

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

Bis zu diesem Punkt hat sich die Untersuchung hauptsächlich mit der „Problemanalyse“ befasst: § 2 hat den Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter in den Beteiligungsstrukturen dokumentiert. § 3 hat herausgearbeitet, dass Agenturkonflikte im Verhältnis zwischen passiven Vermögensverwaltern und Endanlegern eine suboptimale Mitwirkung dieser Verwalter in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften besorgen lassen, die nicht nur zulasten der Endanleger der Verwalter und der übrigen Aktionäre geht, sondern auch nachteilige Fernwirkungen auf die Effizienz der Produktmärkte haben könnte. Aufbauend auf diesen Ergebnissen wird es in den folgenden beiden Kapiteln um die „Problemlösung“ gehen, also um die Frage, mit welchen Maßnahmen die Rechtsordnung *de lege lata* die Stewardship-Anreize der passiven Verwalter verbessert oder *de lege ferenda* verbessern könnte. Im Vordergrund stehen dabei Maßnahmen, die speziell die Verwalter in ihrer Rolle als Intermediäre adressieren. Es geht also nicht darum, zu fragen, mit welchen Maßnahmen die Aktionäre im Allgemeinen – etwa qua Reduktion der Kosten zur Teilnahme an der Hauptversammlung – zu einer aktiveren Mitwirkung in der Corporate Governance incentiviert werden könnten. Vielmehr steht die Bewältigung der besonderen Interessenkonflikte zwischen Vermögensverwaltern und ihren Endanlegern im Mittelpunkt.

Das folgende Kapitel widmet sich zunächst der Beschreibung der *lex lata*. Es soll geklärt werden, welche rechtlichen Vorgaben schon derzeit für die Mitwirkung passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance deutscher und europäischer Publikumsgesellschaften gelten. Für den weiteren Gang der Untersuchung erfüllt diese Bestandsaufnahme in erster Linie eine dienende Funktion, indem sie die rechtspolitisch orientierte Diskussion im nächsten Kapitel (§ 5) vorbereitet. Die im vorliegenden Zusammenhang teils doch etwas trockene Rechtsmaterie wird also nicht deshalb ausgebreitet, weil hier wichtige rechtsdogmatische Fragen dringend einer Klärung bedürften. Vielmehr geht es darum, den gegenwärtigen Regelungskontext in einem ersten Schritt ausreichend tief zu durchdringen, um in einem zweiten Schritt die einschlägigen Regelungsinstrumente sowohl dem Grunde nach als auch mit Blick auf ihre konkrete Ausgestaltung einer kritischen Würdigung unter ökonomischen Gesichtspunkten zu unterziehen. Gerade weil die in § 5 anzustellenden

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

Reformüberlegungen teilweise eher in den Einzelheiten als den großen Linien ansetzen, ist dabei stellenweise auch eine Auseinandersetzung mit auf den ersten Blick eher technisch anmutenden, im Ergebnis aber sehr bedeutsamen Details geboten.

In die Bestandsaufnahme werden dabei nicht nur die Vorgaben des deutschen und europäischen Rechts, sondern auch die wichtigsten Vorgaben des US-amerikanischen Aufsichtsrechts einbezogen. Das letztere ist vor allem deshalb relevant, weil ein beachtlicher Teil der institutionellen Beteiligungen an deutschen börsennotierten Gesellschaften auf US-amerikanische Vermögensverwalter entfällt, auch und gerade im Bereich der passiven Kapitalanlage.<sup>620</sup> Das Verhältnis zwischen diesen Vermögensverwaltern und ihren Endkunden unterliegt in der Regel nicht dem deutschen und europäischen Recht,<sup>621</sup> auch wenn es wegen der Beteiligung an deutschen und europäischen Gesellschaften Fernwirkungen für die Corporate Governance dieser Gesellschaften entfalten mag. Über diese unmittelbare Relevanz hinaus sind die US-rechtlichen Vorgaben auch aus vergleichender Perspektive von Interesse, insbesondere indem sie aufzeigen, wie leicht sich einige Defizite der hierzulande geltenden Regelungen hätten vermeiden lassen oder in Zukunft vermeiden ließen.<sup>622</sup>

Wie sich zeigen wird, kennen sowohl das US-amerikanische Recht als auch das europäische Recht zwei grundsätzliche Arten von Regelungsinstrumenten zur Steuerung des Mitwirkungsverhaltens von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance. Mit Interessenwahrungspflichten wird versucht, das Mitwirkungsverhalten der Verwalter an die Interessen ihrer Endanleger zu koppeln. In den USA sind diese Pflichten durch die Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden tendenziell etwas näher konkretisiert als hierzulande. Daneben werden Vermögensverwalter ex ante und ex post in unterschiedlichem Ausmaß zur Transparenz ihres Mitwirkungsverhaltens verpflichtet. Während diese Transparenzpflichten in den USA eindeutig aufsichtsrechtlicher Natur sind, stehen im europäischen Recht die vergleichsweise knappen kapitalanlagerechtlichen Vorga-

---

620 Oben § 2 C.I.3, § 2 C.II.2, § 2 C.II.3 und § 2 D.

621 Überblick zum internationalen Anwendungsbereich der europäischen aufsichtsrechtlichen Vorschriften bei MüKoBGB/*Lehmann*, Internationales Finanzmarktrecht Rn. 399 ff. (kollektive Verwaltung) und Rn. 383 (individuelle Verwaltung); jedenfalls soweit der Kunde des Vermögensverwalters ebenfalls im Ausland ansässig ist, richten sich auch die privatrechtlichen Beziehungen in aller Regel nach ausländischem Recht, dazu *Freitag*, ZHR 184 (2020), 139, 146 f.

622 Namentlich bei der Transparenz der Abstimmungsentscheidungen, dazu unten § 5 A.II.1, § 5 A.II.2.

ben und die noch relativ jungen Transparenzpflichten nach der ARRL II (§§ 134a ff. AktG) nebeneinander. Angesichts des Fehlens von internationa-  
nalen Standards kaum überraschend bestehen auch im Übrigen – etwa mit Blick auf den Anwendungsbereich der Pflichten – zahlreiche kleinere und größere Unterschiede zwischen der Rechtslage diesseits und jenseits des Atlantiks. Gemein ist den rechtlichen Rahmenbedingungen allerdings, dass sie ganz überwiegend nicht strikt zwischen passiver und aktiver Ver-  
waltung trennen. Dies verwundert im Lichte der theoretischen Überlegun-  
gen aus § 3 B kaum, da die Interessenkonflikte zwischen Verwaltern und Endanlegern im Stewardship-Bereich nicht völlig grundlegend von der gewählten Strategie der Kapitalallokation abhängen und die Unterschiede eher gradueller Natur sind.

Im Einzelnen ist das Kapitel wie folgt aufgebaut: Abschnitt A arbei-  
tet zunächst die wichtigsten Interessenwahrungspflichten und Transpa-  
renzvorgaben im US-amerikanischen Aufsichtsrecht heraus. Abschnitt B wiederholt diese Übung für die entsprechenden Regelungen des deut-  
schen und europäischen Aufsichtsrechts sowie die besonderen aktienrecht-  
lichen Vorgaben für Vermögensverwalter und institutionelle Anleger.  
Abschnitt C fasst die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels zusammen.

#### A. US-Recht

Wer die „einschlägigen US-amerikanischen Vorgaben“ in einem bestimm-  
ten Bereich darstellen will, sieht sich typischerweise mit dem Problem konfrontiert, dass das US-amerikanische Recht einen sehr hohen Fragmen-  
tierungsgrad aufweist. Das Verhältnis von Bundesrecht und dem Recht der einzelnen Bundesstaaten ist häufig komplex. Im Finanzaufsichtsrecht besteht darüber hinaus selbst innerhalb der Bundesebene eine beachtliche Zuständigkeitszersplitterung. Das aus Deutschland bekannte Konzept der „Allfinanzaufsicht“ gibt es dort nicht. Die folgende Darstellung beschränkt sich auf die zwei Regelungskomplexe, die für die Rolle US-amerikanischer Vermögensverwalter in der Corporate Governance ausländischer Portfo-  
liogesellschaften die größte Bedeutung haben dürften: die kapitalanlage- und wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften im Zuständigkeitsbereich der SEC (I) und die Vorschriften über die betriebliche Altersvorsorge im Zuständigkeitsbereich des Department of Labor (DOL) (II).

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

### I. Zuständigkeitsbereich der SEC

Im Zuständigkeitsbereich der SEC entfalten einerseits kapitalanlagerechtliche und andererseits wertpapierhandelsrechtliche Vorgaben Bedeutung für das Mitwirkungsverhalten von Vermögensverwaltern. Die kapitalanlagerechtlichen Interessenwahrungspflichten werden im Stewardship-Kontext hauptsächlich durch die Verwaltungspraxis unter dem ICA und dem eng damit zusammenhängenden Investment Advisers Act (IAA) ausgeformt (1). Einschlägige Transparenzanforderungen für die Verwalter hat die SEC im Verordnungswege geregelt (2). Neben diesen kapitalanlagerechtlichen Regeln können sich auch bestimmte Besonderheiten der US-wertpapierhandelsrechtlichen Beteiligungstransparenz auf die Stewardship-Aktivitäten großer Verwalter auswirken (3).

#### 1. Fiduciary duties unter dem ICA und dem IAA

Um die Systematik der Vorschriften unter dem ICA und dem IAA nachzu vollziehen, ist es hilfreich, sich zunächst einen minimalen Überblick über das Kapitalanlagerecht auf US-Bundesebene zu verschaffen: Investmentfonds sind in den USA üblicherweise als Trust nach Delaware- oder Massachusetts-Recht oder als Corporation nach Maryland-Recht organisiert.<sup>623</sup> Vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen, insbesondere für Privatfonds,<sup>624</sup> qualifizieren diese Corporations oder Trusts als „investment companies“ unter dem ICA und werden von der SEC beaufsichtigt.<sup>625</sup> Die Endanleger sind Anteilseigner des Fonds; dieser wird – wie auch andere Trusts oder

---

623 Vgl. Lipton, Transactions 19 (2017), 175, 178; Zetzsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage (2015), S. 331 ff.; im Einzelnen zu den Unterschieden und Gemeinsamkeiten der Konstruktionen Schelm, Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht (2008), S. 22 ff. Für das anwendbare Aufsichtsrecht spielt die rechtliche Konstruktion des Fonds im Regelfall keine Rolle, vgl. Jones/Moret/Storey, Del. J. Corp. L. 13 (1988), 421, 451.

624 Vgl. Fn. 47 und zugehörigen Text.

625 Vgl. Definition in 15 U.S.C. § 80a-3(a)(1); zu konzeptionellen Eigenheiten der Definition Morley, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1281 ff. Praktisch sind oft mehrere Fonds in einer investment company zusammengefasst, wobei jedem Fonds eine bestimmte Klasse oder Serie von Gesellschafts- bzw. Trustanteilen zugeordnet ist, siehe auch oben § 3 B.III.3.b.).

Corporations – zu ihren Gunsten geführt.<sup>626</sup> Der Fonds wird zu Beginn seiner Existenz von einer Kapitalanlagegesellschaft errichtet und üblicherweise auch von dieser oder einer ihrer Tochtergesellschaften verwaltet.<sup>627</sup> Die Verwaltungsgesellschaft nimmt dabei gegenüber dem Fonds die Rolle eines „investment adviser“ unter dem IAA ein und untersteht ebenfalls der Aufsicht der SEC.<sup>628</sup> Investment adviser kann aber auch sein, wer für andere Akteure als Investmentfonds Wertpapiere verwaltet oder zumindest Stimmrechte daraus ausübt.<sup>629</sup>

Als Treuhänder haben die investment advisers nach allgemeinen Common Law-Grundsätzen gegenüber ihren Auftraggebern eine „fiduciary duty“, die – ähnlich wie die fiduciary duty der Direktoren US-amerikanischer Corporations<sup>630</sup> – ihre wesentlichen Ausprägungen in einer „duty of loyalty“ und einer „duty of care“ findet.<sup>631</sup> Im Allgemeinen wirkt sich die duty of loyalty eher als Verbotsnorm (z.B. Untreue, Betrug, Voranstellen eigener Interessen) und die duty of care eher als Sorgfaltspflicht aus.<sup>632</sup> Begünstigter dieser Pflichten ist im Fall der individuellen Portfolioverwaltung unmittelbar der Kunde; bei kollektiver Vermögensverwaltung besteht die Pflicht technisch gesehen gegenüber dem Fonds, aber mittelbar auch gegenüber dessen Anlegern, deren Interessen wiederum der Fonds verpflichtet ist.<sup>633</sup> Nach herrschender Ansicht ist die fiduciary duty der investment

626 Vgl. SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6565.

627 Morley, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1238 ff.; Schelm, Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht (2008), S. 29.

628 15 U.S.C. § 80b-2(a)(11); Schonfeld/Kerwin, Bus. Law. 49 (1993), 107, 127; vgl. zur zentralen Bedeutung des IAA neben dem ICA für das US-amerikanische Kapitalanlagerecht auch Franco, Fordham J. Corp. & Fin. L. 26 (2021), 1, 4 („the IAA has become a full statutory co-partner with the ICA in regulating a vast investment management and advisory industry“).

629 Vgl. SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47420. Daneben erfasst der IAA auch das traditionelle, eigenständige Anlageberatungsgeschäft; zur parallelen Abdeckung von Beratung und Verwaltung durch den IAA auch Franco, Fordham J. Corp. & Fin. L. 26 (2021), 1, 15 mit Tabelle 1.

630 Überblick bei Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (2013), Rn. 897 ff.

631 Vgl. Lipton, Transactions 19 (2017), 175, 192 ff.; Restatement (Third) of the Law of Agency § 8 (2006).

632 Laby, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 82.

633 Vgl. SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6565.

advisers auch im bundesrechtlichen Aufsichtsrecht verankert.<sup>634</sup> Die SEC ist daher auch für die Konkretisierung und Durchsetzung der stewardship-relevanten Pflichten der investment advisers zuständig und kann Verstöße sanktionieren.<sup>635</sup> In der Durchsetzungspraxis der SEC auf Basis der allgemeinen fiduciary duty standen dabei in der Vergangenheit allerdings eher Verstöße gegen die duty of loyalty im Vordergrund, einschließlich in dem oben skizzierten Deutsche Bank/HP-Fall.<sup>636</sup>

Mit Blick auf die duty of care geht die SEC davon aus, dass diese einen investment adviser im Grundsatz verpflichtet, Unternehmensereignisse in den Portfoliogesellschaften zu überwachen und die mit den verwalteten Wertpapieren verbundenen Stimmrechte auszuüben.<sup>637</sup> Dieser Grundsatz ist allerdings ausnahmefähig, insbesondere, wenn die damit verbundenen Informations- und Transaktionskosten den Nutzen für die Endanleger übersteigen.<sup>638</sup> Als Beispiel hat die SEC in diesem Zusammenhang namentlich etwaige „additional costs“ bei der Stimmrechtsausübung in ausländischen Gesellschaften genannt.<sup>639</sup> Nach Ansicht der SEC folgt aus der duty of care der Vermögensverwalter aber keine Pflicht, geradezu „aktivistisch“ in den Portfoliogesellschaften mitzuwirken.<sup>640</sup> Die SEC geht weiter davon aus, dass die fiduciary duty zwar nicht vollständig durch Vertrag abdingbar ist, aber dass gerade bei professionellen Kunden der

---

634 Als Teil der „antifraud“-Regelung in 15 U.S.C. § 80b-6(2); *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 194 (1963); SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248 (2019), 84 F.R. 33669, 33670; ausführliche Besprechung der *Capital Gains*-Entscheidung und der auf dieser Entscheidung gründenden weiteren Entscheidungen und Verwaltungspraktiken bei *Laby*, B. U. L. Rev. 91 (2011), 1052.

635 Vgl. SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248 (2019), 84 F.R. 33669, 33671.

636 Vgl. Überblick bei *Laby*, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 94 ff.; oben § 3 B.III.2.

637 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587.

638 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47426.

639 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587 mit Fn. 18; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47423.

640 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587 mit Fn. 19.

