus Lutter/Herbert Wiedemann (Hrsg.), Festschrift für Hans-Joachim Fleck zum 70. Geburtstag am 30. Januar 1988. ZGR-Sonderheft 7, Berlin, New York 1988, S. 191–208 [zitiert als: *Martens*, in: FS Fleck].

Maulbetsch, Hans-Christoph/Klumpp, Axel/Rose, Klaus-Dieter (Hrsg.), Umwandlungsgesetz. 2. Aufl. Heidelberg 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Maulbetsch/Klumpp/Rose].

McGinty, Sean/Uchida, Konari, What Roles Proxy Advisors Play. Evidence from International Comparison 2015/09/28, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2666078*.

Meilicke, Heinz/Heidel, Thomas, Das Auskunftsrecht des Aktionärs in der Hauptversammlung (Teil II), DStR 1992, S. 113–117.

Mense, Christian/Klie, Marcus, HV-Saison 2015: Aktuelle Trends und rechtliche Entwicklungen für die Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen, GWR 2015, 45-50.

dies., Geplante Kodex-Änderungen für 2017 – Investorengespräche des Aufsichtsratsvorsitzenden und Compliance im Fokus der Kodex-Kommission, GWR 2017, S. 1–5.

Merkt, Hanno, Das Europäische Gesellschaftsrecht und die Idee des „Wettbewerbs der Gesetzgeber", RabelsZ 59 (1995), 545-568.

ders., Die monistische Unternehmensverfassung für die Europäische Aktiengesellschaft aus deutscher Sicht Mit vergleichendem Blick auf die Schweiz, das Vereinigte Königreich und Frankreich, ZGR 2003, S. 650–678.

Meyer, Jan/Bernd, Kredite gegen Stimmen? HP soll Fusionsabstimmung beeinflusst haben 12.04.2002, abrufbar unter: *https://www.computerwoche.de/a/hp-soll-fusionsabstimmung-beeinflusst-haben,1061243*.

Meyer-Landrut, Andreas/Heuser, Moritz, Rechtliche Aspekte der Kommunikation mit institutionellen Investoren vor der HV, AG 2011, R241.

Michael, Douglas C., Federal Agency Use of Audited Self-Regulation as a Regulatory Technique, Admin. L. Rev. 47 (1995), 171-253.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Mimberg, Jörg, Schranken der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung im Internet die Rechtslage nach dem Inkrafttreten von NaStraG, Formvorschriften-AnpassungsG und TransPuG, ZGR 2003, S. 21–58.

Mittermeier, Martin, Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft. Berlin 2014.

Mock, Sebastian, Berichts-, Auskunfts- und Publizitätspflichten des besonderen Vertreters, AG 2008, S. 839–850.

Monitoring Comitee Corporate Governance Comitee, The Dutch Corporate Governance Code 8 December 2016, abrufbar unter: *https://www.mccg.nl/?page=3779f*.

Morgan, Angela/Poulsen, Annette B./Wolf, Jack G., The Evolution of Shareholder Voting for Executive Compensation Schemes, J. Corp. Fin. 12 (2006), S. 715–737.

Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander, Verschwiegenheitspflichten von Aufsichtsratsmitgliedern als Schranken der Wissenszurechnung, NJW 2016, S. 2540–2542.

Müller, Hans-Friedrich, Related Party Transactions im Konzern, ZGR 2019, S. 97–125.

Müller-Michaels, Olaf/Wingerter, Eugen, Die Wiederbelebung der Sonderprüfung durch die Finanzkrise: IKB und die Folgen, AG 2010, S. 903–910.

Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts. Band 4: Aktiengesellschaft, herausgegeben von Michael Hoffmann-Becking. 4. Aufl. München 2015 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Münch Hdb GesR-IV].

Münchener Kommentar Europäisches und Deutsches Wettbewerbsrecht. Kartellrecht, Missbrauchs- und Fusionskontrolle, herausgegeben von Joachim Bornkamm/Frank Montag/Franz Jürgen Säcker. 2. Aufl. München 2015 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKoEuWettbR I].

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. Band 1: §§ 1-75, herausgegeben von Wulf Goette/Mathias Habersack/Susanne Kalss. 5. Aufl. München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG].

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. Band 2: §§ 76-117, MitbestG, DrittelbG, herausgegeben von Wulf Goette/Mathias Habersack/Susanne Kalss. 5. Aufl. München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG].

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. Band 3: §§ 118-178, herausgegeben von Wulf Goette/Mathias Habersack/Susanne Kalss. 4. Aufl. München, München 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG].

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. Band 6: §§ 329-410; WpÜG; Österreichisches Übernahmerecht, herausgegeben von Wulf Goette/Mathias Habersack/Susanne Kalss. 4. Aufl. München 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG].