Umfang der Pflicht auch im Lichte der vertraglichen Vereinbarungen zu bestimmen ist.<sup>641</sup>

Mit Blick auf Wertpapierleihgeschäfte herrschte lange Zeit die Auffassung vor, dass Aktien zwar prinzipiell auch über den Hauptversammlungstermin hinaus verliehen werden können, die advisers aber im Fall wichtiger Abstimmungen („material events“) zum rechtzeitigen Rückruf der Wertpapiere verpflichtet sind.<sup>642</sup> Im Jahr 2019 signalisierte die SEC allerdings, dass eine Rückrufmöglichkeit nicht in jedem Fall vereinbart werden muss und ihr Nutzen für die Endanleger auch gegen die Opportunitätskosten infolge geringerer Umsätze aus dem Leihvorgang abgewogen werden kann.<sup>643</sup> Damit wurde die Begründungslast für die Verwalter, verliehene Wertpapiere auch bei wichtigen Abstimmungen nicht zurückzufordern, erleichtert. Forscher haben im Anschluss an die neue SEC-Guidance eine spürbare Zunahme des Leihangebots im zeitlichen Zusammenhang mit Hauptversammlungen dokumentiert, und zwar insbesondere bei solchen Emittenten mit hohen Beteiligungsquoten von Indexfonds.<sup>644</sup> Ob diese Liberalisierung des „lending/voting trade-offs“ Bestand haben wird, scheint allerdings noch offen.<sup>645</sup>

Was den Rückgriff auf die Dienste von Stimmrechtsberatern angeht, vertrat die SEC lange Zeit einen eher großzügigen Standpunkt. Im Jahr 2003 signalisierte sie, dass unter dem Blickwinkel der duty of care keine wesentlichen Bedenken gegen die Einbeziehung der Empfehlungen unabhängiger Stimmrechtsberater bestünden.<sup>646</sup> Im Gegenteil verwies sie sogar

641 SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248 (2019), 84 F.R. 33669, 33671 f.; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47422 f.

642 Basierend auf SEC, Antwort v. 23.5.1972 auf eine Anfrage der Bank Salomon Brothers v. 12.4.1972, <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/1972/salomonbrothers052372.pdf>; siehe auch *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 11.

643 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47423 und dazu *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 12 f.

644 *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 16 ff.

645 Vgl. *Lee*, Every Vote Counts: The Importance of Fund Voting and Disclosure, Rede v. 17.3.2021 anlässlich der ICI Mutual Funds and Investment Management Conference, <https://www.sec.gov/news/speech/lee-every-vote-counts> („guidance should be revisited“).

646 *Lipton*, Transactions 19 (2017), 175, 186, 194.

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

darauf, dass das Befolgen solcher Vorschläge ein probates Mittel sei, um bei verwalterseitigen Interessenkonflikten mögliche Verstöße gegen die duty of loyalty zu vermeiden.<sup>647</sup> Im Zusammenhang mit der Verschärfung der auf Stimmrechtsberater selbst anwendbaren Regeln<sup>648</sup> kommunizierte die SEC im Jahr 2019 allerdings auch strengere Erwartungen mit Blick auf die Inanspruchnahme ihrer Dienste durch investment advisers. Gegen den Einsatz von Stimmrechtsberatern bestünden hiernach zwar nach wie vor keine grundsätzlichen Bedenken. Allerdings sollten Verwalter die Berater sorgfältig auswählen und überwachen.<sup>649</sup> Zudem betonte die SEC, dass der Rückgriff auf Stimmrechtsberater die Verwalter nicht von ihren eigenen Verpflichtungen befreie.<sup>650</sup> Gerade bei besonders kontroversen Abstimmungsgegenständen sollten die Empfehlungen des Beraters nicht ohne jegliche eigene Analyse übernommen werden.<sup>651</sup>

### **2. Proxy Voting Rules**

Neben Durchsetzungsmaßnahmen und informellen Stellungnahmen zur allgemeinen fiduciary duty hat die SEC über die Zeit hinweg auch zahlrei-

---

647 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6588, bestätigt in No-Action-Letter gegenüber Egan-Jones Proxy Services v. 27.5.2004, <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm>; beachte, dass dieser No-Action-Letter mit Blick auf die darin aufgestellten Anforderungen an die Unabhängigkeit der Stimmrechtsberater inzwischen widerrufen wurde, siehe SEC, Information Update IM-INFO-2018-02.

648 Oben Fn. 399 und zugehöriger Text. Beachte, dass diese Vorschriften nur für Stimmrechtsempfehlungen in Bezug auf US-Emittenten gelten. Rechtlicher Anknüpfungspunkt für die Regulierung der Stimmrechtsberater sind die Vorschriften zur proxy solicitation unter dem Securities Exchange Act (15 U.S.C. § 78n(a)). Diese Vorschriften finden selbst bei dual listing auf ausländische Emittenten grundsätzlich keine Anwendung, siehe 17 C.F.R. § 240.3a12-3(b) und vgl. SEC, Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (Final rule), Release No. 34-89372 (2020), 85 F.R. 55082, 55087 mit Fn. 62.

649 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47424 ff. mit umfangreichen Beispielen zu den relevanten Überlegungen, Maßnahmen und Kriterien.

650 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47421.

651 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47424.

che relevante Einzelheiten spezifisch durch Verordnungen geregelt.<sup>652</sup> Im vorliegenden Zusammenhang sind die im Jahr 2003 verabschiedeten Proxy Voting Rules von Interesse.<sup>653</sup> Insoweit ist zwischen der Proxy Voting Rule unter dem ICA und der Proxy Voting Rule unter dem IAA zu unterscheiden.

Nach der IAA-Proxy Voting Rule müssen investment advisers schriftlich Richtlinien und Verfahren festlegen, die in angemessener Weise sicherstellen, dass die Stimmrechte aus für fremde Rechnung verwalteten Wertpapieren ausschließlich im Interesse der Kunden ausgeübt werden.<sup>654</sup> Diese Richtlinien müssen insbesondere auch Aussagen zum Umgang mit wesentlichen Interessenkonflikten treffen.<sup>655</sup> Sie sind den Kunden auf Verlangen zu erläutern und in Kopie vorzulegen.<sup>656</sup> Die Verwalter müssen ihren Kunden zudem auf Anfrage Informationen darüber zur Verfügung stellen, wie die Stimmrechte tatsächlich ausgeübt wurden.<sup>657</sup> Die Proxy Voting Rule für die advisers betrifft dabei nur das Verhältnis zwischen diesen und ihren Kunden; eine Veröffentlichung der Stimmrechtsrichtlinien und des Abstimmungsverhaltens durch die advisers selbst ist nicht vorgeschrieben.<sup>658</sup>

Die Proxy Voting Rule für die advisers steht aber in engem Zusammenhang mit der Proxy Voting Rule für die investment companies. Hiernach haben die investment companies eine Beschreibung der Richtlinien ihrer advisers, ggf. in Verbindung mit weiteren eigenen Richtlinien, offenzulegen.<sup>659</sup> Die Veröffentlichung erfolgt im Rahmen des „statement of additional information“, einer Art Ergänzung des Fondsprospekts, die über das

652 Laby, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 86.

653 Überblick bei Nicholson, Okla. L. Rev. 57 (2004), 687, 699 ff.; ausführlich zu den Hintergründen Schmolke, EBOR 7 (2006), 767, 777 ff., 791 ff.

654 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(a). Die Vorschrift ist – aufgrund der Verankerung in der antifraud-Regelung – so formuliert, dass es Vermögensverwaltern verboten ist, ohne Bestehen derartiger Richtlinien Stimmrechte auszuüben. Wie im vorigen Unterabschnitt erläutert, geht die SEC aber zugleich davon aus, dass die Stimmrechte im Grundsatz ausgeübt werden müssen, um der duty of care zu genügen. Daher wirkt sich die Regelung im Ergebnis für alle investment advisers als Verpflichtung aus.

655 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(a).

656 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(c).

657 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(b).

658 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6588.

659 Für offene Publikumsfonds Form N-1A Item 17(f) (vgl. 17 C.F.R. § 274.11A); Blankoformular mit Erläuterungen abrufbar unter <https://www.sec.gov/servlets/ec/about/forms/formn-1a.pdf>.

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

EDGAR-System für jedermann einsehbar ist.<sup>660</sup> Daneben haben die investment companies auf jährlicher Basis ihr gesamtes Abstimmungsverhalten (bzw. das ihres adviser) offenzulegen, und zwar auf dem gesonderten Form N-PX, welches ebenfalls über das EDGAR-System einsehbar ist.<sup>661</sup> Berichtsperiode ist jeweils der Zwölfmonatszeitraum zum 30.6., die Einreichung des Formulars ist zum 31.8. fällig.<sup>662</sup> Auf dem Formular ist für jede Portfolio gesellschaft – unabhängig vom Sitz –, für jede Hauptversammlung und für jeden einzelnen Abstimmungsgegenstand anzugeben, a) ob es sich um einen Vorschlag des Leitungsorgans der Gesellschaft oder eines Aktionärs handelte, b) ob die Stimmrechte aus den Portfoliowertpapieren ausgeübt wurden, c) falls ja, wie sie ausgeübt wurden (dafür, dagegen, Enthaltung) und d) ob dies der Empfehlung des Leitungsorgans<sup>663</sup> entsprach.<sup>664</sup>

Die SEC hatte ursprünglich vorgeschlagen, dass die investment companies neben der Offenlegung des tatsächlichen Abstimmungsverhaltens in ihren Jahres- und Halbjahresberichten auch angeben und erläutern müssen, ob und weshalb bei einzelnen Stimmrechtsausübungen von den einschlägigen Stimmrechtsrichtlinien der investment company bzw. ihres adviser abgewichen wurde.<sup>665</sup> In der finalen Fassung verzichtete die SEC indes auf diese Vorgabe.<sup>666</sup> Zuletzt bekraftigte sie aber, dass Verwalter Verfahren einführen und anwenden sollten, um die Konsistenz von Richt-

---

660 Vgl. SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6566 mit Fn. 26. Bei geschlossenen Fonds erfolgt die Veröffentlichung auf dem jährlich einzureichenden Form N-CSR (oben Fn. 41), Item 7.

661 Blankoformular mit Erläuterungen abrufbar unter <https://www.sec.gov/files/form-npx.pdf>.

662 Form N-PX Instruction A.

663 Bei Portfolio gesellschaften mit dualem Leitungssystem stellt sich die Frage, auf wessen Empfehlungen es ankommt, wenn sich die Empfehlungen der verschiedenen Organe widersprechen. Sinnvoll scheint es, insoweit auf das relative Gewicht der Organempfehlungen nach dem einschlägigen Gesellschaftsrecht abzustellen. Bei deutschen Portfolio gesellschaften dürfte es dann im Zweifel auf die Empfehlung des Aufsichtsrats ankommen (Wertung des § 135 Abs. 1 Satz 4 Nr. 2 Alt. 2 AktG).

664 Form N-PX Item 1(f)-(i).

665 SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Proposed rule), Release Nos. 33-8131, 34-46518, IC-25739 (2002), 67 F.R. 60828, 60838 (Item 22(b)(8)).

666 SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6570.

linien und tatsächlichem Abstimmungsverhalten sicherzustellen, und sei es auch nur im Wege einer stichprobenartigen Überprüfung.<sup>667</sup> Zugleich hat sie betont, dass die einschlägigen Richtlinien nicht zwangsläufig in allen Fällen schematisch eingehalten werden müssen. Gerade bei außergewöhnlichen Abstimmungsgegenständen mit wesentlichen Implikationen für die Werthaltigkeit von Portfoliowertpapieren, z.B. der Zustimmung zu einer Verschmelzung, sollten die Verwalter prüfen, ob die allgemeinen Richtlinien auch im Einzelfall angemessen erscheinen.<sup>668</sup>

Im Oktober 2021 legte die SEC einen Konsultationsentwurf für eine Verordnung vor, die den Anwendungsbereich der N-PX-Transparenz in Bezug auf say-on-pay-Voten auf sämtliche institutional investment managers erweitern würde, die der 13F-Transparenz<sup>669</sup> unterliegen.<sup>670</sup> Die Pflicht zur Offenlegung dieser Abstimmungentscheidungen wurde eigentlich bereits durch den Dodd-Frank Act geregelt.<sup>671</sup> Der ursprüngliche Entwurf zur Umsetzung dieser Verpflichtung in einer konkretisierenden Verordnung aus dem Jahr 2010 hatte es allerdings nie über das Konsultationsstadium hinausgeschafft.<sup>672</sup> Die SEC der Biden-Administration wagt jetzt einen neuen Versuch. Im Zusammenhang mit der Umsetzung der Dodd-Frank Act-Vorschrift sollen auch verschiedene technische Einzelheiten der regulären Abstimmungstransparenz der Publikumsfonds geändert werden, vor allem zur Verbesserung der praktischen Nutzbarkeit der N-PX-Informationen. Auf zwei der angestrebten Änderungen wird im Rahmen der Diskussion der praktischen Ausgestaltung von Stewardship-Transparenzvorschriften noch näher eingegangen.<sup>673</sup>

<sup>667</sup> SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47424.

<sup>668</sup> SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47423 f.

<sup>669</sup> Oben § 2 A.III.1.

<sup>670</sup> SEC, Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers (Proposed rule), Release Nos. 34-93169, IC-34389 (2021), 86 F.R. 57478.

<sup>671</sup> 15 U.S.C. § 78n-1(d).

<sup>672</sup> SEC, Reporting of Proxy Votes on Executive Compensation and Other Matters (Proposed rule) (2010), Release Nos. 34-63123, IC-29463, 75 F.R. 66622.

<sup>673</sup> Siehe unten § 5 A.II.1 und § 5 A.II.2.

### 3. Die 13D/13G-Problematik

Eine weitere wichtige Regelung, die Bedeutung für die Stewardship-Aktivitäten passiver Verwalter in den USA entfaltet, findet sich in den wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften über die Transparenz von Blockbeteiligungen. Ähnlich den europäischen Stimmrechtsmitteilungen hat grundsätzlich jede natürliche oder juristische Person oder gemeinsam handelnde Gruppe, die wirtschaftlicher Eigentümer von mehr als 5 % der börsennotierten Eigenkapitalinstrumente eines Emittenten wird, innerhalb von 10 Tagen eine Mitteilung an die SEC zu machen (Schedule 13D), die im EDGAR-Portal veröffentlicht wird.<sup>674</sup> Diese Mitteilung muss bei jeder wesentlichen Änderung der Beteiligungshöhe, jedenfalls aber bei Änderung um einen weiteren Prozentpunkt aktualisiert werden.<sup>675</sup> In jeder Mitteilung und Aktualisierung sind unter anderem die gesamten Handelsaktivitäten im jeweiligen Wertpapier in den vergangenen 60 Tagen aufzulisten.<sup>676</sup> Ferner ist der Zweck des Beteiligungserwerbs zu erläutern, einschließlich sämtlicher Pläne des Erwerbers, die für die Kontrolle der Gesellschaft von Bedeutung sind.<sup>677</sup>

Bestimmte institutionelle Investoren können anstelle der 13D-Mitteilung eine verkürzte Mitteilung auf dem Schedule 13G einreichen.<sup>678</sup> Die 13G-Mitteilung ist erst 45 Tage nach Ablauf des Kalenderjahres fällig, in dem die 5 %-Schwelle überschritten wurde,<sup>679</sup> muss im Grundsatz nur einmal jährlich aktualisiert werden<sup>680</sup> und erfordert keine Auflistung der

---

674 15 U.S.C. § 78m(d).

675 17 C.F.R. § 240.13d-2(a).

676 Schedule 13D, 17 C.F.R. § 240.13d-101 Item 5(c).

677 Schedule 13D, 17 C.F.R. § 240.13d-101 Item 4; siehe auch 15 U.S.C. § 78m(d) (1)(C).

678 Zu den Einzelheiten des personalen Anwendungsbereichs siehe 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(ii).

679 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(2). Nach einem aktuellen Konsultationsentwurf der SEC soll diese Frist künftig auf fünf Tage nach Monatsende der Schwellenberührungen verkürzt werden; SEC, Modernization of Beneficial Ownership Reporting, Release Nos. 33-11030; 34-94211 (2022), 87 F.R. 13846, 13847.

680 17 C.F.R. § 240.13d-2(b); Ausnahme: Aktualisierung innerhalb von zehn Tagen nach Überschreiten der 10 %-, 15 %-Schwellen usw., 17 C.F.R. § 240.13d-2(c); auch hier sieht der jüngste Konsultationsentwurf bestimmte Änderungen vor, siehe im Einzelnen die tabellarische Übersicht bei SEC, Modernization of Beneficial Ownership Reporting, Release Nos. 33-11030; 34-94211 (2022), 87 F.R. 13846, 13848.

Handelsaktivitäten und keine Erläuterung der Absichten des Erwerbers.<sup>681</sup> Voraussetzung für die Nutzung des Schedule 13G ist allerdings, dass der Investor die Beteiligung im Rahmen seines ordentlichen Geschäftsbetriebs erworben hat und „not with the purpose nor with the effect of changing or influencing the control of the issuer“.<sup>682</sup>

Aufgrund des hohen Aufwands der 13D-Mitteilungen melden passive Verwalter ihre die 5 %-Schwelle überschreitenden Beteiligungen an US-amerikanischen Emittenten in der Praxis nahezu ausschließlich auf dem Schedule 13G.<sup>683</sup> Dieses Vorgehen bedingt allerdings, dass sie sich in der Folge auch tatsächlich jeglicher Einflussnahme auf die „control“ der Emittenten enthalten müssen. Zwar ist aufgrund der prinzipienbasierten Regelung im Einzelnen oft umstritten, welche Formen der Einflussnahme hierunter fallen. Einigkeit besteht aber darüber, dass auch recht niederschwellige Interventionen, wie etwa Personalvorschläge für einzelne Direktorenposten, ausreichen können, um das 13G-Privileg zu verlieren.<sup>684</sup> Gelegentliche engagements mit der Unternehmensführung oder die Unterstützung von aktivistischen Hedgefonds im Rahmen von proxy fights werden hingegen als unproblematisch betrachtet.<sup>685</sup>

In der Kapitalmarktpaxxis kommt den faktischen Beschränkungen, die sich aus den Beteiligungstransparenzregeln für die Stewardship-Aktivitäten großer Vermögensverwalter ergeben, offenbar erhebliche Bedeutung zu.<sup>686</sup>

681 Schedule 13G, 17 C.F.R. § 240.13d-102.

682 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(i). Nach 17 C.F.R. § 240.13d-1(c) steht Schedule 13G auch Investoren offen, die keine institutionellen Investoren sind, aber das im Text genannte Absichtskriterium erfüllen (sog. „passive investors“); in diesem Fall gelten allerdings strengere Fristen (vgl. für Aktualisierungen auch 17 C.F.R. § 240.13d-2(d)).

683 Vgl. *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 117 ff. mit Tabelle 7 (je größer der Anteil passiv angelegter Mittel am Gesamtportfolio eines Verwalters, desto eher werden Blockbeteiligungen auf dem Schedule 13G gemeldet; nach den Punktschätzungen würde ein Verwalter mit ausschließlich passiv verwalteten AuM niemals Schedule 13D nutzen); *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2099 (trotz tausender Beteiligungen oberhalb der 5 %-Schwelle nur neun 13D-Meldungen der Big Three zwischen 2007 und 2018, sämtliche durch BlackRock und sieben davon unter besonderen Umständen).

684 Vgl. *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1428; *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2066; siehe auch *Ulmrich*, Investorentransparenz (2013), S. 63 (Spürbarkeit der unternehmerischen Einflussnahme genügt).

685 *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1446.

686 Vgl. *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1429 („Every professional I spoke with in the investment management industry insisted that the distinction between Schedules 13G and 13D was by far the most important problem they

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

Unmittelbare Bedeutung hat die 13D/13G-Problematik zwar allein für Beteiligungen an US-Emittenten. Das deutsche Recht kennt eine derartig grundlegende Unterscheidung nicht. Die über den Beteiligungsumfang hinausgehende Mitteilungspflicht des § 43 WpHG greift erst ab der – für die passive Verwaltung bislang kaum praxisrelevanten – Schwelle von 10 % der Stimmrechte und verlangt keine Offenlegung der Handelsaktivitäten; auch hängt die Inanspruchnahme der in Abs. 1 Satz 5 und 6 geregelten Ausnahmen nicht vom angestrebten Mitwirkungsniveau ab.<sup>687</sup> Gleichwohl ist nicht auszuschließen, dass die 13D/13G-Problematik<sup>688</sup> bei denjenigen großen Verwaltergruppen, deren Muttergesellschaft in den USA ansässig ist und die mit erheblichen Teilen ihres Portfolios in US-Gesellschaften investiert sind, gewisse faktische Ausstrahlungswirkungen auch auf das Stewardship-Verhalten in anderen Teilen der Welt entfaltet. Die 13D/13G-Problematik ist ferner auch für Endanleger außerhalb der USA bedeutsam, die über Vermögensverwalter wie die Big Three im US-Markt investieren, namentlich via weltweit diversifizierenden Indexfonds.

## II. Zuständigkeitsbereich des DOL: Interessenwahrungspflichten unter dem ERISA

Neben den aufsichtsrechtlichen Regeln im Zuständigkeitsbereich der SEC spielen im Kapitalanlagebereich auch die Vorgaben des Employee Retirement Income Safety Act (ERISA) eine wichtige Rolle. Der ERISA ist ein Bundesgesetz aus dem Jahr 1974 und regelt wesentliche Aspekte der Verwaltung, Absicherung und Besteuerung von Pensionsplänen im Rahmen privatwirtschaftlicher Arbeitsverhältnisse.<sup>689</sup> Für Zwecke der vorliegenden Untersuchung sind in erster Linie die Vorschriften für die Verwaltung

---

worried about when they considered the possibility of influencing a portfolio company.“).

687 Vgl. auch *Ulmrich*, Investorentransparenz (2013), S. 362 (ganzheitlicher Transparenzansatz des US-Systems unter section 13(d) Securities Exchange Act gegenüber punktueller Transparenz nach § 27a WpHG a.F.); *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 186.

688 Weiterführend zu ähnlich gelagerten Problematiken im Zusammenhang mit insiderrichtlichen Mitteilungspflichten (Forms 3 und 4) und poison pill-Schwellen in den Satzungen der Emittenten *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1430 ff.

689 Vgl. 29 U.S.C. § 1001 und Definition der relevanten Pläne in § 1002(1)-(3); zum Wechselspiel zwischen ERISA und dem Siegeszug der defined contributions-Pläne in den USA siehe *Zelinsky*, Yale L. J. 114 (2004), 451, 471 ff.

der Pläne von Interesse. Diese unterliegen der Beaufsichtigung durch das DOL.<sup>690</sup> Anders als im Zuständigkeitsbereich der SEC gibt es unter dem ERISA keine weitreichenden Transparenzpflichten für Verwalter. Umso kontroverser wurde dafür in jüngerer Zeit die Bedeutung der ERISA-Interessenwahrungspflichten im Stewardship-Kontext diskutiert.

Wie oben ist es hilfreich, sich zunächst einen minimalen Überblick über das einschlägige Regelungssystem zu verschaffen: Die ERISA-Pläne werden formal vom Arbeitgeber oder von Arbeitnehmerorganisationen aufgelegt, praktisch wird die Verwaltung des Plans aber zumeist an professionelle Verwalter delegiert.<sup>691</sup> Bei der Anlage der Mittel sind die Planverantwortlichen an strenge Interessenwahrungspflichten gebunden. Das Bundesgesetz spricht von einem „prudent man standard of care“, nach welchem der Plan „solely in the interest of the participants and beneficiaries“ zu verwahren ist.<sup>692</sup> Falls die Mittel des Plans in Anteile an US-amerikanischen investment companies investiert werden, ist die fiduciary duty nur mit Blick auf die Auswahl und Überwachung der Fonds anwendbar; die investment advisers der Fonds sind aber nicht auch ihrerseits an ERISA-Pflichten gebunden.<sup>693</sup>

Die Mittel in ERISA-Plänen müssen aber nicht zwangsläufig in Anteile an investment companies investiert werden. In der Praxis werden sie etwa auch in „collective investment trusts“ angelegt.<sup>694</sup> Dabei handelt es sich um eine besondere Form der kollektiven Vermögensverwaltung durch

690 Vgl. 29 U.S.C. § 1132; ERISA Practice and Procedure/*Cooke*, § 8:1.

691 Erfüllt der Verwalter bestimmte Voraussetzungen, befreit die Delegation den formal Planverantwortlichen weitestgehend von seinen eigenen Pflichten, section 3(38) i.V.m. 405(d)(1) ERISA (29 U.S.C. § 1002(38), § 1105(d)(1)).

692 29 U.S.C. § 1104(a).

693 Die Pflichten der section 404(a) gelten für alle materiellen fiduciaries i.S.d. section 3(21)(A) ERISA (29 U.S.C. § 1002(21)). Für die Stellung als fiduciary kommt es maßgeblich auf die Kontrollmöglichkeit über die „plan assets“ an. Was im Einzelnen zu den plan assets gehört, hat das DOL per Verordnung definiert. Gemäß 29 C.F.R. § 2510.3-101(h) gilt bei kollektiven Anlageprodukten im Grundsatz ein „look-through“-Ansatz, mit der Konsequenz, dass auch der Verwalter eines kollektiven Produkts, in welches ein ERISA-Plan investiert, plan assets verwaltet und damit als ERISA-fiduciary qualifiziert. Nach der Ausnahme in section 3(21)(B) ERISA gelten investment companies und ihre advisers allerdings nicht als ERISA-fiduciaries. Entsprechend sind die relevanten plan assets in diesem Fall ausschließlich die Fondsanteile selbst; der Fondsverwalter verwaltet keine plan assets mehr; vgl. auch *Stapel*, ERISA Plan Investment Vehicles (2020), S. 3; ERISA Practice and Procedure/*Cooke*, § 6:4.

694 Vgl. *Stapel*, ERISA Plan Investment Vehicles (2020), S. 5 f. (auch zu den wirtschaftlichen Vor- und Nachteilen).

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

Banken außerhalb der von der SEC beaufsichtigten Regelungen.<sup>695</sup> Daneben können die ERISA-Mittel auch jenseits von Publikumsfonds durch investment advisers verwaltet werden. In beiden Fällen sind die Akteure, die die Planmittel letztlich in Aktien börsennotierter Emittenten investieren, an den prudent man-Standard des ERISA gebunden.<sup>696</sup>

Ähnlich wie im Bereich der von der SEC beaufsichtigten Vorschriften entfalten die Interessenwahrungspflichten der ERISA-Verantwortlichen auch für die Ausübung von Stimmrechten und anderen Aktionärsrechten aus planzugehörigen Wertpapieren Bedeutung. Rechtsauffassungen zur Konkretisierung der entsprechenden Maßstäbe hatte das DOL über die Zeit hinweg in verschiedenen unverbindlichen Guidance-Dokumenten kommuniziert, zuletzt in einer Interpretative Bulletin aus dem Jahr 2016.<sup>697</sup> Das DOL folgte dabei grosso modo einem ähnlichen Ansatz wie die SEC in ihrer Verwaltungspraxis unter dem ICA und IAA. Die genannte Interpretative Bulletin hob unter anderem hervor, dass die Aktionärsmitwirkung in den Portfoliogetesellschaften gerade bei mit langem Anlagehorizont gehaltenen Investitionen ohne Exit-Möglichkeit auf vielfältige Weise zur Wertschöpfung beitragen kann.<sup>698</sup> Vorbehaltlich unverhältnismäßiger Kosten waren die ERISA-fiduciaries nach Auffassung des DOL zudem im Grundsatz zur Ausübung der Stimmrechte verpflichtet.<sup>699</sup> Als Beispiel für möglicherweise hohe Kosten waren auch hier explizit „certain foreign corporations“ genannt.<sup>700</sup>

Im Dezember 2020 hob das DOL der späten Trump-Administration die Interpretative Bulletin aus dem Jahr 2016 auf und konkretisierte die entsprechenden Maßstäbe erstmals im Verordnungswege.<sup>701</sup> Der neu verabschiedeten Proxy Voting Rule lag dabei eine bemerkenswert ableh-

---

695 Weiterführend CCIT, Collective Investment Trusts White Paper (2021), S. 3 ff.

696 Vgl. Erläuterungen in Fn. 693: Beide üben Kontrolle über plan assets aus und unterfallen somit section 3(21) ERISA; für den Fall der collective investment trusts beispielhaft DOL, Advisory Opinion 2005–09A v. 11.5.2005.

697 29 C.F.R. § 2509.2016-01; Überblick der zuvor kommunizierten Rechtsansichten bei DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57274 f.; siehe auch Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 155 ff.

698 29 C.F.R. § 2509.2016-01(3) a.F.

699 29 C.F.R. § 2509.2016-01(1) a.F.

700 29 C.F.R. § 2509.2016-01(1) a.F. Für enge Auslegung der Vorgängerfassung Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 157.

701 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658.

nende Haltung gegenüber verwalterseitigen Stewardship-Aktivitäten zu grunde. Schon im Ausgangspunkt betonte sie ausdrücklich, dass ERISA-Verantwortliche Stimmrechte und Aktionärsrechte nicht in allen Fällen ausüben müssen.<sup>702</sup> Sie verpflichtete die ERISA-Verantwortlichen explizit, die Kosten der Stimmrechtsausübung und anderweitiger Mitwirkung zu berücksichtigen,<sup>703</sup> was nach der Begründung des DOL auch etwaige Opportunitätskosten aus Wertpapierleihe erfassen sollte.<sup>704</sup> Die Kosten-Nutzen-Analyse musste sich zudem in allen Fällen ausschließlich an den finanziellen Interessen der Planbegünstigten ausrichten und durfte keine anderweitigen („non-pecuniary“) Faktoren berücksichtigen.<sup>705</sup> Die Proxy Voting Rule eröffnete den ERISA-Verantwortlichen weiterhin im Sinn einer Safe Harbour-Regelung die Möglichkeit, in ihren Stimmrechtsleitlinien die Umstände zu definieren, unter denen Stimmrechte von vornherein nicht ausgeübt werden sollen, sei es durch Beschränkung der Stimmrechtsressourcen auf bestimmte Arten von Abstimmungsgegenständen, durch Außerachtlassung von Beteiligungen, die für die Gesamtperformance des Plans keine wesentliche Bedeutung haben, oder durch eine Kombination dieser Ansätze.<sup>706</sup>

Die DOL-Vorgaben untersagten zwar an keiner Stelle ausdrücklich bestimmte Formen der Aktionärsmitwirkung. Das DOL ließ aber insgesamt wenig Zweifel daran aufkommen, dass es die Rechtfertigungslast für jegliche Form von Stewardship-Aktivitäten letztlich bei den ERISA-Verantwortlichen sah und wenig Einwände gegen weitreichende Passivität erheben würde. Auch wenn die Regeln neutral gefasst waren, gab das DOL den ERISA-Verantwortlichen in der Begründung der Verordnung reichlich Ideen an die Hand, wie sich der Verzicht auf Stewardship-Aktivitäten plausibel begründen lassen könnte.<sup>707</sup> Nach Einschätzung des DOL sei es jedenfalls nicht Aufgabe der ERISA-Verantwortlichen, in Portfoliogesellschaften, in denen der Plan „just one of many investors“ sei, über etwaige Stimmrechtsabgaben hinaus proaktiv mitzuwirken.<sup>708</sup>

<sup>702</sup> 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(2)(ii).

<sup>703</sup> 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(2)(ii)(B).

<sup>704</sup> DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81667.

<sup>705</sup> 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(2)(ii)(C).

<sup>706</sup> 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(3)(i)(A)-(B).

<sup>707</sup> Vgl. DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81665, 81667, 81673.

<sup>708</sup> DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81665.

Neben der Verabschiedung der ERISA-Proxy Voting Rule überarbeitete das DOL im Jahr 2020 zudem die ERISA-Verordnungen betreffend die eigentlichen Anlageentscheidungen.<sup>709</sup> Hiernach durften nicht-finanzielle Faktoren auch bei der Auswahl der Anlagegegenstände grundsätzlich keine Rolle spielen.<sup>710</sup> Sie kamen grundsätzlich nur als Entscheidungskriterium bei „Gleichstand“ nach rein finanziellen Kriterien in Betracht.<sup>711</sup> Laut DOL konnte über den Kanal der Anlageentscheidung sogar das Stimmrechtsverhalten einer investment company für ERISA-Zwecke mittelbare Relevanz entfalten: Der Fonds und sein adviser seien zwar weiterhin nicht selbst ERISA-Verantwortliche, allerdings müssten Planverantwortliche, die in den Fonds investieren, auf Basis der Umstände des Einzelfalls eigenständig beurteilen, ob dessen Abstimmungsverhalten einen pekuniären oder nicht-pekuniären Faktor darstelle und inwieweit dieser Faktor im Rahmen der Entscheidung, Plangelder in den Fonds zu investieren, Beachtung finden sollte.<sup>712</sup>

Offiziell begründete das DOL die ERISA-Proxy Voting Rule damit, dass es die rechtlichen Vorgaben des im Bundesgesetz verankerten prudent person-Standards konkretisieren wollte, welcher in der Auslegung des Supreme Court<sup>713</sup> die ERISA-Verantwortlichen verpflichtet, ihr gesamtes

---

709 DOL, Financial Factors in Selecting Plan Investments (Final rule), RIN 1210-AB95 (2020), 85 F.R. 72846, unter anderem unter Bezugnahme (in Fn. 5, 43, 70, 103) auf einen vielbeachteten Artikel von *Schanzenbach/Sitkoff*, Stan. L. Rev. 72 (2020), 381; der Stoßrichtung des Vorschlags zustimmend auch *Sharfman*, Yale J. Reg. Bulletin 38 (2020), 112, 132.

710 29 C.F.R. § 2550.404a-1(c)(1).

711 29 C.F.R. § 2550.404a-1(c)(2); zur Entwicklung der bis dato geltenden Maßstäbe vgl. *Curtis/Fisch/Robertson*, Mich. L. Rev. 120 (2021), 393, 413 ff.

712 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81664.