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. Band 3. Schuldrecht -Allgemeiner Teil, herausgegeben von Wolfgang Krüger. 8. Aufl. München 2019b [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKo-BGB].

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. Band 6. Schuldrecht, Besonderer Teil IV §§ 705-853, Partnerschaftsgesellschaftsgesetz, Produkthaftungsgesetz, herausgegeben von Mathias Habersack. 7. Aufl. München 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: MüKo-BGB].

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Musielak, Hans-Joachim/Voit, Wolfgang (Hrsg.), Zivilprozessordnung. Mit Gerichtsverfassungsgesetz. Kommentar. 16. Aufl. München 2019 [zitiert als: Bearbeiter, in: Musielak/Voit].

Nikoleyczik, Tobias/Graßl, Bernd, Überarbeitung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) – Die Änderungsvorschläge der Regierungskommission aus der Plenarsitzung vom 13.10.2016, NZG 2017, S. 161–169.

Noack, Ulrich, Know your shareholder vs. Société Anonyme - Unternehmensrechtliche Notizen, abrufbar unter: *https://notizen.duslaw.de/know-your-shareholder-vs-societe-anonyme/*.

ders., Online-Hauptversammlung. Stand der Dinge und wichtige Reformvorschläge, NZG 2001, S. 1057–1065.

ders., 11. Kapitel: Aktien - Gattungen, Verbriefung, Übertragung, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band II. Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 510–545.

ders., ARUG: das nächste Stück der Aktienrechtsreform in Permanenz, NZG 2008, S. 441–447.

ders., Stimmrechtsberatung wie Stimmrechtsvollmacht regulieren? - Unternehmensrechtliche Notizen 8. August 2011, abrufbar unter: *https://notizen.duslaw.de/2011/08/*.

ders., Die Legitimationsübertragung - eine dubiose Rechtsfigur, in: Mathias Habersack/Karl Huber/Gerald Spindler (Hrsg.), Festschrift für Eberhard Stilz zum 65. Geburstag, München 2014, S. 439–453 [zitiert als: *Noack,* in: FS Stilz].

ders., Identifikation der Aktionäre, neue Rolle der Intermediäre – zur Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie II, NZG 2017, S. 561–567.

Noack, Ulrich/Zetzsche, Dirk A., Die Hauptversammlungslegitimation durch „Hinterlegung" bei girosammelverwahrten Inhaberaktien, WM 2004, S. 1–9.

Nussbaum, Konrad von, Neue Wege zur Online-Hauptversammlung durch das ARUG, GWR 2009, S. 215–218.

OECD, Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages June 2009a, abrufbar unter: *https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf*.

dass., Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages June 2009b, abrufbar unter: *http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf*.

dass., The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance 2011.

Oehsen, Thomas von, Die Rolle von ISS im Kapitalmarkt und Perspektiven guter Corporate Governance. Frankfurt am Main 21./22. September 2011.

Oetker, Hartmut, Vorstand, Aufsichtrat und ihr Zusammenwirken aus rechtlicher Sicht, in: Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis. 2. Aufl., Stuttgart 2009, S. 277–301.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Orth, Christian/Oser, Peter/Philippsen, Katharina/Sultana, Ahmad, RegE ARUG II: Zum neuen Vergütungsbericht und sonstige Änderungen im HGB. Darstellung und Würdigung der wesentlichen Änderungen gegenüber dem RefE, DB 2019, S. 1011–1015.

Paefgen, Walter G., Dogmatische Grundlagen, Anwendungsbereich und Formulierung einer Business Judgment Rule im künftigen UMAG, AG 2004, S. 245–261.

Pälicke, Mario, Anregungen zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie für Geschäfte börsennotierter Unternehmen mit Organmitgliedern oder ihnen nahestehenden Parteien, AG 2018, S. 514–525.

Palandt, Otto (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch mit Nebengesetzen. 78. Auflage München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Palandt].

Park, Tido (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht. Straftaten - Ordnungswidrigkeiten - Finanzaufsicht - Compliance: Handkommentar. 4. Aufl. Baden-Baden 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht].

Paschos, Nikolaos/Goslar, Sebastian, Der Referentenentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) aus Sicht der Praxis, AG 2008, S. 605–617.

dies., Der Referentenentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) aus Sicht der Praxis, AG 2018, S. 857–874.

dies., Der Regierungsentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), AG 2019, S. 365–373.

Peltzer, Martin, Das Grünbuch der EU-Kommission vom 5. 4. 2011 und die Deutsche Corporate Governance, NZG 2011, S. 961–968.