713 *Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer*, 573 U.S. 409 (2014), 420 ff. In dem einstimmig entschiedenen Fall ging es nicht direkt um ESG-Themen. Die vom Supreme Court im Ergebnis verneinte Rechtsfrage war, ob Mitarbeiterbeteiligungspläne unter dem ERISA abgesehen von der Befreiung von Diversifikationsfordernissen eine „presumption of prudence“ genießen. Im Fall wollte sich die beklagte Planverantwortliche mit dieser Einwendung gegen den Vorwurf verteidigen, trotz der ihr angeblich bekannten finanziellen Schieflage des Arbeitgebers keine Maßnahmen zum Schutz der Planbegünstigten ergriffen zu haben. Der allgemeinere Grundsatz, dass sich die Planverwaltung ausschließlich an den finanziellen Interessen der Begünstigten auszurichten hat, entspricht allerdings schon lange der h.M., vgl. etwa *Troyer/Slocombe/Boisture*, Geo. L. J. 74 (1985), 127, 154 ff. (unter dem Gesichtspunkt des kategorischen Ausschlusses südafrikanischer Anlageobjekte in Zeiten der Apartheid); *Knickerbocker*, Real Prop. Prob. & Tr. J. 23 (1988), 633, 659 f.

Verhalten ausschließlich an den *finanziellen* Interessen der Planbegünstigten auszurichten.<sup>714</sup> Wie oben gesehen, besteht aber weder aus theoretischer noch aus empirischer Sicht Grund zur Sorge, dass Intermediäre zu stark zugunsten ihrer Prinzipale in den Portfoliogesellschaften mitwirken. Das DOL zitierte auch keinerlei empirische Belege für die angeblichen Probleme, die die restriktive Proxy Voting Rule lösen sollte; im Gegenteil erkannte das DOL implizit an, dass es über solche Belege nicht verfügte.<sup>715</sup> In der Sache handelte es sich offenbar vor allem auch um das Ergebnis erfolgreicher Lobby-Arbeit seitens realwirtschaftlich tätiger Unternehmen mit dem Ziel, investorenseitigen Einflussnahmen zugunsten von ESG-Zielen zuvorzukommen.<sup>716</sup> Der Vorgang unterstreicht damit erneut die nicht ganz zu vernachlässigende Bedeutung der „politischen Risiken“ im Stewardship-Bereich.<sup>717</sup>

Die restriktiven Verordnungen des DOL der Trump-Administration sind allerdings praktisch schon heute wieder Rechtsgeschichte. Bereits im März 2021 teilte das DOL der Biden-Administration mit, dass es die umstrittenen Verordnungen bis auf weiteres weder durchsetzen noch zur Auslegung der allgemeinen Pflichten der ERISA-Verantwortlichen heranziehen werde.<sup>718</sup> Im Oktober 2021 legte das DOL schließlich einen Konsul-

714 Vgl. DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81658, 81662, 81679.

715 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81662 („The Department does not believe that it is necessary to establish specific evidence of fiduciary misunderstandings or injury [...].“).

716 Mit deutlichen Worten *Monks/Minow*, Proxy Voting by ERISA Fiduciaries, HLS CorpGov Forum v. 22.10.2020, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/22/proxy-voting-by-erisa-fiduciaries/> (The proposal's „only beneficiaries are entrenched, entitled CEOs. These are the people who love to rhapsodize about the purity of the free market until they feel its effects.“); ähnlich *Schacht/Karakulova*, The Department of Labor Carpet Bombs Investor Protection, CLS Blue Sky Blog v. 29.9.2020, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/29/the-department-of-labor-carpet-bombs-investor-protection/>.

717 Oben § 3 B.II.3.

718 DOL, Statement Regarding Enforcement of its Final Rules on ESG Investments and Proxy Voting by Employee Benefit Plans v. 10.3.2021, <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/ebsa/laws-and-regulations/laws/erisa/statement-on-enforcement-of-final-rules-on-esg-investments-and-proxy-voting.pdf>; kritisch dazu *Schanzenbach/Sitkoff*, ESG Investing After the New Labor Department Rule on „Financial Factors“, CLS Blue Sky Blog v. 29.3.2021, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/03/29/esg-investing-after-the-new-labor-department-rule-on-financial-factors>.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

tationsentwurf zur Revision der Verordnungen vor, der sich von diesen sowohl in den konkreten Vorschlägen als auch in der Begründung gravierend unterscheidet.<sup>719</sup> In der Sache will das DOL unter anderem die Passage aus der Verordnung streichen, nach welcher die fiduciary duty nicht die Ausübung sämtlicher Aktionärsrechte unter allen Umständen erfordert: Diese könnte „be misread as suggesting that plan fiduciaries should be indifferent to the exercise of their rights as shareholders, particularly in circumstances where the cost is minimal as is typical of voting proxies.“<sup>720</sup> Zudem will das DOL die oben skizzierte Safe Harbour-Regelung streichen: Es sei zu besorgen, dass ERISA-Verantwortliche zu großzügig von dieser Regelung Gebrauch machen könnten und sich damit de facto weitreichend von ihrer grundsätzlichen Verpflichtung zur Stimmrechtsausübung im Interesse der Endanleger freizeichnen könnten.<sup>721</sup> Der Entwurf betont durchgehend die potentiell große Bedeutung der Integration von ESG-Aspekten auch unter rein finanziellen Gesichtspunkten.<sup>722</sup> Zudem übt er deutliche Kritik an dem restriktiven Ansatz der Proxy Voting Rule des DOL der Trump-Administration: De facto habe es sich um einen juristischen Freifahrtschein für die ERISA-Verantwortlichen gehandelt, der ihnen weitreichende Zurückhaltung in den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften gestattete.<sup>723</sup> Auch falls die Kosten der Stimmrechtsausübung hoch seien, könne die Lösung aber nicht einfach darin bestehen, kategorisch auf die Wahrnehmung der Stimmrechte zu verzichten: Vielmehr verlange die fiduciary duty von den ERISA-Verant-

---

719 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272.

720 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57281.

721 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57281.

722 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57276 („Accordingly, the proposal makes clear that climate change and other ESG factors are often material and that in many instances fiduciaries [...] should consider climate change and other ESG factors in the assessment of investment risks and returns.“).

723 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57282 („may be construed as little more than regulatory permission for plans to broadly abstain from proxy voting without properly considering their interests as shareholders and without legal repercussions“).

wortlichen, mit diesen Kosten umsichtig umzugehen und sich im Rahmen des Möglichen effizienter Strukturen zu bedienen.<sup>724</sup>

### *B. Deutsches und europäisches Recht*

Auch das deutsche und europäische Recht arbeiten im Kern mit einer Kombination aus Interessenwahrungs- und Transparenzpflichten. Neben die hergebrachten Regeln des Kapitalanlagerechts (I) treten dabei – systematisch etwas gewöhnungsbedürftig – die noch relativ jungen aktienrechtlichen Vorschriften der §§ 134a ff. AktG zur Umsetzung der ARRL II (II). Jenseits des Kapitalanlagerechts finden sich im Finanzaufsichtsrecht nur vereinzelt besondere stewardship-relevante Vorgaben (III).

#### I. Kapitalanlagerecht

Das deutsche Kapitalanlagerecht wird im hier betrachteten Kontext überwiegend, aber nicht vollständig durch die OGAW- und die AIFM-Richtlinie determiniert. Neben den harmonisierten Vorgaben (1) sind daher auch bestimmte nationale Besonderheiten in den Blick zu nehmen (2).

##### 1. OGAW- und AIFM-Richtlinie

Europäische Publikumsfonds qualifizieren aufsichtsrechtlich in der Regel als OGAW. Die stewardship-relevanten Vorgaben der OGAW-Richtlinie knüpfen dabei wie in den USA an die allgemeinen Wohlverhaltensregeln und Vorschriften zur Vermeidung von Interessenkonflikten an. Sie werden durch Art. 21 der OGAW-Level 2-Richtlinie<sup>725</sup> näher ausgestaltet. Veraltungsgesellschaften müssen hiernach wirksame und angemessene Strategien ausarbeiten, wann und wie Stimmrechte aus Portfoliowertpapieren ausgeübt werden sollen, damit dies ausschließlich zum Nutzen des OGAW geschieht (Art. 21 Abs. 1 OGAW-Level 2-Richtlinie). Die Stimmrechtsstrategie muss Maßnahmen und Verfahren enthalten a) zur „Verfolgung der

---

724 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57281.

725 Durchführungs-Richtlinie 2010/43/EU. Diese Vorschrift gehört zu Kapitel III der Level 2-Richtlinie, welches mit „Interessenkonflikte“ überschrieben ist.

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

maßgeblichen Corporate Events,“ b) zur Ausrichtung der Stimmrechtsausübung an Anlagezielen und Anlagepolitik und c) zur Verhinderung oder Regelung etwaiger Interessenkonflikte (Art. 21 Abs. 2 OGAW-Level 2-Richtlinie). Die Verwaltungsgesellschaften müssen den Anlegern ferner eine Kurzbeschreibung der Strategien zugänglich machen und auf Anfrage die aufgrund der Strategie getroffenen Maßnahmen näher erläutern (Art. 21 Abs. 3 OGAW-Level 2-Richtlinie). Weitgehend identische Regeln gelten nach Art. 37 AIFM-Level 2-Verordnung<sup>726</sup> auch bei AIF.<sup>727</sup> Die deutsche Umsetzung der OGAW-Level 2-Richtlinie erfolgt daher per Verweis auf die AIFM-Level 2-Verordnung (§ 27 Abs. 2 KAGB i.V.m. § 3 Abs. 1 KAVerOV). Ferner schreibt die deutsche Umsetzung vor, dass die Kurzbeschreibung der Strategien auf der Internetseite zu veröffentlichen ist (§ 3 Abs. 2 Satz 1 KAVerOV).<sup>728</sup>

Genauere inhaltliche Vorgaben für die Ausgestaltung und Umsetzung der Stimmrechtsstrategie machen die europäischen Vorgaben nicht. Konkrete Maßstäbe für das „Ob“ und „Wie“ der Stimmrechtsausübung und ggf. anderweitiger Stewardship-Aktivitäten können daher nur aus dem allgemeinen Grundsatz abgeleitet werden, dass sich das Stewardship-Verhalten wie auch das übrige Geschäftsgebaren der Kapitalverwaltungsgesellschaften an den Interessen der Endanleger auszurichten hat (Art. 14 Abs. 1 lit. a und e OGAW-Richtlinie, Art. 12 Abs. 1 lit. b und e AIFM-Richtlinie, § 26 Abs. 1 KAGB). Die damit zusammenhängenden Fragen standen allerdings, soweit ersichtlich, bislang nicht im Fokus der koordinierenden Arbeit der ESMA.

Jedenfalls eine Stimmpflicht wird man dem europäischen Kapitalanlagerecht nicht entnehmen können. So sprechen die Level 2-Texte ausdrücklich davon, dass die Stimmrechtsstrategien nicht nur das „Wie“, sondern auch das „Wann“ der Stimmrechtsausübung adressieren sollen (Art. 21 Abs. 1 OGAW-Level 2- Richtlinie, Art. 37 Abs. 1 AIFM-Level 2-Verordnung).<sup>729</sup> ErwG 16 Satz 3 der OGAW-Level 2-Richtlinie stellt ausdrücklich heraus, dass unter Umständen auch die Entscheidung, Stimmrechte nicht auszuüben, dem OGAW nutzen könnte.

---

726 Delegierte Verordnung (EU) 213/2013.

727 Nach Art. 37 Abs. 3 AIFM-Level 2-Verordnung ist den Anlegern die Kurzbeschreibung hingegen allein auf Anfrage zur Verfügung zu stellen. In der deutschen Umsetzung finden auf Publikums-AIF auch die weitergehenden Anforderungen der OGAW-Richtlinie Anwendung (§ 3 Abs. 2 KAVerOV).

728 Entsprechend der Anregung in ErwG 16 Satz 2 OGAW-Level 2-Richtlinie.

729 Ebenso AWZ/Stabenow, § 27 KAGB Rn. 42.

Die technischen Empfehlungen, auf denen der Level 2-Text aufbaut, nannten sogar explizit die Indexfonds als Beispiel für Investmentvermögen, bei denen eine Stimmrechtsausübung ggf. entbehrlich sein könnte.<sup>730</sup> Dem lag möglicherweise das verbreitete Missverständnis zugrunde, die passive Anlagestrategie mit passivem Mitwirkungsverhalten gleichzusetzen.<sup>731</sup> Eine juristische Begründung für diese Sichtweise blieben die Empfehlungen an der genannten Stelle jedenfalls schuldig. Im Lichte der Überlegungen aus § 3 B ergibt eine „Lizenz zum Nichtstun“ für die Indexfonds wenig Sinn: Der Umfang, in dem die Endanleger von Stewardship-Aktivitäten profitieren, hängt am Ende nicht entscheidend von der Anlagestrategie des Fonds ab. Vielmehr ergeben sich umgekehrt aus der Anlagestrategie Implikationen für die Anreizlage des Verwalters, zugunsten der Endanleger in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften mitzuwirken. Diese Anreize fallen aber gerade bei Indexfonds besonders gering aus. Gerade die Anleger in solchen Fonds könnten jedenfalls in ihrer Gesamtheit besonders von einer Überformung der schwachen Stewardship-Anreize ihrer Verwalter profitieren. Für die Rechtsanwendung sind diese ökonomischen Überlegungen insoweit bedeutsam, als sie aufzeigen, dass der Interessenkonflikt zwischen Endanlegern und Verwaltern im Bereich der passiven Verwaltung besonders stark ausgeprägt. Es leuchtet daher nicht ein, weshalb gerade die Indexfonds im Rahmen der Auslegung allgemeiner Interessenwahrungspflichten gegenüber anderen Fonds privilegiert werden sollten. Diese Kritik ändert indes nichts an dem erstaunlichen Befund, dass europäische Indexfondsverwalter Stand heute zur Begründung völlig passiven Stewardship-Verhaltens auf eine amtliche Fundstelle verweisen können.

## 2. KAGB

Die vagen europäischen Vorgaben schließen eine Konkretisierung durch nationales Recht nicht aus.<sup>732</sup> Im deutschen Recht ist insoweit vor allem die Vorschrift des § 94 Satz 3 KAGB in den Blick zu nehmen. Hier-

---

730 CESR, Technical advice on the level 2 measures related to the UCITS management company passport (28.10.2009), CESR/09-9363, Tz. 71; dem folgend Baur/Tappen/Steffen, § 27 KAGB Rn. 31.

731 Klarstellend dazu oben § 1 A.

732 CESR, Technical advice on the level 2 measures related to the UCITS management company passport (28.10.2009), CESR/09-9363, Tz. 70.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

nach „sollen“ Kapitalverwaltungsgesellschaften bei Investmentfonds in der Form eines Sondervermögens die Stimmrechte aus Aktien deutscher Gesellschaften „im Regelfall selbst ausüben.“ Was genau dieser Satz regelt, ist umstritten. Manche wollen ihn eng als Regelung allein der Modalitäten der Stimmrechtsausübung verstehen: *Falls* die Stimmrechte ausgeübt werden, *dann* soll dies durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst geschehen.<sup>733</sup> Andere sehen in § 94 Satz 3 KAGB eine Regelung nicht nur des „Wies“, sondern auch des „Obs“ der Stimmrechtsausübung: Die Kapitalverwaltungsgesellschaft soll die Stimmrechte im Regelfall ausüben, *und zwar selbst*; im Grundsatz bestehe hiernach eine Verpflichtung zur Wahrnehmung der Stimmrechte, Ausnahmen bedürften einer besonderen sachlichen Rechtfertigung.<sup>734</sup> Die Stärken und Schwächen der Argumente, die für und wider diese Ansichten vorgetragen wurden, lassen sich gut im Kontext der Entstehungs- und Änderungshistorie der Vorschrift aufzeigen.

Der heutige § 94 Satz 3 KAGB geht auf § 9 Abs. 1 Satz 2 KAGG 1957<sup>735</sup> zurück. Im damaligen Gesetzesentwurf war die Vorschrift allerdings noch nicht vorgesehen. Dieser enthielt allein die Regelung, dass das Anlagevermögen „treuhänderisch verwaltet“ werde.<sup>736</sup> Zudem sollte die Kapitalanlagegesellschaft nach dem Entwurf auch die Stimmrechte ausüben können, allerdings nur nach Maßgabe der Anteilsscheinbedingungen.<sup>737</sup> Im

---

733 Schäfer, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften (2009), S. 125; Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 162, 165; Inci, Shareholder Engagement (2018), S. 209; vgl. auch Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung (2006), S. 902.

734 Strenger/Zetsche, AG 2013, 397, 398; AWZ/Zetsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 6; Baur/Tappen/Taschke, § 94 KAGB Rn. 24 (sachliche Rechtfertigung *im Einzelfall* nötig); EDD/Heinrich, § 94 KAGB Rn. 10 f.; Winkler, Verantwortung instituioneller Anleger (2008), S. 142 ff.; in der Sache wohl auch FK-KapAnlR/Schäfer, § 94 KAGB Rn. 12 f. (Pflicht, wenn im Interesse der Anleger, was „im Regelfall zu bejahen sein sollte“, Ausnahme z.B. bei nicht kontroversen Abstimmungen im außereuropäischen Ausland); WBA/Anders, § 94 KAGB Rn. 7 („eine grund-sätzliche und dauerhafte, jedenfalls aber eine grundlose Zurückhaltung bei der Stimmrechtsausübung“ komme nicht in Betracht); Schoch, Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern (2021), S. 277 (keine „grund-sätzliche Abstimmungspflicht, jedoch [...] durchaus ein Regel-Ausnahme-Verhältnis“); zur Vorgängervorschrift Berger/Steck/Lübbehüs-en/Schmitz, § 32 InvG Rn. 10 (Nichtausübung möglich, aber es müssen „besondere Gründe vorliegen“); nicht ganz eindeutig Seibert, AG 2004, 529, 532 (keine Stimm-pflicht, sondern „Sollvorschrift“).