Plagemann, Nikolaus/Rahlmeyer, Niklas, Vier Corporate Governance Trends für 2015, NZG 2015, S. 895–899.

Poelzig, Dörte, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, S. 528–538.

Poelzig, Dörte/Meixner, Philipp, Die Bekämpfung missbräuchlicher Anfechtungsklagen gegen börsennotierte Gesellschaften, AG 2008, S. 196–208.

Polish Chamber of Fund and Asset Management, Code Of Good Practices Of Institutional Investors. Warsaw October 24th 2006, abrufbar unter: *http://www.izfa.pl/en/15,chambers-documents.html*.

Raiser, Thomas/Veil, Rüdiger, Recht der Kapitalgesellschaften. Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft: Aktiengesellschaft, Societas Europaea, Kommanditgesellschaft auf Aktien, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kapitalgesellschaft & Co., Insolvenzrecht, Konzernrecht, Umwandlungsrecht, Übernahmerecht, Kapitalmarktrecht. 6. Aufl. München 2015.

Redeke, Julian, Institutionelle Investoren und Organhaftung, AG 2015, S. 253–261.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Stellungnahme im Rahmen der Konsultation zu den Best Practice Principles, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/02/bppgrp-cstrenger.pdf*.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Report Working Group AMF, Improving the exercise of shareholder voting rights at general meetings in France September 2005, abrufbar unter: *https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Rapports-des-groupes-de-travail?xtcr=338&isSearch=true&docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F00f4e26b-edb5-4519-92e9-c6ffa1d52e74&lastSearchPage=http%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2FmagnoliaPublic%2Famf%2Fen_US%2FResultat-de-recherche%3FPAGE_NUMBER%3D34%26LANGUAGE%3Dfr%26valid_recherche%3DValider%26isSearch%3Dtrue%26simpleSearch%3Dtrue%26TEXT%3DConventions%2Bconcernant%2Bla%2Bdistribution%2Bd%25E2%2580%2599instruments%2Bfinanciers%26cssImpression%3Dtrue%26langSwitch%3Dtrue&xtmc=Conventions-concernant-la-distribution-d-instruments-financiers&docVersion=1.0*.

Rieger, Norbert/Rothenfußer, Christoph, Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat bei wesentlichen Unternehmensentscheidungen, NZG 2014, S. 1012–1015.

Röhricht, Volker, Treuepflichten der Aktionäre, insbesondere des Mehrheitsgesellschafters, in: Peter Hommelhoff/Dieter Feddersen (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, Köln 2003, S. 513–548.

Rose, Michael, Stimmrechtsvertretung und Haftung in der Aktiengesellschaft. Berlin 2003.

Rose, Paul, The Corporate Governance Industry, J. Corp. L. 32 (2007), S. 887–926.

ders., On the Role and Regulation of Proxy Advisors, Mich. L. Rev. First Impressions 109 (2010), S. 62–68.

Roth, Günter H., Die Herrschaft der Aktionäre in der Publikums-AG als Gegenstand rechtssoziologischer Betrachtung, in: Heinrich Wilhelm Kruse (Hrsg.), Festschrift für Heinz Paulick. Zum 65. Geburtstag 9. Mai 1973, Köln 1973, S. 81–100 [zitiert als: *Roth,* in: FS Paulick].

Roth, Günter H./Wörle, Ulrike, Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats Recht und Wirklichkeit, ZGR 2004, S. 565–630.

Roth, Markus, Information und Organisation des Aufsichtsrats, ZGR 2012, S. 343–381.

Ruffner, Markus, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft. Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance. Zürich 2000.

Saenger, Ingo (Hrsg.), Zivilprozessordnung. Familienverfahren, Gerichtsverfassung, europäisches Verfahrensrecht; Handkommentar. 8. Aufl. Baden-Baden 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Saenger].

Sautner, Zacharias/Villalonga, Belen, Corporate Governance and Internal Capital Markets, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1530565*.

Schaefer, Hans, Shareholder Activism und Corporate Governance, NZG 2007, S. 900–903.

Schäfer, Carsten, Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts?, NZG 2005, S. 985–992.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Schaper, Martin, Unternehmenskommunikation und Vertraulichkeit in der Europäischen Aktiengesellschaft (SE) im Vergleich zur AG, AG 2018, S. 356–364.

Scheffler, Eberhard, Referentenentwurf zum ARUG II: Verbesserung der Aktionärsrechte, AG 2018, R317-R319.

ders., Regierungsentwurf zum ARUG II: Verbesserung der Aktionärsrechte, AG 2019, R92.

Schenck, Kersten v., Der Aufsichtsrat und sein Vorsitzender – Eine Regelungslücke, AG 2010, S. 649–657.

Schick, Werner, Haftung eines Aktionärsvertreters für Abstimmung gegen eine vorgeschlagene Kapitalherabsetzung wegen drohenden Konkurses („Girmes/Effekten-Spiegel"). Anmerkung zu LG Düsseldorf, Urt. v. v4.6.1991 - 10 O 187/91 (nicht rechtskräftig), ZIP 1991, S. 938–940.

Schiessl, Maximilian, Gesellschafts- und mitbestimmungsrechtliche Probleme der Spartenorganisation (Divisionalisierung), ZGR 1992, S. 64–86.

ders., Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds, ZIP 2009, S. 689–697.

Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch. 5. Aufl. München 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB].

Schmidt, Jessica, Banken(voll)macht im Wandel der Zeiten. Das ARUG als (vorläufiger?) Schlussstein einer wechselvollen Geschichte, WM 2009, S. 2350–2357.

dies., Die Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie 2017: der Referentenentwurf für das ARUG II, NZG 2018, S. 1201–1220.

dies., Related Party Transactions nach dem RegE zum ARUG II, EuZW 2019, S. 261–264.

Schmidt, Karsten, Gesellschaftsrecht. 4. Aufl. Köln 2002.

Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus (Hrsg.), Aktiengesetz. Kommentar. 3. Aufl. Saarbrücken, Köln 2015 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schmidt/Lutter].

Schmolke, Klaus Ulrich, Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, S. 701–744.

Schneider, Uwe H., ISS ante portas - der nächste Schritt in den Pensionskassenkorporatismus?, EuZW 2006, S. 289.

ders., Acting in Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten? Zugleich Besprechung der Entscheidung BGH AG 2006, 883, ZGR 36 (2007), S. 440–445.

ders., Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger. Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?, ZGR 2012, S. 518–534.

ders., „Schattenregime" der Stimmrechtsberater. Novellierung des Verhaltenskodex für Proxy Advisors geht nicht weit genug – Stimmrechtsbegrenzung notwendig, Börsen-Zeitung 16.12.2017, S. 9.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Brauchen wir einen Kodex für Proxy Advisors – oder ist ein solcher Kodex eine Mogelpackung?, in: Herbert Kronke/Heinz-Peter Mansel/Marc-Philippe Weller (Hrsg.), Liber amicorum Giuseppe B. Portale, Baden-Baden 2019, S. 223-231 [zitiert als: *Schneider,* in: Liber amicorum Giuseppe B. Portale].

Schneider, Uwe H./Anzinger, Heribert M., Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung - „A quiet guru's enormous clout", NZG 2007, S. 88–96.

Schneider, Uwe H./Singhof, Bernd, Die Weitergabe von Insidertatsachen in der konzernfreien Aktiengesellschaft, insbesondere im Rahmen der Hauptversammlung und an einzelne Aktionäre. Ein Beitrag zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: Günther Hönn/Horst Konzen/Peter Kreutz (Hrsg.), Festschrift für Alfons Kraft zum 70. Geburtstag, Neuwied 1998, S. 585–605 [zitiert als: *Schneider/Singhoff,* in: FS Kraft].

Schnorbus, York/Plassmann, Sebastian, Die Sonderdividende, ZGR 2015, S. 446–484.

Schnorr, Wolfgang, HV-Saison 2018 mit Rekordpräsenz | Barkow Consulting, abrufbar unter: *https://www.barkowconsulting.com/hv-saison-2018-mit-rekordpraesenz/*.

Schockenhoff, Martin, Proxy Fights – bald auch in Deutschland? Einwerben von Stimmrechtsvollmachten durch Aktionäre und Verwaltung, NZG 2015, S. 657–664.

Schockenhoff, Martin/Culmann, Johannes, Shareholder Activism in Deutschland, ZIP 2015, S. 297–307.

dies., Rechtsschutz gegen Leerverkäufer?, AG 2016, S. 517–529.

Schockenhoff, Martin/Nußbaum, Anton, Die neuen Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater, ZGR 2019, S. 163–190.

Schockenhoff, Martin/Schumann, Alexander, Acting in Concert – geklärte und ungeklärte Rechtsfragen, ZGR 2005, S. 568–610.

Scholz, Kai-Steffen, Verlust von Aktionärsrechten gem. § 28 WpHG, AG 2009, S. 313–321.

Schöne, Torsten, Haftung des Aktionärs-Vertreters für pflichtwidrige Stimmrechtsausübung. - Anmerkungen zu LG Düsseldorf WM 1991, 1955 -, WM 1992, S. 209–214.

Schouten, Michael C., Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly?, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1978343*.