735 BGBl. I 1957, S. 378.

736 Fraktionsentwurf KAGG, BT-Drs. 2/1585, S. 1 (§ 2 Abs. 1).

737 Fraktionsentwurf KAGG, BT-Drs. 2/1585, S. 1 (§ 2 Abs. 3 Satz 1 und 2).

Ausschuss für Geld und Kredit wurde die Bestimmung eingefügt, die Kapitalanlagegesellschaft habe das Sondervermögen „mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu verwalten.“<sup>738</sup> Zudem wurde hier an anderer Stelle des Entwurfs die Vorgängerregelung des heutigen § 94 Satz 1 KAGB eingefügt, wonach die Verwaltungsgesellschaft zur Ausübung der Stimmrechte aus den zum Sondervermögen gehörenden Aktien keiner schriftlichen Vollmacht bedarf.<sup>739</sup>

Der Bundesrat rief später den Vermittlungsausschuss an und schlug vor, den Sorgfaltstandard dahingehend zu konkretisieren, dass die Kapitalanlagegesellschaft „insbesondere auch die mit dem Sondervermögen verbundenen Stimm- oder Gläubigerrechte pflichtgemäß auszuüben“ habe und Vollmacht nur im Einzelfall erteilen dürfe.<sup>740</sup> Auch wenn die Begründung es nicht ganz klar ausspricht,<sup>741</sup> wird man dies als Vorschlag einer unbedingten Stimmpflicht verstehen dürfen.<sup>742</sup> Im Vermittlungsausschuss einigte man sich schließlich auf die Formulierung, die Interessen der Anleger seien „insbesondere auch bei der Ausübung“ der Stimmrechte zu wahren.<sup>743</sup> Die Regelung zur Vollmacht wurde beibehalten und dahingehend ergänzt, dass auch bei Bevollmächtigung im Einzelfall Weisungen erteilt werden sollten (heute § 94 Satz 4 KAGB).<sup>744</sup> Zudem wurde dazwischen noch der umstrittene Satz eingefügt, die Kapitalanlagegesellschaft „soll[e] das Stimmrecht im Regelfall selbst ausüben.“<sup>745</sup> Diese entscheiden-

---

738 Ausschussbericht KAGG, BT-Drs. 2/2973, S. 7 (§ 8 Abs. 1).

739 Ausschussbericht KAGG, BT-Drs. 2/2973, S. 7 (§ 7 Abs. 1 Satz 2).

740 Verlangen der Einberufung des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3235, S. 3 (§ 8 Abs. 1).

741 Verlangen der Einberufung des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3235, S. 3 („Die durch das Gesetz erstrebte Intensivierung des Wertpapiersparsens kann nicht nur durch Risikomischung und Ertragsstabilität, sondern auch dadurch gefördert werden, daß der Sparer die Gewißheit erhält, durch dieses Gesetz werde der Kleinaktionär künftig imstande sein, seine berechtigten Interessen sachkundiger, tatkräftiger und dadurch wirkungsvoller gegenüber der Verwaltung zu vertreten, als es ihm bisher persönlich oder mit Hilfe des Depotstimmrechts möglich war.“).

742 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 164; zurückhaltender insoweit Winkler, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 144.

743 Bericht über die Verhandlungen des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3282, S. 2 (§ 8 Abs. 1 Satz 1).

744 Bericht über die Verhandlungen des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3282, S. 2 (§ 8 Abs. 1 Satz 3).

745 Bericht über die Verhandlungen des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3282, S. 2 (§ 8 Abs. 1 Satz 2).

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

de Änderung wurde vom Vermittlungsausschuss allerdings nicht mehr gesondert begründet.

Aus der Absage an den Vorschlag des Bundesrats wird teilweise geschlossen, der Gesetzgeber des KAGG 1957 habe keine Regelung zum „Ob“ der Stimmrechtsausübung treffen wollen.<sup>746</sup> Dieses Argument greift aber nicht durch: Wenn der Vermittlungsausschuss hier gar nichts hätte regeln wollen, hätte es eigentlich näher gelegen, vollständig auf die Einfügung des neuen Satzes zu verzichten. Dass die Stimmrechte, wenn sie ausgeübt werden, prinzipiell selbst ausgeübt werden müssen, folgte doch bereits aus dem vom Vermittlungsausschuss im Kern beibehaltenen und sogar verschärften Vorschlag des Bundesrats, dass Vollmacht nur im Einzelfall erteilt werden darf. Näher liegt hier die Lesart, dass der Kompromisscharakter der Änderungen im Vermittlungsausschuss gerade in der Herabstufung der vom Bundesrat vorgeschlagenen Stimmpflicht zu einer Soll-Vorschrift bestehen sollte. Außerdem schiene unklar, welchen nützlichen Zweck eine Regelung erfüllen sollte, die einerseits das „Ob“ der Stimmrechtsausübung den Kapitalverwaltungsgesellschaften anheimstellt, andererseits aber hinsichtlich des „Wies“ eine Delegation grundsätzlich verbietet. Die Zwecksetzung „im Regelfall ausüben, und zwar selbst“ ist hingegen in sich konsistent. Die Anfänge der Gesetzesgeschichte sprechen daher eher für die zweite, weite Interpretation des § 94 Satz 3 KAGB.

Die nächste inhaltliche Änderung erfolgte im Rahmen des (ersten) Finanzmarktförderungsgesetzes 1990.<sup>747</sup> Dieses begrenzte den räumlichen Anwendungsbereich der „soll selbst ausüben“-Regelung auf Stimmrechte aus Aktien inländischer Gesellschaften. Der Regierungsentwurf begnügte sich an dieser Stelle mit einem pauschalen Verweis auf „Kostengründe“.<sup>748</sup> Auch dieser Passus spricht eher für die weite Interpretation: Einen Kostenfaktor dürfte die Soll-Regelung für Kapitalverwaltungsgesellschaften doch vor allem dann darstellen, wenn sie auch das „Ob“ der Stimmrechtsausübung betrifft.

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz 2002<sup>749</sup> wurde die Regelung „Vollmacht nur für den Einzelfall“ in Umsetzung von Empfehlungen

---

746 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 164.

747 BGBl. I 1990, S. 266. Zwischenzeitlich war § 9 KAGG 1957 per Neubekanntmachung zu § 10 KAGG 1970 geworden (BGBl. I 1970, S. 127).

748 RegE Investment-Richtlinie-Gesetz (späteres Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drs. 11/5411, S. 30.

749 BGBl. I 2002, S. 2010.

der Regierungskommission Corporate Governance gelockert.<sup>750</sup> Nach dem neu eingefügten Satz (jetzt § 94 Satz 5 KAGB) konnte ein Stimmrechtsvertreter auch auf Dauer bevollmächtigt werden, sofern er unabhängig ist. Im Regierungsentwurf hieß es, man wolle „die Ausübung der mit dem Sondervermögen verbundenen Stimmrechte [...] fördern.“<sup>751</sup> Diese Formulierung könnte man als Argument für die enge Interpretation des § 94 Satz 3 KAGB anführen, da sie voraussetzt, dass das Gesetz sich einer Regelung des „Obs“ der Stimmrechtsausübung enthält.<sup>752</sup> Allerdings spricht der Regierungsentwurf im nächsten Satz dann von der „Zunahme einer informierten Stimmrechtsausübung“.<sup>753</sup> Dies könnte man wiederum dahingehend verstehen, dass vor allem eine Verbesserung der Qualität der Stimmrechtsausübung angestrebt wurde. Letztlich kann der Gesetzesbegründung hier kein entscheidendes Argument abgewonnen werden. Auch die Regierungskommission, an deren Ausführungen sich der Entwurf teils wörtlich orientierte, hatte zwar eine allgemeine Abstimmungspflicht für institutionelle Investoren abgelehnt, zum genauen Regelungsgehalt des jetzigen § 94 Satz 3 KAGB aber nicht klar Stellung bezogen.<sup>754</sup>

Mit dem Investmentgesetz (InvG) wurden die „soll-selbst-ausüben“-Regelung, die „Vollmacht nur für den Einzelfall“-Regelung und die neue Stimmrechtsvertreter-Regelung vom Sorgfaltssstandard der Kapitalverwaltungsgesellschaft<sup>755</sup> entkoppelt und mit der Regelung, dass die Ausübung der Stimmrechte aus dem Sondervermögen keiner gesonderten Vollmacht durch die Anleger bedarf,<sup>756</sup> in § 32 Abs. 1 InvG zusammengeführt. Der § 32 Abs. 1 InvG wurde später zum heutigen § 94 KAGB.<sup>757</sup> Der Umstand, dass es in § 94 KAGB vor allem um Bevollmächtigungsfragen und damit um Modalitäten der Stimmrechtsausübung geht, mag somit zwar heute auf den ersten Blick als systematisches Argument für die enge Sichtweise erscheinen.<sup>758</sup> Die ursprüngliche Verortung der Regelung im Rahmen

---

750 Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drs. 14/7515, Rn. 128.

751 RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8017, S. 102.

752 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 165 hält diese Implikation für „ganz offensichtlich“.

753 RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8017, S. 102.

754 Vgl. Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drs. 14/7515, Rn. 126, 128.

755 § 10 Abs. 1 Satz 3 bis 5 KAGG in der bis 31.12.2003 geltenden Fassung.

756 § 9 Abs. 1 Satz 2 und 3 KAGG in der bis 31.12.2003 geltenden Fassung.

757 Vgl. RegE AIFM-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 17/12294, S. 235.

758 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 165 (Stimmpflicht in Satz 3 des § 32 Abs. 1 InvG wäre „Fremdkörper“).

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

des Sorgfaltssstandards statt im Rahmen der Verfügungsbefugnis spricht aber eigentlich eher umgekehrt für die weite Sichtweise. Dass hinter der Verschiebung im Rahmen des InvG eine bewusste gesetzgeberische Entscheidung zur inhaltlichen Neuregelung stand, liegt nicht auf der Hand. Jedenfalls wurde sie nicht gesondert begründet.<sup>759</sup>

Ein weiteres systematisches Argument für die weite Sichtweise folgt, auch bei Zugrundelegung der heutigen Fassung des Gesetzes, aus § 201 Nr. 2 Teilsatz 1 KAGB. Hiernach müssen die von einer OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft abgeschlossenen Wertpapierdarlehensverträge den Darlehensnehmer im Grundsatz zur rechtzeitigen Rückgewähr verliehener Aktien verpflichten, sodass die Kapitalverwaltungsgesellschaft die verbrieften Rechte selbst ausüben kann. Über den Hauptversammlungstermin verliehen werden dürfen Aktien nur, wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Ausübung der Stimmrechte bevollmächtigt wird und sie diese auch tatsächlich ausüben kann (§ 201 Nr. 2 Teilsatz 3 KAGB).<sup>760</sup> Die Vorschrift ist nicht unionsrechtlich determiniert und geht auf das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz zurück (damals als § 9c KAGG).<sup>761</sup> Der Regierungsentwurf verwies zur Begründung ausdrücklich auf die „Pflichten aus § 10 Abs. 1 Satz 2 bis 4 [KAGG] anlässlich von Hauptversammlungen“.<sup>762</sup> Satz 2

---

759 RegE Investmentmodernisierungsgesetz, BT-Drs. 15/1553, S. 85 („Die Sätze 1 und 2 entsprechen der Regelung des § 9 Abs. 1 Satz 2 und 3 KAGG. Die Sätze 3 bis 5 entsprechen der Regelung des § 10 Abs. 1 Satz 3 bis 5 KAGG.“).

760 § 202 KAGB erlaubt ferner ein Abweichen von den Vorschriften der §§ 200, 201 KAGB, wenn die Darlehen über ein in den Anlagebedingungen genanntes organisiertes Wertpapierdarlehenssystem erfolgen, dessen Bedingungen die Wahrung der Interessen der Anleger gewährleisten. Es erscheint allerdings fraglich, ob im Wege dieser Ausnahme auch von § 201 Nr. 2 KAGB abgewichen kann, da nicht klar ist, wie die Interessen der Anleger hier auf andere Weise als durch rechtzeitige Rückgewähr oder Rückvollmacht gewahrt werden könnten. Dies gilt unabhängig davon, ob man mit Blick auf § 94 Satz 3 KAGB der engen oder weiten Sichtweise folgt.

761 BGBl. I 1994, S. 1749; zweiter Teilsatz ergänzt durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz (BGBl. I 1998, S. 529), dritter Teilsatz ergänzt durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz. In die nachfolgenden Gesetze wurde die Vorschrift ohne inhaltliche Änderung übernommen; vgl. RegE Investmentmodernisierungsgesetz, BT-Drs. 15/1553, S. 95; RegE AIFM-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 17/12294, S. 262.

762 RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 81. Siehe ferner die Begründung in RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8017, S. 101 („Die Rückübertragung der als Wertpapier-Darlehen erhaltenen Aktien an die Kapitalanlagegesellschaft vor der Hauptversammlung ist vorgeschrieben, um die Wahrnehmung der mit den Aktien verbundenen Stimmrechte durch die Kapitalanlagegesellschaft zu sichern.“).

enthielt die heute nicht mehr ausdrücklich kodifizierte Pflicht zur Wahrung der Interessen der Anleger bei der Ausübung der Stimmrechte. Die Sätze 3 und 4 entsprachen dem heutigen § 94 Satz 3 und 4 KAGB. Dies spricht erneut eher dafür als dagegen, dass § 94 Satz 3 KAGB und seine Vorläufer auch eine Aussage zum „Ob“ der Stimmrechtsausübung treffen. Ginge es nur um die Pflicht zur Selbstausübung, bestünde keine dringende Notwendigkeit, per Gesetz auf die Vereinbarung einer Rückerstattungspflicht in den Darlehensverträgen zu bestehen. Vielmehr hätte es dann möglicherweise näher gelegen, die vertragliche Regelung vorzuschreiben, dass der Entleiher die Stimmrechte nicht oder nur nach Weisung der Kapitalverwaltungsgesellschaft ausüben darf.

Im Ergebnis dürften die besseren Argumente also für eine Auslegung des § 94 Satz 3 KAGB als eingeschränkte Stimmpflicht sprechen. Die überwiegend akademische Natur der Fragestellung sollte freilich nicht übersehen werden: Ohne eindeutige Positionierung der Gerichte oder der Aufsicht könnten Kapitalverwaltungsgesellschaften zu ihren Gunsten die entgegengesetzte Position einnehmen, dass die Regelung nur die Modalitäten der Stimmrechtsausübung betrifft. Und selbst wenn man davon ausgeht, dass die Stimmrechte im Regelfall ausgeübt werden sollen, bleibt die Frage, wie streng oder weniger streng die Rechtfertigungsanforderungen für ein Abweichen von der Regel ausfallen.

Über die konkrete Aufsichtspraxis der BaFin ist im vorliegenden Zusammenhang nur wenig bekannt. Grundsätzlich kann die BaFin sämtliche kapitalanlagerechtlichen Vorgaben durch förmliche Maßnahmen auf präventiver verwaltungsrechtlicher Grundlage durchsetzen (§ 5 Abs. 6 KAGB). Vorsätzliche und fahrlässige Verstöße im Zusammenhang mit der Aufstellung und Zugänglichmachung der Stimmrechtsstrategie (§ 27 KAGB i.V.m. § 3 KAVerOV) können theoretisch auch mit einem umsatzabhängigen Bußgeld sanktioniert werden (§ 340 Abs. 2 Nr. 6, Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 KAGB). Sämtliche Maßnahmen zur Durchsetzung des § 27 KAGB sind dabei öffentlich bekanntzumachen (§ 341a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 KAGB). Für Verstöße gegen § 94 KAGB ist hingegen keine repressive Sanktion vorgesehen und etwaige verwaltungsrechtliche Maßnahmen mit präventiver Zielrichtung unterliegen keinen Bekanntmachungsvorschriften.

Allgemein scheint die BaFin im Bereich des Kapitalanlagerechts förmliche Maßnahmen nur mit großer Zurückhaltung zu treffen: Laut den von der ESMA veröffentlichten Statistiken wurde in Deutschland zwischen 2016 und 2020 kein einziges Bußgeld zur Durchsetzung von Vorschriften

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

der OGAW-Richtlinie verhängt<sup>763</sup> und an förmlichen Aufsichtsmaßnahmen nur ein einziges Auskunfts- und Informationsverlangen erlassen.<sup>764</sup> Das Ausbleiben förmlicher Durchsetzungsmaßnahmen schließt selbstverständlich nicht aus, dass die BaFin möglicherweise vor allem auf informellem Wege zu einer Durchsetzung der oben besprochenen Vorgaben beiträgt. Soweit ersichtlich, liegen aber kaum öffentliche Stellungnahmen der Wertpapieraufsicht zu besonderen, über die knappen europäischen Vorgaben hinausgehenden Erwartungen an das Stewardship-Verhalten von Kapitalverwaltungsgesellschaften vor. Vielmehr geht die Aufsicht offenbar davon aus, dass die derzeitigen rechtlichen Vorgaben nicht weiter konkretisierungsbedürftig sind: Unter der Vorgängernorm des § 27 KAGB (§ 9 InvG a.F.) hatte die BaFin die Wohlverhaltensregeln des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) zur Konkretisierung kapitalanlagerechtlicher Wohlverhaltensregeln herangezogen;<sup>765</sup> diese Position wurde 2014 per Auslegungsentscheidung explizit aufgegeben, mit der Begründung, dass die Pflichten der Verwalter in den europäischen Level 2-Texten nunmehr ausreichend konkretisiert seien.<sup>766</sup>

Zu beachten ist schließlich, dass § 94 KAGB ausschließlich für Investmentfonds in der Form eines Sondervermögens gilt. Eine entsprechende Anwendung der Sätze 3 bis 5 auf rechtlich selbständige Investmentgesellschaften, so naheliegend sie erscheinen mag, hat der Gesetzgeber eindeutig nicht vorgesehen: Die Verweisenormen in §§ 108 Abs. 4, 124 Abs. 2, 140 Abs. 3 Satz 1 und 149 Abs. 2 Satz 1 KAGB erklären ausdrücklich bestimmte

---

763 Vgl. ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2016 and 2017 (4.4.2019), ESMA34-45-651, S. 6; ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2018 (12.12.2019), ESMA34-45-756, S. 6; ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2019 (12.11.2020), ESMA34-45-934, S. 6; ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2020, ESMA34-45-1269, S. 6. Unter der AIFM-Richtlinie wurden in den Jahren 2018 und 2019 ebenfalls keine Maßnahmen getroffen, ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the AIFMD Directive in 2018–2019 (12.11.2020), ESMA34-32-548, S. 6; im Jahr 2020 zwei sonstige Maßnahmen und ebenfalls keine Sanktionen, ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the AIFMD in 2020, ESMA34-32-865, S. 6.

764 ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2020, ESMA34-45-1269, S. 13 (Maßnahme nach Art. 98 Abs. 2 lit. a, b OGAW-Richtlinie).

765 Siehe zur Stimmrechtsausübung BVI, Wohlverhaltensregeln (2019), Ziff. V.5.

766 BaFin, Schreiben v. 19.3.2014 betr. Aufheben des Schreibens v. 20.1.2010 zur Anwendung der BVI-Wohlverhaltensregeln (Gz. WA 41-Wp 2136-2008/0009), Gz. WA 41-Wp 2100-2024/0001.

benachbarte Vorschriften für entsprechend anwendbar, nicht aber § 94 KAGB.<sup>767</sup> Jedenfalls Satz 3 der Vorschrift gilt wie erläutert ferner nur für die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien deutscher Emittenten.<sup>768</sup> Entsprechend dürfte auch der gegenständliche Anwendungsbereich des korrespondierenden § 201 Nr. 2 KAGB auf Darlehen solcher Aktien beschränkt sein (teleologische Reduktion).<sup>769</sup> Jenseits des Anwendungsbereichs des § 94 KAGB verbleibt es bei den im vorigen Unterabschnitt skizzierten allgemeinen Grundsätzen.<sup>770</sup>

## II. Aktienrechtliche Stewardship-Transparenz

Die ARRL II und das ARUG II haben jüngst auch das europäische und deutsche Gesellschaftsrecht um Vorschriften zum Thema Stewardship bereichert. Nach kurzen Erläuterungen zu den europäischen Hintergründen (1) werden nachfolgend der Anwendungsbereich (2) und Inhalt der in § 134b AktG (3) und § 134c AktG geregelten Transparenzpflichten (4) dargestellt.<sup>771</sup> In § 134b AktG geht es primär um die Stewardship-Strategie der jeweiligen Akteure und ihre praktische Umsetzung, während § 134c AktG den Anlagehorizont institutioneller Anleger und das Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern in den Blick nimmt. Abschließend wird das gesetzgeberische Konzept zur hoheitlichen Durchsetzung der Vorschriften analysiert (5).

### 1. Europäischer Hintergrund

Die Europäische Kommission hatte sich schon zu Beginn des Jahrtausends im Rahmen ihres Aktionsplans zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und der Verbesserung der Corporate Governance in der EU für eine

---

767 So auch AWZ/Stabenow, § 27 KAGB Rn. 41.

768 Zum umstrittenen internationalen Anwendungsbereich der Sätze 4 und 5 siehe AWZ/Zetsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 3.

769 AWZ/München/Czok/Wagner, § 201 KAGB Rn. 13; Baur/Tappen/Loff, § 201 KAGB Rn. 6.

770 Vgl. AWZ/Zetsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 7.

771 Nicht näher betrachtet werden vorliegend die Offenlegungspflichten der Stimmrechtsberater nach § 134d AktG. Teile der folgenden Diskussion, namentlich diejenigen zum Durchsetzungskonzept, dürften aber auch auf diese Vorschrift übertragbar sein.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

Verbesserung der Transparenz der Anlagestrategie und des Abstimmungsverhaltens institutioneller Anleger ausgesprochen, aber in den folgenden Jahren keine konkreten Maßnahmen zur Umsetzung dieses Ziels ergriffen.<sup>772</sup> Nach der Finanzkrise setzte die Kommission das Thema im Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ erneut auf die Agenda<sup>773</sup> und ließ ihrer Ankündigung im Rahmen der Revision der ARRL später auch Taten folgen.

Diese Regelungsbemühungen mündeten in den Art. 3g, 3h ARRL, die im Grundsatz zusätzlich zu etwaigen Anforderungen nach dem sektoralen Aufsichtsrecht anzuwenden sind (Art. 1 Abs. 7 Satz 2 ARRL).<sup>774</sup> Ausgangspunkt der Stewardship-Vorschriften der ARRL II ist die Hypothese, dass institutionelle Investoren oft nicht hinreichend in der Corporate Governance von Publikumsgesellschaften mitwirkten, und wenn, dann häufig nur um kurzfristige Gewinne zu erzielen (ErwG 15 Satz 2 ARRL II). Eine solche Mitwirkung könnte aber grundsätzlich sowohl zur langfristigen finanziellen Performance der Gesellschaften beitragen als auch zur Ausrichtung ihrer Geschäftstätigkeiten an ESG-Faktoren (ErwG 14 Satz 2 ARRL II). Der deutsche Gesetzgeber hat die einschlägigen Richtlinienvorgaben in den §§ 134a ff. AktG weitestgehend eins zu eins umgesetzt, unter bewusster Weitergabe vieler Unklarheiten und Auslegungsspielräume an die betroffenen Akteure.<sup>775</sup> Zahlreiche Details zu Inhalt und Reichweite der §§ 134a ff. AktG sind daher bislang noch nicht abschließend geklärt.

Entsprechend der Kapitelüberschrift in der Richtlinie<sup>776</sup> und im Einklang mit den einschlägigen Erwägungsgründen<sup>777</sup> handelt es sich bei

---

772 KOM(2003) 284 endg., S. 15 f.; näher zu den frühen Plänen der Kommission etwa *Schmolke*, EBOR 7 (2006), 767, 773 ff. (auch im Vergleich zu den damaligen Entwicklungen in den USA); *Birkmose*, EBLR 2009, 717, 738 ff.

773 COM(2012) 740 final, S. 9; ausführlich zu den Hintergründen *Birkmose*, ECFR 2014, 214, 217 ff.

774 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 654; kritisch zur mangelnden Abstimmung im Detail *Brellochs*, ZHR 185 (2021), 319, 341 f.

775 So *Zetzsche*, AG 2020, 637, 639, der als Mitglied der Expertengruppe des BMJ (damals BMJV) an der Umsetzung der Vorschriften beteiligt war (a.a.O. Fn. 12). Auch in anderen Mitgliedstaaten wurden die Vorschriften überwiegend eins zu eins umgesetzt, vgl. *Katelouzou/Sergakis*, EBOR 22 (2021), 203, 220 ff.

776 Kapitel Ib ARRL ist überschrieben mit „Transparenz bei institutionellen Anlegern, bei Vermögensverwaltern und bei Stimmrechtsberatern“.

777 Siehe insbesondere ErwG 16 ARRL II („Institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern mangelt es oft an Transparenz bezüglich ihrer Anlagestrategien, ihrer Mitwirkungspolitik und deren Umsetzung. Die Offenlegung derartiger Informationen könnte sich positiv auf die Sensibilisierung der Anleger auswirken, Endbegünstigte wie künftige Rentner in die Lage versetzen, optimale An-

den aktienrechtlichen Stewardship-Vorschriften um reine Transparenzregeln. Durch die Offenlegung von Informationen zu ihren Stewardship-Aktivitäten sollen institutionelle Anleger zu einer aktiveren Mitwirkung in der Corporate Governance incentiviert werden.<sup>778</sup> Darüber hinaus lassen sich den Vorschriften keine materiellen Vorgaben für das tatsächliche Stewardship-Verhalten der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter und die Ausgestaltung etwaiger Vertragsverhältnisse zwischen ihnen entnehmen.<sup>779</sup> Solche Vorgaben können auch nicht auf Basis der Überlegung in die Vorschriften hineingelesen werden, dass es ohne entsprechende Verhaltenspflichten ggf. nichts zu berichten gäbe.<sup>780</sup> Vielmehr ist im Zweifel zu berichten und zu begründen, dass und weshalb keine Stewardship-Aktivitäten unternommen oder keine Vereinbarungen zu offenlegungspflichtigen Punkten getroffen wurden.

## 2. Anwendungsbereich (§ 134a AktG)

Der Anwendungsbereich der §§ 134a ff. AktG lässt sich nach drei Kriterien abgrenzen: nach dem Tätigkeitsprofil der Verpflichteten, nach ihrem Sitz und nach den relevanten Gesellschaften bzw. ihren Aktien.

Die Abgrenzung nach dem Tätigkeitsprofil regeln die Definitionsnormen des § 134a Abs. 1 AktG unter Verweis auf die einschlägigen aufsichtsrechtlichen Definitionen. Vom Begriff „institutioneller Anleger“ sind hier nach nur Lebenserstversicherer, Lebensrückversicherer und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (EbAV) erfasst (§ 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG). Nicht eingeschlossen hingegen sind Banken, die Aktien für eigene Rechnung halten, Versicherer außerhalb der Lebensversicherung sowie Staats-

---

lageentscheidungen zu treffen, den Dialog zwischen Gesellschaften und ihren Aktionären erleichtern, zur stärkeren Mitwirkung der Aktionäre führen und ihre Rechenschaftspflicht gegenüber Interessenträgern und der Zivilgesellschaft ausbauen.“).

778 Zu Sinn und Unsinn von Stewardship-Transparenz noch unten § 5 A.

779 BeckOGKAktG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 9; Grigoleit/Splinter, § 134a AktG Rn. 10.

780 So aber zur Richtlinie *Chiu/Katelouzou*, in: Shareholders' Duties (2017), S. 143 („[a]rguably the disclosure-based regulation compels that certain engagement conduct needs to be carried out in order for there to be sufficient matters to report“); ähnlich *Schoch*, Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern (2021), S. 361 ff.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

fonds, Family Offices und Stiftungsvermögen.<sup>781</sup> Auch die Vermögensverwalter werden terminologisch nicht ihrerseits als institutionelle Anleger begriffen, sondern als eigenständige Kategorie. Laut der Definition in § 134a Abs. 1 Nr. 2 AktG erfasst diese Kategorie Kapitalverwaltungsgesellschaften i.S.d. KAGB und Finanzportfolioverwalter i.S.d. KWG und WPIG.<sup>782</sup>

Nach teilweise vertretener Ansicht soll der Anwendungsbereich dem Zweck der Vorschriften nach auf die Vermögensverwaltung für institutionelle Anleger i.S.d. § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG begrenzt sein.<sup>783</sup> Von einer Ausklammerung jedenfalls der individuellen Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute geht auch die Gesetzesbegründung aus.<sup>784</sup> Im Wortlaut der Vorschriften und der Richtlinie findet diese Auffassung allerdings wenig Rückhalt: Im Gegenteil spricht Art. 1 Abs. 6 lit. b ARRL von Vermögensverwaltern, „soweit diese im Namen von Anlegern“ tätig werden. Hinsichtlich des relevanten Investitionsgegenstands („in solche Aktien“) nimmt die Definitionsnorm dabei ausdrücklich auf die Definition von institutionellen Anlegern im vorhergehenden Buchstaben Bezug. Bei einer Beschränkung des Anwendungsbereichs im genannten Sinn würde man daher eher die Formulierung „soweit diese im Namen von solchen Anlegern in solche Aktien investieren“ erwarten. Im Übrigen überzeugt auch das teleologische Argument, die ARRL II habe nur Interessenkonflikte zwischen Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern im Blick,<sup>785</sup> wenig. ErwG 16 Satz 2 ARRL II spricht allgemein von einer „Sensibilisierung der Anleger“ durch die Transparenz der Mitwirkungspolitik. Auch hängt der Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Anleger und Vermögensverwalter nicht entscheidend davon ab, ob der Anleger ein institutioneller ist oder nicht.

---

781 Vgl. Freitag, AG 2014, 647, 650; Baums, ZHR 183 (2019), 605, 607; Brelochs, ZHR 185 (2021), 319, 334; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 20; Grigolet/Splinter, § 134a AktG Rn. 23; mit rechtspolitischer Kritik Inci, Shareholder Engagement (2018), S. 150 f.

782 Zu Einzelfragen der Reichweite des KAGB-Verweises Ruppel, ZGR 2022, 219, 221 ff.

783 Zetzsche, AG 2020, 637, 640.

784 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 100: Insoweit stünde das „individuelle Vertragsverhältnis“ im Vordergrund; zustimmend BeckOGKAktG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 26; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134a AktG Rn. 33. Dieses Argument leuchtet nicht ein: Gerade das Verhältnis zwischen Privatanleger und Kreditinstitut dürfte praktisch oft weniger individuelle Prägung aufweisen als die Abreden zwischen Kreditinstitut und institutionellen Kunden.

785 Zetzsche, AG 2020, 637, 640.

Territorial ist der Anwendungsbereich auf solche institutionellen Anleger und Vermögensverwalter begrenzt, die im Inland zugelassen sind (§ 134a Abs. 2 lit. a, b AktG i.V.m. Art. 1 Abs. 2 Uabs. 2 lit. a ARRL).<sup>786</sup> Im Fall von Investmentvermögen soll es dabei nach der Gesetzesbegründung genügen, dass entweder der Fonds oder die Verwaltungsgesellschaft im Inland zugelassen ist.<sup>787</sup> Soweit institutionelle Anleger und Vermögensverwalter auch der Umsetzung der Art. 3g, 3h ARRL in anderen Mitgliedstaaten unterliegen, genügen sie nach der Vorstellung des Gesetzgebers mit der Befolgung der dort geltenden Vorschriften grundsätzlich auch den §§ 134a ff. AktG.<sup>788</sup> Durch diesen ungeschriebenen Gleichwertigkeitsmechanismus will der Gesetzgeber die einheitliche Erfüllung der auf Unionsebene unzureichend konkretisierten Berichtspflichten im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr ermöglichen.<sup>789</sup>

Der Anwendungsbereich der §§ 134a ff. AktG ist weiterhin auf Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften beschränkt. Auf die Beteiligungsquote kommt es dabei nicht an.<sup>790</sup> Umstritten ist, ob die Vorschriften nur mit Blick auf Aktien von Gesellschaften mit Sitz in der EU (bzw. im EWR) gelten und ob eine Notierung gerade an EU-Börsen erforderlich ist. Die Regierungsbegründung sprach sich für die Verneinung beider Fragen aus, freilich ohne dies konkret im Gesetz zu regeln.<sup>791</sup> Der Wortlaut des Richtlinientexts, auf den § 134a Abs. 2 AktG verweist, spricht dafür, dass jedenfalls eine EU-Börsennotierung erforderlich ist. In Art. 1 Abs. 6 lit. a ARRL ist von Gesellschaften die Rede, deren Aktien zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Wegen der Definition des geregelten Marktes verweist Art. 2 lit. a ARRL auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II. Geregelter Märkte im Sinn dieser Vorschrift sind aber nur die in der EU

---

786 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; Zetsche, AG 2020, 637, 641.

787 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; für Abstellen allein auf den Herkunftsstaat des Verwalters – jedenfalls wenn dieser in der EU belegen ist – aber Brellochs, ZHR 185 (2021), 319, 332; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 36; Grigoleit/Splinter, § 134a AktG Rn. 20.