Schreyögg, Georg/Unglaube, Oliver, Zur Rolle von Finanzinvestoren in deutschen Publikumsaktiengesellschaften – Thesen und empirische Befunde, AG 2013, S. 97–110.

Schulze, Reiner (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch. Handkommentar. 10. Aufl. Baden-Baden 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schulze, BGB].

Schüppen, Matthias/Schaub, Bernhard (Hrsg.), Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht. 3. Aufl. München, München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schüppen/Schaub, Münchener Anwalts-HdB AktR].

Schwalbe, Ulrich/Zimmer, Daniel, Kartellrecht und Ökonomie: moderne ökonomische Ansätze in der europäischen und deutschen Zusammenschlusskontrolle. 2. Aufl. Frankfurt am Main 2011.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar. Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. 4. Aufl. 2010 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, KMRK].

Schwarz, Philip, Institutionelle Stimmrechtsberatung. Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien. Berlin 2013.

SdK, Präsenzstatistik DAX 2000-2011, abrufbar unter: *https://sdk.org/assets/Statistiken/HV-Praesenzen/praesenz-dax11.pdf*.

dass., Präsenzstatistik DAX 2005-2015, abrufbar unter: *https://sdk.org/assets/Statistiken/HV-Praesenzen/praesenz-dax15.pdf*.

Securities and Exchange Commission, Concept Release on the U.S. Proxy System, abrufbar unter: *https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf*.

Seebach, Daniel, Kontrollpflicht und Flexibilität – Zu den Möglichkeiten des Aufsichtsrats bei der Ausgestaltung und Handhabung von Zustimmungsvorbehalten, AG 2012, S. 70–77.

Seibert, Ulrich, Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG). Der Referenten-Entwurf zur Aktienrechtsnovelle, WM 1997, S. 1–9.

ders., Stimmrecht und Hauptversammlung - eine rechtspolitische Sicht, BB 1998, S. 2536–2540.

ders., Aktienrechtsreform in Permanenz?, AG 2002, S. 417–420.

ders., Die Stimmrechtsausübung in deutschen Aktiengesellschaften – ein Bericht an den Deutschen Bundestag, AG 2004, S. 529–533.

ders., BB-Gesetzgebungsreport: Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) kommt zum 1. 11. 2005, BB 2005, S. 1457–1458.

ders., Gesetzliche Steuerungsinstrumente im Gesellschaftsrecht, ZRP 2011, 166-169.

ders., Corporate Governance: The Next Phase - Die Corporate Governance Debatte schreitet weiter zu den Pflichten der Eigentümer und ihrer Helfer, in: Gerd Krieger/Marcus Lutter/Carsten Schmidt (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, S. 1101–1118 [zitiert als: *Seibert*, in: FS Hoffmann-Becking].

ders., 50 Jahre Aktiengesetz 1965, AG 2015, S. 593–596.

Seibt, Christoph, Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2006, S. 501–539.

Seibt, Christoph H., Kapitalmarktrechtliche Überlagerungen im Aktienrecht, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2000. Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR) 2001, S. 37–75.

ders., Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestands in § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert). Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt/M., Beschluss v. 25.6.2004 - WpÜG 5, 6 und 8/03 ZIP 2004, 1309 - Pixelpark, ZIP 2004, S. 1829–1837.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat (dualistisches Leitungssystem) bzw. innerhalb des Verwaltungsrats (monistisches Leitungssystem), in: Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt/Axel v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis. 2. Aufl., Stuttgart 2009, S. 391–422.

ders., Richtlinienvorschlag zur Weiterentwicklung des europäischen Corporate Governance-Rahmens. Vorschlag der EU Kommission zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie und Empfehlung zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung, DB 2014, S. 1910–1919.

Seibt, Christoph H./Scholz, Philipp, Wahlkandidaten der Gesellschaft für den Aufsichtsrat, AG 2016, S. 739–748.

Seidel, Andreas, Konzerninterne Related Party Transactions nach der Aktionärsrechte-Richtlinie II, AG 2018, S. 423–429.

Semler, Johannes/Stengel, Arndt (Hrsg.), Umwandlungsgesetz. 4. Aufl. München 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Semler/Stengel].

Seulen, Günter, RefE für das ARUG II - Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie, DB 2018, S. 2915–2921.

Simon, Stefan/Zetzsche, Dirk A., Aktionärslegitimation und Satzungsgestaltung. Überlegungen zu § 123 AktG i.d.F. des UMAG, NZG 2005, S. 369–375.

dies., Das Vollmachtstimmrecht von Banken und geschäftsmäßigen Vertretern (§ 135 AktG nF) im Spannungsfeld von Corporate Governance, Präsenzsicherung und prozeduraler Effizienz, ZGR 2010, S. 918–957.