788 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 100.

789 Zetsche, AG 2020, 637, 639, 643.

790 Zetsche, AG 2020, 637, 641.

791 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; siehe auch Paschos/Goslar, AG 2018, 857, 872; Tröger, ZGR 2019, 126, 141 f.; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 34; Bürgers/Körber/Lieder/Holzborn, § 134a AktG Rn. 5; Grigoleit/Splinter, § 134a AktG Rn. 15; Henssler/Strohn/Liebscher, § 134a AktG Rn. 5; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134a AktG Rn. 28.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

zugelassenen Börsen.<sup>792</sup> Dies kommt beispielsweise in der Systematik der Handelspflichten für börsennotierte Aktien in Art. 23 Abs. 1 MiFIR zum Ausdruck: Diese Pflichten können Wertpapierfirmen durch den Handel an geregelten Märkten, im Rahmen von multilateralen Handelssystemen, über einen systematischen Internalisierer *oder* durch den Handel an gleichwertigen Drittlandhandelsplätzen erfüllen. Soweit die Vorschriften der ARRL an anderer Stelle ausdrücklich auf in Mitgliedstaaten belegene oder betriebene geregelte Märkte Bezug nehmen (vgl. Art. 1 Abs. 5 und Abs. 6 lit. c ARRL),<sup>793</sup> sind diese Einschränkungen als deklaratorisch anzusehen und nötigen nicht zwangsläufig zum Umkehrschluss. Die Verortung der Regelungen im Gesellschaftsrecht – so diskussionswürdig sie rechtspolitisch sein mag<sup>794</sup> – spricht zudem unter systematischen Gesichtspunkten für eine Beschränkung auf Gesellschaften mit Sitz in der EU. Das kumulative Erfordernis „EU-Sitz plus EU-Börsennotierung“ kommt nicht zuletzt prominent in Art. 1 Abs. 1 Satz 1 ARRL zum Ausdruck.<sup>795</sup>

### 3. Stewardship-Transparenz (§ 134b AktG)

Die Berichtspflicht nach § 134b AktG ist von vornherein nur eine Comply-or-Explain-Pflicht (Abs. 4). Laut der Gesetzesbegründung kann ein Absehen von der Erfüllung der Vorgaben insbesondere für institutionelle Anleger sinnvoll sein, die ihre Stewardship-Aktivitäten an einen Vermögensverwalter delegiert haben: Sie hätten jenseits des Umstands der Delegation nichts Nennenswertes zu berichten.<sup>796</sup> Die zulässigen Begründungen sind aber nicht auf Fälle der Zwecklosigkeit der Berichtspflicht beschränkt: Das Gesetz stellt keine besonderen Anforderungen an den Opt-Out und erlaubt z.B. auch ein Absehen aus Kostengründen.<sup>797</sup>

---

792 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 641; *Mülbert*, AG 2021, 53, 56 f.; *Ruppel*, ZGR 2022, 219, 232 f.

793 Mit Verweis hierauf RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; *Grigoleit/Splinter*, § 134a AktG Rn. 15; *Hirte/Heidel/Kell*, ARRL II Rn. 32.

794 Unten § 5 A.II.3.

795 So auch *Zetzsche*, AG 2020, 637, 642 (wenngleich zweifelnd wegen der fehlenden Inbezugnahme des Sitzerfordernisses in Art. 1 Abs. 6 ARRL); mit Hinweis auf Art. 1 Abs. 1 ARRL auch *Brellochs*, ZHR 185 (2021), 319, 333.

796 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 102.

797 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 646; zustimmend *Gröntgen* (2020), Operativer shareholder activism, S. 177; mit Verständnis als „echtes“ Comply-or-Explain auch *Tröger*, ZGR 2019, 126, 143; *Koch*, BKR 2020, 1, 4; *Bürkle*, VersR 2021, 1, 7; zum Richtlinienentwurf *Inci*, Shareholder Engagement (2018), S. 204 f.

Soweit sich die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter für die „Comply“-Route entscheiden, haben sie auf ihrer Internetseite zunächst eine Beschreibung ihrer Mitwirkungspolitik zu veröffentlichen (§ 134 Abs. 1 AktG), die auf die Überwachung der Portfoliogesellschaften (Nr. 2), die Ausübung förmlicher Aktionärsrechte (Nr. 1), engagements (Nr. 3), die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären (Nr. 4) und den Umgang mit Interessenkonflikten (Nr. 5) eingeht. Neben der abstrakten Erläuterung der Mitwirkungspolitik schreibt § 134b Abs. 2 AktG einen jährlichen Bericht über ihre Umsetzung mit „Erläuterungen allgemeiner Art“ vor. Details zu Form, Art und Umfang der jeweiligen Ausführungen regelt das Gesetz nicht, auch die Gesetzesbegründung beschränkt sich weitestgehend auf eine Wiedergabe der in § 134b Abs. 1 AktG umgesetzten Vorgaben des Art. 3g Abs. 1 lit. a ARRL.<sup>798</sup> Mit Blick auf die Common Ownership-Problematik findet sich in den Gesetzesmaterialien der Hinweis, dass insoweit auf eine „übereilte Regelung“ verzichtet wurde.<sup>799</sup> Indirekte Horizontalverflechtungen dürften hiernach nicht per se als berichtspflichtiger Interessenkonflikt i.S.d. § 134b Abs. 1 Nr. 5 AktG anzusehen sein.<sup>800</sup> Im Übrigen bleibt die Konkretisierung weitestgehend der Praxis überlassen.<sup>801</sup>

Die vielleicht interessanteste, weil konkrete Vorgänge betreffende Offenlegungsvorgabe findet sich in § 134b Abs. 3 AktG: Hiernach haben institutionelle Anleger und Vermögensverwalter ihr Abstimmungsverhalten zu veröffentlichen, mit Ausnahme von Stimmabgaben, die wegen des Gegegenstands der Abstimmung oder des Umfangs der Beteiligung „unbedeutend“ waren. Nach der Gesetzesbegründung ist es in erster Linie Sache der Berichtspflichtigen selbst, die „Bedeutung“ der Stimmrechtsgaben zu beurteilen: Diese seien „am besten berufen [...], in ihrem Geschäftsfeld das Wichtige vom Unwichtigen zu trennen.“<sup>802</sup> Ihnen dürfte hierbei ein weiterer Spielraum zustehen, der nur eingeschränkt der gerichtlichen Kon-

---

798 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101 f.

799 Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, Beschlussempfehlung und Bericht zum ARUG II-Entwurf, BT-Drs. 19/15153, S. 52.

800 Zetsche, AG 2020, 637, 645; BeckOGAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 19; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134b AktG Rn. 16; weitergehend aber Florstedt, ZIP 2019, 1693, 1697 („Konfliktlage auf Seiten der Common Owner [...] ohne weiteres subsumierbar“).

801 Kritisch zur mangelnden Konkretisierung etwa Gröntgen, Operativer shareholder activism (2020), S. 177, 184; zum Richtlinienentwurf Faure, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 215 ff.

802 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101 f.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

trolle unterliegt.<sup>803</sup> Als Beispiel für Stimmabgaben, die wegen der Art des Abstimmungsgegenstands als unbedeutend anzusehen sind, verwies die Gesetzesbegründung auf verfahrensrechtliche Angelegenheiten.<sup>804</sup> Für die Bedeutungslosigkeit wegen des „Umfangs der Beteiligung“ soll es nach ErwG 18 Satz 3 ARRL II auf die relative Bedeutung der Beteiligung im Portfolio des institutionellen Anlegers oder Vermögensverwalters ankommen. Als Richtschnur für eine Grenze, unterhalb derer es vertretbar sein soll, Stimmabgaben generell nicht zu veröffentlichen, wird in der Literatur 1 % des Portfoliowerts genannt.<sup>805</sup>

### 4. Verhältnis von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern (§ 134c AktG)

§ 134c Abs. 1 AktG regelt zunächst eine für Zwecke der vorliegenden Untersuchung nicht näher interessierende Berichtspflicht institutioneller Anleger über die Ausrichtung ihrer Anlagestrategie an dem Profil und der Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten. Ein Comply-or-Explain-Mechanismus ist insoweit nicht vorgesehen, allerdings steht die genaue Darstellung auch hier im Ermessen der Verpflichteten.<sup>806</sup> Auch diese Angaben erfolgen per Interneterklärung (§ 134c Abs. 3 AktG). Versicherungsunternehmen können stattdessen für eine Offenlegung in ihrem Solvabilitäts- und Finanzbericht optieren (§ 40 Abs. 2 Satz 4 und 5 VAG).

§ 134c Abs. 2 Satz 1 AktG regelt eine Berichtspflicht der institutionellen Anleger über die Vereinbarungen mit für sie handelnden Vermögensverwaltern. Hiervon erfasst sind jedenfalls Konstellationen individueller Finanzportfolioverwaltung.<sup>807</sup> Nicht abschließend geklärt ist, unter welchen Umständen auch bei Beteiligung institutioneller Anleger an kollektiven Vehikeln ein Handeln des Verwalters für den Anleger vorliegt. Die Gesetzesbegründung sprach sich für eine Erfassung „sämtliche[r] Verwaltungs-

---

803 Koch, BKR 2020, 1, 5; BeckOGAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 29; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134b AktG Rn. 15; für restriktive Auslegung allerdings Grigolet/Splinter, § 134b AktG Rn. 17; Hessler/Strohn/Liebscher, § 134b AktG Rn. 9.

804 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101. Zu weit dürfte es gehen, selbst Abschlussprüferwahlen und Entlastungsbeschlüsse als regelmäßig wegen der Art des Abstimmungsgegenstands unbedeutend einzuordnen; dafür aber Brelochs, ZHR 185 (2021), 319, 344; BeckOGAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 30.

805 Zetsche, AG 2020, 637, 646.

806 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 103.

807 Zetsche, AG 2020, 637, 648.

formen“ aus.<sup>808</sup> Einschränkend wird es bei kollektiven Verwaltungen aber entscheidend darauf ankommen müssen, ob nach den konkreten Verhältnissen im Einzelfall damit zu rechnen ist, dass der Vermögensverwalter die Interessen eines bestimmten Anlegers oder einer bestimmten Anlegergruppe in besonderer Weise bei der Verwaltung berücksichtigt.<sup>809</sup> Die Offenlegungspflicht erstreckt sich unter anderem auch auf Angaben zur Mitwirkung des Vermögensverwalters in den Portfoliogesellschaften einschließlich Fragen der Wertpapierleihe (§ 134c Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 AktG). Falls zu offenlegungspflichtigen Punkten keine Vereinbarung getroffen wurde, ist dies zu erklären und zu begründen (§ 134c Abs. 2 Satz 3 AktG). Die Veröffentlichung kann auch per Interneterklärung des Vermögensverwalters erfolgen, für den institutionellen Anleger genügt dann der Verweis auf diese Erklärung (§ 134c Abs. 3 Satz 2 AktG).

§ 134c Abs. 4 Satz 1 AktG verpflichtet die Vermögensverwalter zudem, den institutionellen Anlegern jährlich über die Umsetzung der Vereinbarung zu berichten. Anstelle des individuellen, nicht offenlegungspflichtigen Berichts kann auch eine Veröffentlichung durch den Vermögensverwalter erfolgen (§ 134c Abs. 4 Satz 2 AktG). Soweit kollektive Anlagevehikel unter Abs. 2 fallen und es sich dabei um Publikumsinvestmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 6 Satz 2 KAGB handelt, ist die Veröffentlichung verpflichtend, und zwar entweder im Jahresbericht oder per dortigem Verweis auf die Interneterklärung (§ 101 Abs. 2 Nr. 5 KAGB).<sup>810</sup> Soweit die Mitwirkungspolitik betroffen ist, gehen die entsprechenden Angabepflichten allerdings nicht über diejenigen des § 134b Abs. 2 AktG hinaus.<sup>811</sup>

## 5. Hoheitliche Durchsetzung

Inwieweit Verstöße gegen die §§ 134a ff. AktG Schadensersatzansprüche zugunsten der Endanleger begründen können, soll hier nicht vertieft wer-

---

808 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 103; siehe auch BeckOGKAktG/Rieckers, § 134c AktG Rn. 16; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134c AktG Rn. 7.

809 Vgl. Zetzsche, AG 2020, 637, 649, der insoweit vertritt, dass mindestens eine 5 %-ige Beteiligung am Investmentvermögen nötig sei, nach den Umständen des Einzelfalls ggf. aber auch mehr; gegen diese verengende Handhabung allerdings Ruppel, ZGR 2022, 219, 248 f.

810 Zetzsche, AG 2020, 637, 651.

811 Zetzsche, AG 2020, 637, 649.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

den.<sup>812</sup> Spätestens Kausalitäts- und Schadensnachweis dürften in der Praxis kaum überwindbare Probleme bereiten, auch dürften die mit der Rechtsverfolgung verbundenen Kosten und Risiken für den einzelnen Anleger oftmals den erwarteten Nutzen übersteigen.<sup>813</sup> Es ist daher kaum damit zu rechnen, dass die private Rechtsdurchsetzung im Bereich der §§ 134a ff. AktG nennenswerte praktische Bedeutung erlangen wird.<sup>814</sup> Umso interessanter sind vor diesem Hintergrund aber die Regelungen zur hoheitlichen Durchsetzung der Vorschriften.<sup>815</sup>

Das Aktiengesetz enthält insoweit nur einen recht eng umgrenzten Bußgeldtatbestand. Nach § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG handelt ordnungswidrig, wer eine Information nach §§ 134b, 134c AktG „nicht oder nicht mindestens drei Jahre zugänglich macht“. Das maximale Bußgeld von 25.000 EUR (§ 405 Abs. 4 AktG) fällt dabei in Zeiten „drakonischer“<sup>816</sup> umsatzabhängiger Sanktionsdrohungen im Kapitalmarktrecht<sup>817</sup> eher moderat aus.<sup>818</sup> Darüber hinaus sind auch die Tatbestandsvoraussetzungen sehr restriktiv gefasst: Dem Wortlaut nach erstreckt sich die Bußgeldandrohung nur auf das „Ob“ („nicht oder nicht mindestens drei Jahre“), nicht aber auch auf das „Wie“ der Berichterstattung.<sup>819</sup> Im letzteren Fall formuliert das Gesetz, einschließlich in anderen durch das ARUG II eingefügten Nummern des § 405 Abs. 2a AktG, üblicherweise anders („nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig“). Selbst wenn man bereit wäre, trotz dieser Bedenken zumindest wesentliche Falschinforma-

---

812 Dazu etwa BeckOGKAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 42 (vertragsrechtliche Haftung nach „§ 280 Abs. 1 BGB grundsätzlich denkbar“, aber Schutzgesetzeigenschaft i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zweifelhaft).

813 Vgl. Freitag, AG 2014, 647, 653 f.; Baums, ZHR 183 (2019), 605, 610; Tröger, ZGR 2019, 126, 149; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 42; Grigolet/Splinter, § 134b Rn. 20; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134b Rn. 24.

814 Prägnant Koch, BKR 2020, 1, 3 („Frage nach einer zivilrechtlichen Haftung mag zwar den Theoretiker faszinieren, wird aber für die Praxis keinerlei Relevanz haben“). Zur begrenzten Rolle des Abschlussprüfers Baums, ZHR 183 (2019), 605, 610 ff.; Bürkle, VersR 2021, 1, 10.

815 Ausführlicher zur Bedeutung hoheitlicher Durchsetzungsmechanismen im Rahmen von Transparenzvorschriften noch unten § 5 A.I.2, § 5 A.II.3 und mit Blick auf die Verhaltenspflichten § 5 B.I.

816 von Buttlar, BB 2014, 451, 454; Seibt, DB 2015, M5; Wafsmser, ZWH 2018, 233, 236.

817 Beispielhaft §§ 120 Abs. 17 bis 22a WpHG, 340 Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 bis 2a KAGB.

818 Dahmen, GWR 2019, 117, 118; Koch, BKR 2020, 1, 3.

819 Koch, BKR 2020, 1, 3; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 41; Bürgers/Körber/Lieder/Holzborn, § 134b AktG Rn. 6; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134b AktG Rn. 23.

tionen oder Unvollständigkeiten als Nicht-Zugänglichmachung der richtigen, vollständigen Information unter die Vorschrift zu subsumieren,<sup>820</sup> bliebe der Tatbestand auf vorsätzliche Verstöße beschränkt.<sup>821</sup> Nach dem Grundsatz des § 10 OWiG kann fahrlässiges Handeln nur als Ordnungswidrigkeit geahndet werden, wenn sich die gesetzliche Bußgeldandrohung ausdrücklich auf solches Handeln erstreckt. Anders als in modernen kapitalmarktrechtlichen Bußgeldvorschriften üblich<sup>822</sup> wird die fahrlässige oder zumindest leichtfertige Begehung in § 405 Abs. 2a AktG aber nicht erwähnt.