Sina, Peter, Grenzen des Konzern-Weisungsrechts nach § 308 AktG, AG 1991, S. 1–10.

SIX Exchange Regulation, Mitteilung des Regulatory Board Nr. 3/2017 vom 16. Oktober 2017. Vernehmlassung zu einer Teilrevision der Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance (Proxy Advisor): Beschluss des Ausschusses für die Emittentenregulierung, abrufbar unter: *https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/regulation/admission-manual/communiques-regulatory-board/08_09_03-COM201703_de.pdf*.

Spindler, Gerald, Internet und Corporate Governance - ein virtueller (T)Raum? - Zum Entwurf des NaStraG -, ZGR 2000, S. 420–445.

ders., Die Reform der Hauptversammlung und der Anfechtungsklage durch das UMAG, NZG 2005, S. 825–831.

ders., Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG, NZG 2005, S. 865–872.

ders., Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung. Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005. Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung, Köln 2006, S. 31–64.

ders., Organhaftung in der AG – Reformbedarf aus wissenschaftlicher Perspektive, AG 2013, S. 889–904.

Spindler, Gerald/Seidel, Andreas, Die Zustimmungspflicht bei Related Party Transactions in der konzernrechtlichen Diskussion, AG 2017, S. 169–178.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz - 1. §§ 1 - 149. 4. Aufl. München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Spindler/Stilz].

dies., Kommentar zum Aktiengesetz - 2. §§ 150-410, IntGesR, SpruchG, Se-VO. 4. Aufl. München 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Spindler/Stilz].

Starkman, Dean, A Proxy Adviser's Two Sides. Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes, Washington Post 23.01.2006.

Staub Handelsgesetzbuch Großkommentar. Elfter Band. Bankvertragsrecht. Erster Teilband. Investment Banking I, herausgegeben von Claus-Wilhelm Canaris/Mathias Habersack/Carsten Schäfer. 5. Aufl. Berlin, Boston 2017 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: GroßkommStaubHGB-BankvertragsR 11/1].

Staudinger, Julius von (Hrsg.), BGB: Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. §§ 826 - 829, ProdHaftG (Unerlaubte Handlungen 2, Produkthaftung). 2014. Aufl. Berlin 2014 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Staudinger].

ders., BGB: Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. §§ 241-243 (Treu und Glauben). 2015. Aufl. Saarbrücken, Berlin 2015 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Staudinger].

Steinmann, Horst/Klaus, Hans, Zur Rolle des Aufsichtsrates als Kontrollorgan, AG 1987, S. 29–34.

Stiegler, Sascha, Aktionärsidentifizierung nach ARUG II, WM 2019, S. 620–629.

Streinz, Rudolf (Hrsg.), EUV/AEUV Kommentar. München 3. Auflage 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Streinz].

Strenger, Christian/ Rott, Roland, Der Wertbeitrag guter Governance – das analytische Fundament und der empirische Beleg, in: Deutscher Investor-Relations-Kreis e.V. (Hrsg.), Handbuch Investor Relations, Wiesbaden 2004, S. 568–586.

Strine, Leo E., The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face, Del. J. Corp. L. 30 (2005), S. 673.

ders., Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America, Harv. L. Rev. 119 (2006), S. 1759–1783.

Stürner, Rolf (Hrsg.), Jauernig. Bürgerliches Gesetzbuch. Mit Rom-I-, Rom-II-VO, EuUnthVO/HUntProt und EuErbVO : Kommentar. 17. Aufl. München 2018 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Jauernig].

Sullivan & Cromwell LLP, ISS Corporate Services, Inc. - Conflict Policy Review Project 29.11.2009, abrufbar unter: *https://www.issgovernance.com/file/files/ISS_Corporate_Services_Conflict_Policy_Review_Project.pdf*.

Swedish Investment Fund Association, Swedish Code of Conduct for fund management companies, abrufbar unter: *http://fondbolagen.se/Documents/Fondbolagen/Juridik%20-%20dokument/ForeningensRiktlinjer/Swedish%20Code%20of%20Conduct%20for%20fund%20management%20companies%202015_final.pdf*.

Szesny, André-M./Kuthe, Thorsten, Kapitalmarkt Compliance. 2. Aufl. 2018.

Teichmann, Christoph, ECLR. Coprorate Governance in Europa, ZGR 2001, S. 645–679.

Thaeter, Ralf/Guski, Roman, Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, AG 2007, S. 301–308.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Thamm, Christian/Schiereck, Dirk, Shareholder Activism in Deutschland - Eine Bestandsaufnahme, CF 2014, S. 17.

The Best Practice Principles Group, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis March 2014, abrufbar unter: *https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf*.

Theisen, Manuel René, Grundsätze ordnungsgemäßer Kontrolle und Beratung der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat, AG 1995, S. 193–203.

Thomsen, Mark, Proxy Monitor Buys ISS 13.08.2001, abrufbar unter: *http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/648.html (mittlerweile nicht mehr verfügbar)*.

Timm, Wolfram, Treuepflicht im Aktienrecht, WM 1991, S. 481–494.

Tröger, Tobias, Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), ZGR 2019, S. 126–162.

Tröger, Tobias/Roth, Andreas/Strenger, Christian, Effektiver Aktionärsschutz bei Related Party Transactions: wider die "weiße Salbe" des ARUG II-Referentenentwurfs, BB 2018, S. 2946–2953.

Tschöpe, Ulrich/Wortmann, Florian, Der wichtige Grund bei Abberufungen und außerordentlichen Kündigungen von geschäftsführenden Organvertretern, NZG 2009, S. 161–168.

U.S. Government Accountability Office, Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, abrufbar unter: *https://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf*.

Ulmer, Peter, Aktienrecht im Wandel. Entwicklungslinien und Diskussionsschwerpunkte, AcP 202 (2002), S. 143–178.

Vaupel, Christoph F., Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, S. 63–77.

Veil, Rüdiger, Transaktionen mit Related Parties im deutschen Aktien- und Konzernrecht. Grundsatzfragen der Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie, NZG 2017, S. 521–530.

Veil, Rüdiger/Dolff, Christian, Kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten des Treuhänders. Grundsätze und Grenzen der Zurechnung von Stimmrechtsanteilen nach § 22 WpHG, AG 2010, S. 385–391.

Velte, Patrick, Regulierung von Stimmrechtsberatern nach ARUG II – Neue Transparenzpflichten gem. § 134d AktG als „zahnloser Papiertiger"?, AG 2019, S. 893–898.

Verdam, Albert, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, abrufbar unter: *https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835*.

ders., An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting 2006.

Verse, Dirk A., Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften. Tübingen 2006.

ders., 13. Kapitel: Treuepflicht und Gleichbehandlungsgrundsatz, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band II. Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 579–622.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

ders., Compliance im Konzern. Zur Legalitätskontrollpflicht der Geschäftsleiter einer Konzernobergesellschaft, ZHR 175 (2011), S. 401–424.

ders., Die Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts im Jahr 2012, EuZW 2013, S. 336–343.

Vetter, Eberhard, Rechtsprobleme des externen Ratings, WM 2004, S. 1701–1712.

ders., Update des Deutschen Corporate Governance Kodex, BB 2005, S. 1689–1695.

ders., Handgeld für in der Hauptversammlung präsente Aktionäre?, AG 2006, S. 32–35.

ders., Kapitalmarktkommunikation, Kapitalmarktdruck und Corporate Governance, AG 2014, S. 387–393.

ders., Der Aufsichtsrat - Spagat zwischen gesetzlichen Vorgaben und wachsenden Herausforderungen, in: Holger Fleischer/Jens Koch/Bruno Kropff/Marcus Lutter (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin [u.a.] 2016, S. 104–153.

ders., Shareholders Communication – Wer spricht mit den institutionellen Investoren?, AG 2016, S. 873–877.

Vetter, Jochen, Verpflichtung zur Schaffung von 1 Euro-Aktien?, AG 2000, S. 193–208.

Vo, Thuy-Nga T., Rating Management Behavior and Ethics: A Proposal to Upgrade the Corporate Governance Rating Criteria, J. Corp. L. 34 (2008), S. 1–41.

Vollhard, Rüdiger/Weber, Dolf, Entlastung, wie oft?, NZG 2003, S. 351–353.

Volonté, Christophe/Zaby, Simon, Stimmrechtsberatung. Eine kritische Betrachtung, Der Schweizer Treuhänder 2013, 499-504.

Weber-Rey, Daniela, Der Aufsichtsrat in der europäischen Perspektive – Vorschläge und Ideen für eine wirksame Corporate Governance, NZG 2013, S. 766–770.

Weber-Rey, Daniela/Reps, Markus, Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen. Ein Beitrag zu der rechtspolitischen Debatte um verantwortungsbewusste Aktionäre, ZGR 2013, S. 597–646.

Wentrup, Christian, Die Kontrolle von Hedgefonds. Berlin 2009.

Wentz, Jasper, Das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie - von der Aktionärsrechterichtlinie über den Referentenentwurf zum Regierungsentwurf, WM 2019, S. 906–915.

Werder, Axel v./Danilov, Kyrill, Corporate Governance Report 2018: Kodexakzeptanz und Kodexanwendung, DB 2018, S. 1997–2008.

Wettich, Carsten, Aktuelle Entwicklungen in der Hauptversammlungssaison 2011 und Ausblick auf 2012, NZG 2011, S. 721–727.

ders., Aktuelle Entwicklungen und Trends in der Hauptversammlungssaison 2014 und Ausblick auf 2015, AG 2014, S. 534–542.

ders., Aktuelle Entwicklungen und Trends in der Hauptversammlungssaison 2016 und Ausblick auf 2017, AG 2017, S. 60–69.

Widder, Stefan, Rechtsnachfolge in Mitteilungspflichten nach §§ 21ff. WpHG, § 20 AktG?, NZG 2004, S. 275–277.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Wilde, Christian, Informationsrechte und Informationspflichten im Gefüge der Gesellschaftsorgane, ZGR 1998, S. 423–465.

Wilhelm, Alexander, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht. Tübingen 2016.

Wilsing, Hans-Ulrich, Corporate Governance in Deutschland und Europa. Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre, ZGR 2012, S. 291–308.

Wilsing, Hans-Ulrich/Ogorek, Markus, Der Minderheitsantrag auf gerichtliche Einsetzung eines Sonderprüfers gemäß § 142 Abs. 2 AktG – ein neues Betätigungsfeld für professionelle Minderheitsaktionäre, GWR 2009, S. 75–78.

Windbichler, Christine, Gesellschaftsrecht. Ein Studienbuch. 23. Aufl. München 2013.

Winkler, Sylko, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA. Jena 2008.

Witt, Carl-Heinz, Vorschlag für eine Zusammenfügung der §§ 21 ff. WpHG und des § 20 AktG zu einem einzigen Regelungskomplex, AG 1998, S. 171–182.

Wohlmann, Herbert/Gerber, Alexandra J. B., Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014, S. 284–297.

Wong, Simon C. Y., Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors, B.J.I.B. & F.L. 2010, S. 406–411.

Wünschmann, Jan, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern. Baden-Baden 2015.

Zetzsche, Dirk, Know Your Shareholder, der intermediärsgestützte Aktionärsbegriff und das Hauptversammlungsverfahren, ZGR 2019, S. 1–38.

Zetzsche, Dirk A., Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive 2008/04/17, abrufbar unter: *https://ssrn.com/abstract=1120915*.

ders., Langfristigkeit im Aktienrecht? – Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie, NZG 2014, S. 1121–1131.

ders., Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group Developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis 12.05.2014, abrufbar unter: *https://ssrn.com/abstract=2436066*.

ders., Normaler Geschäftsgang und Verschwiegenheit als Kriterien für die Weitergabe transaktionsbezogener Insiderinformationen an Arbeitnehmer. Überlegungen zu Art. 10 I und 17 I der Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2015, S. 817–824.

ders., Pflichten institutioneller Anleger bei der Stimmrechtsausübung. Anmerkungen zur Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie (SRD II), in: Helmut Siekmann/et al. (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag, Tübingen 2017, S. 1505–1521 [zitiert als: *Zetzsche*, in: FS Baums].

Zetzsche, Dirk A./Preiner, Christina, Der Verhaltenskodex für Stimmberater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht, AG 2014, S. 685–697.

Ziemons, Hildegard/Binnewies, Burkhard (Hrsg.), Handbuch Aktiengesellschaft. Gesellschaftsrecht. Steuerrecht. 82. Aufl. April 2019 [zitiert als: *Bearbeiter*, in: Ziemons/Binnewies, HdB Aktiengesellschaft].

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.

Zimmermann, Martin, Kartellrechtliche Bußgelder gegen Aktiengesellschaft und Vorstand: Rückgriffsmöglichkeiten, Schadensumfang und Verjährung, WM 2008, S. 433–442.

Zöllner, Wolfgang, Aktienrechtsreform in Permanenz – Was wird aus den Rechten des Aktionärs?, AG 1994, S. 336–342.

ders., Zur Problematik der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, AG 2000, S. 145–157.

ders., 10. Kapitel: Beschlussfassung und Beschlussmängel, in: Walter Bayer/Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel. Band II. Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 462–509.

https://doi.org/10.5771/9783748906018 - Generiert durch IP 216.73.216.36, am 20.01.2026, 10:08:31. © Urheberrechtlich geschützter Inhalt. Ohne gesonderte Erlaubnis ist jede urheberrechtliche Nutzung untersagt, insbesondere die Nutzung des Inhalts im Zusammenhang mit, für oder in KI-Systemen, KI-Modellen oder Generativen Sprachmodellen.