Die Zuständigkeit für die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten nach § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG vertraute das ARUG II zunächst dem Bundesamt für Justiz (BfJ) an (§ 405 Abs. 5 Nr. 2 AktG in der Fassung des ARUG II). Das BfJ sollte hier nach der gesetzlichen Konzeption als reine Verfolgungsbehörde operieren: Verwaltungsrechtliche Befugnisse zur Durchsetzung der aktienrechtlichen Bestimmungen in seinem Zuständigkeitsbereich hat die Behörde nicht.<sup>823</sup> Mit dem Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) hat der Gesetzgeber die Zuständigkeitsregelung in § 405 Abs. 5 AktG geändert. Die BaFin ist hiernach weiterhin für die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten im Zusammenhang mit der Publizität von Related Party Transactions (§ 405 Abs. 2a Nr. 6 AktG) zuständig sowie für die prüfungsbezogenen Ordnungswidrigkeiten (§ 405 Abs. 3b und 3c AktG) bei Banken und Versicherungen (§ 405 Abs. 5 Nr. 1 AktG). Die Zuständigkeit des BfJ hingegen beschränkt sich nunmehr wie bereits vor dem ARUG II auf die prüfungsbezogenen Ordnungswidrigkeiten (§ 405

---

820 Zetsche, AG 2020, 637, 657.

821 Vgl. BeckOGKAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 41; entgegen Illner/Hoffmann, ZWH 2019, 81, 86, 89, die ohne nähere Begründung davon ausgehen, § 405 Abs. 2a AktG greife schon bei leichter Fahrlässigkeit. Nicht vertieft sei hier die Problematik, inwieweit sich der Vorsatz bei Tatbeständen der in Rede stehenden Art auch auf den Inhalt der Offenlegungspflicht beziehen muss; dazu speziell unter dem Blickwinkel des Kapitalmarktrechts etwa Dinter/David, ZIP 2017, 893. Ferner könnte sich im Einzelfall die Frage stellen, inwieweit angesichts der unklaren und weder durch Aufsichtspraxis und Rechtsprechung konkretisierten Rechtslage zumindest bei Einholung vorherigen Rechtsrats ein Verbotsirrtum in Betracht kommt; allgemein dazu etwa Busch, wistra 2020, 184.

822 Beispielhaft §§ 120 Abs. 2 bis 8 WpHG, 340 Abs. 2 bis 6f KAGB.

823 Vgl. auch § 2 Abs. 1 BfJG („Das Bundesamt nimmt Aufgaben des Bundes auf den Gebieten des Registerwesens, des internationalen Rechtsverkehrs, der Verfolgung und Ahndung von Ordnungswidrigkeiten und der allgemeinen Justizverwaltung wahr, die ihm durch dieses Gesetz oder andere Bundesgesetze oder auf Grund dieser Gesetze zugewiesen werden.“).

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

Abs. 3b und 3c AktG) bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften exklusive Banken und Versicherungen. Die Gesetzesbegründung führt aus, dass mit dieser Änderung ein Redaktionsversehen aus dem ARUG II berichtigt werden soll.<sup>824</sup> Dieses Redaktionsversehen bestand offenbar darin, dass bei der Formulierung des ARUG II die Vorschrift des § 405 Abs. 5 AktG in der durch das Abschlussprüferreformgesetz (AReG) geänderten Fassung fälschlich dahingehend verstanden wurde, dass das BfJ vor dem ARUG II grundsätzlich für alle Tatbestände des § 405 AktG zuständig war. Tatsächlich ging es in besagter Fassung des § 405 Abs. 5 AktG aber nur um die durch das AReG eingefügten prüfungsbezogenen Ordnungswidrigkeiten: Nur für diese erklärte das AReG bei Banken und Versicherungen die BaFin und im Übrigen das BfJ zuständig. Wegen der anderen Tatbestände des § 405 AktG verblieb es mangels besonderer Zuweisung bei der allgemeinen Regelung des § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG.<sup>825</sup> Dieser Zustand wurde durch das FISG wiederhergestellt, mit Ausnahme der Zuständigkeit der BaFin bei der Publizität von Related Party Transactions, aber einschließlich der anderen durch das ARUG II zwischenzeitlich eingefügten Bußgeldvorschriften wie diejenigen betreffend die §§ 134a ff. AktG.

Nach weitergehenden Ausführungen zur behördlichen Durchsetzung dieser Vorschriften sucht man in den Begründungen des ARUG II und des FISG vergeblich. Es ist hilfreich, hier im Ausgangspunkt zwei Fragen auseinanderzuhalten. Erstens, fällt die Durchsetzung der §§ 134b, 134c AktG mit präventiv-verwaltungsrechtlichen Mitteln in den Zuständigkeitsbereich der BaFin in ihrer Funktion als Aufsichtsbehörde für Kapitalverwaltungsgesellschaften, Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Versicherungsunternehmen? Zweitens, wer ist i.S.d. § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG die zuständige Behörde für die repressiven Sanktionen, die in § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG geregelt sind?

Die erste Frage ist nach hier vertretener Auffassung *de lege lata* zu verneinen.<sup>826</sup> Hierfür spricht entscheidend das beredte Schweigen sowohl des

---

824 RegE FISG, BT-Drs. 19/26966, S. 118.

825 Das „im Übrigen“ am Ende des § 405 Abs. 5 in der Fassung des AReG bezog sich nach dem Willen des damaligen Gesetzgebers nur auf die eingangs der Vorschrift genannten Fälle der Absätze 3b bis 3d. Zweck der Regelung war es, einen Gleichlauf mit den entsprechenden Zuständigkeiten nach HGB herzustellen, siehe RegE AReG, BT-Drs. 18/7219, S. 58.

826 Ebenso *Zetsche*, AG 2020, 637, 639; *Bürkle*, VersR 2021, 1, 10f. (zur Versicherungsaufsicht); differenzierend, aber mit Blick auf Versicherungsunternehmen und Finanzportfolioverwalter weitergehend *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 612 ff.; auf dessen Ausführungen verweisend *Koch*, BKR 2020, 1, 2 mit Fn. 14

ARUG II- als auch des FISG-Gesetzgebers. Sollten die §§ 134b, 134c AktG nach dem Willen des Gesetzgebers Teil des Aufsichtsprogramms der BaFin werden, wäre zu erwarten gewesen, dass sich diese Intention zumindest ansatzweise in den verabschiedeten Vorschriften oder zumindest den Gesetzesbegründungen niederschlägt. Dies ist aber nicht der Fall. Schon die systematische Verortung der Vorschriften im Aktiengesetz statt in den entsprechenden Fachgesetzen spricht eher gegen als für eine solche Intention des Gesetzgebers. Jedenfalls aber hätte sich eine Klarstellung in den Fachgesetzen angeboten, dass die Einhaltung der einschlägigen Vorschriften von der BaFin überwacht wird. Auch soweit beaufsichtigten Finanzintermediären per unmittelbar anwendbaren EU-Verordnungen neue Pflichten auferlegt werden, entspricht es ständiger Übung, die Zuständigkeit der BaFin gesondert klarzustellen. Beispielhaft genannt seien hier die durch das Fondsstandortgesetz eingefügten §§ 10 Abs. 3 WpHG, 5 Abs. 13 KAGB und 295 Abs. 1 Nr. 5 und 6 VAG betreffend die Offenlegungsvorgaben der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)<sup>827</sup> und der Taxonomieverordnung<sup>828, 829</sup>. Wäre der Gesetzgeber davon ausgegangen, dass die BaFin zur Überwachung der §§ 134b, 134c AktG zuständig sein soll, wäre ferner zu erwarten gewesen, dass er die BaFin ausdrücklich für Zwecke der Bußgeldvorschrift als Verwaltungsbehörde i.S.d. § 36 Abs. 1 Nr. 1 OWiG benennt, wie es auch in den fachaufsichtsrechtlichen Gesetzen üblich ist (vgl. §§ 121 WpHG, 60 KWG, 83 Abs. 10 WpIG, 340 Abs. 10 KAGB, 333 VAG). Auch die Ausführungen zum Erfüllungsaufwand der Verwaltung im Gesetzesentwurf für das ARUG II sprechen dafür, dass der Gesetzgeber weder Raum noch Notwendigkeit für eine verwaltungsrechtliche Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG sah. Hier findet sich allein eine Schätzung des Erfüllungsaufwands für die Gesamtheit der durch das ARUG II geschaffenen Bußgeldtatbestände (71.000 EUR per annum), verbunden mit der stereotypen Begründung, „generell“ werde „davon ausgegangen, dass die Normadressaten die gesetzlichen Vorgaben einhalten.“<sup>830</sup> Vor dem Hintergrund dieser Beobachtungen ist davon auszugehen, dass sich der Gesetzgeber bewusst dafür entschieden hat, jenseits des Bußgeldtatbestands auf

---

und Mülbert, AG 2021, 53, 55 mit Fn. 17; offen gelassen bei Tröger, ZGR 2019, 126, 149 f. Zu rechtspolitischen Bedenken unten § 5 A.II.3 und zum Änderungsbedarf *de lege ferenda* § 5 A.IV.

827 Verordnung (EU) 2088/2019.

828 Verordnung (EU) 2020/852.

829 Vgl. auch Bürkle, VersR 2021, 1, 11 (mit Verweis auf Art. 14 Abs. 1 SFDR und Art. 21 Abs. 1 Taxonomieverordnung).

830 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 56.

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

behördliche Mechanismen zur unmittelbaren Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG zu verzichten.

Jedenfalls mit Blick auf Vermögensverwalter, die dem KAGB unterliegen, können umfassende direkte Aufsichtskompetenzen der BaFin zur Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG auch nicht über die einschlägige fachaufsichtsrechtliche Generalklausel konstruiert werden. § 5 KAGB, der die wesentlichen Eingriffsbefugnisse der BaFin regelt, spricht in Abs. 1 davon, dass die BaFin „die Aufsicht nach den Vorschriften dieses Gesetzes“ ausübt. Nach der Befugnisgrundlage in Abs. 6 Satz 1 überwacht die BaFin „die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und der auf Grund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind.“ Die BaFin ist mithin nicht allein deshalb befugt, gegenüber Kapitalverwaltungsgesellschaften Anordnungen zur Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG zu treffen, weil der Anwendungsbereich dieser Vorschriften an die Zulassung anknüpft. Maßgeblich ist vielmehr, ob es sich um KAGB-Vorschriften handelt. Andere gesetzliche Vorschriften entfalten nur indirekt Relevanz für die Aufsicht: Nach § 26 Abs. 2 Nr. 5 KAGB gehört es zu den allgemeinen Verhaltenspflichten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, „alle auf die Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit anwendbaren regulatorischen Anforderungen zu erfüllen“; weiterhin ist nach § 28 Abs. 1 Satz 1 KAGB die Gewährleistung der „Einhaltung der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen“ Gegenstand der allgemeinen Organisationspflicht.<sup>831</sup> Nachhaltige Verstöße gegen diese KAGB-Vorschriften können den Entzug der Zulassung (§ 39 Abs. 3 Nr. 6 KAGB) oder ein Abberufungsverlangen rechtfertigen (§ 40 Abs. 1 KAGB).<sup>832</sup>

In der Literatur wurde zwar darauf hingewiesen, dass die BaFin nach § 294 Abs. 2 Satz 2 VAG die „Einhaltung der Gesetze“ durch Versicherungsunternehmen beaufsichtigt und nach § 6 Abs. 3 KWG gegenüber Finanzportfolioverwaltern Maßnahmen zur Verhinderung oder Unterbindung von „Verstöße[n] gegen aufsichtsrechtliche Vorschriften“ treffen kann (siehe nunmehr auch § 5 Abs. 2 Satz 1 WpIG).<sup>833</sup> Es leuchtet jedoch nicht ein, weshalb die Aufsichtsbefugnisse der BaFin in Bezug auf die §§ 134a ff. AktG bei den Versicherern und Finanzportfolioverwaltern weiter gehen sollten als bei den Kapitalverwaltungsgesellschaften. Mit Blick auf die gesetzgeberische Intention, diese Vorschriften keiner BaFin-Auf-

---

831 Mit Hinweis auf diese Vorschriften Baums, ZHR 183 (2019), 605, 613.

832 Baums, ZHR 183 (2019), 605, 613.

833 Baums, ZHR 183 (2019), 605, 612 ff.

sicht zu unterstellen, scheidet eine Anwendung der allgemeinen fachaufsichtsrechtlichen Befugnisgrundlagen vielmehr auch hier aus.<sup>834</sup>

Auch die BaFin selbst sah sich zumindest auf Basis der Rechtslage unter dem ARUG II nicht befugt, die Einhaltung der aktienrechtlichen Vorschriften direkt zu beaufsichtigen.<sup>835</sup> Ihrer zutreffenden Ansicht nach spielen die Vorschriften nur indirekt eine Rolle, insoweit als wiederholte oder nachhaltige Verstöße für eine mangelhafte Geschäftsorganisation oder ein unzureichendes Risikomanagement sprechen können; insoweit will die Behörde aber nur reaktiv bei „entsprechende[n] Hinweisen“ tätig werden.<sup>836</sup>

Von der Frage nach den präventiven Kompetenzen der BaFin zu unterscheiden ist die Frage, wer nach den Änderungen durch das FISG die sachlich zuständige Verwaltungsbehörde für die repressive Sanktion nach § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG ist. Die Vorschrift des § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG unterscheidet hier zwischen Ordnungswidrigkeiten in Gesetzen, die von Bundesbehörden ausgeführt werden, und anderen Gesetzen. „Ausführung“ meint dabei die verwaltungsmäßige Ausführung des bußgeldbewehrten Gesetzes; der Bußgeldtatbestand für sich genommen ist kein Gesetz, das i.S.d. Vorschrift „ausgeführt“ wird.<sup>837</sup> Ginge man davon aus, dass die BaFin zumindest bei Versicherungsunternehmen und Finanzportfolioverwaltern zur Überwachung der §§ 134a ff. AktG zuständig ist, wäre die zuständige Verwaltungsbehörde für die Bußgeldvorschrift insoweit das BMF als das fachlich zuständige Bundesministerium (§ 36 Abs. 1 Nr. 2 lit. b OWiG i.V.m. § 2 FinDAG).<sup>838</sup> Dieses könnte die Zuständigkeit durch Rechtsverordnung auf die BaFin oder eine andere Stelle übertragen (§ 36 Abs. 3 OWiG). Geht man mit der hier vertretenen Auffassung davon aus, dass die BaFin jenseits indirekter Konsequenzen nicht zur verwaltungsmäßigen Ausführung der §§ 134a ff. AktG befugt ist, verbleibt es in Gemäßheit des Grundsatzes der Verwaltung durch die Länder (Art. 83 GG) bei der Regel des § 36 Abs. 1 Nr. 2 lit. a OWiG. Zuständig ist hiernach die fachlich zuständige oberste Landesbehörde. Dies sind in der Regel

---

834 So im Ergebnis auch *Bürkle*, VersR 2021, 1, 10.

835 BaFin-Journal 3/2020, 38, 40.

836 BaFin-Journal 3/2020, 38, 40.

837 KKOWiG/*Lampe*, § 36 OWiG Rn. 6.

838 Bei Ausführung durch öffentlich-rechtliche Anstalten des Bundes ist das Bundesministerium fachlich zuständig, das die Aufsicht über die ausführende Behörde führt, KKOWiG/*Lampe*, § 36 OWiG Rn. 9. Auf die Frage, ob die §§ 134a ff. AktG in den Geschäftsbereich des BMJ oder des BMF fallen, käme es insoweit nicht an.

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

die Fachminister.<sup>839</sup> Nach Landesrecht kann diese Zuständigkeit auch auf andere Stellen übertragen werden (§ 36 Abs. 2 OWiG). In Bayern etwa weist § 90 Abs. 1 Nr. 2 BayZustV die Zuständigkeit für die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten nach § 405 AktG den Regierungen als mittlerer Stufe der unmittelbaren Staatsverwaltung zu.

### III. Sonstiges Aufsichtsrecht, insbesondere Art. 52 IFR

Jenseits der kollektiven Vermögensverwaltung sucht man im deutschen und europäischen Finanzmarktaufsichtsrecht weitgehend vergeblich nach Vorschriften, die sich dezidiert mit der Mitwirkung von Finanzintermediären in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften befassen.

Dies gilt insbesondere für den Komplex der Interessenwahrungspflichten. Stewardship-relevante Verhaltenspflichten ließen sich wie unter der OGAW-Richtlinie, der AIFM-Richtlinie und dem KAGB auch in anderen Zusammenhängen prinzipiell auf allgemein geregelte Grundsätzen stützen: für individuelle Finanzportfolioverwalter etwa auf die übergreifende Vorgabe, dass ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Dienstleistungen „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse seiner Kunden“ erbringen muss (Art. 24 Abs. 1 MiFID II; § 63 Abs. 1 WpHG) und für Lebensversicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge auf den versicherungsaufsichtsrechtlichen „prudent person“-Standard.<sup>840</sup> Trotz vereinzelter Ansätze im wissenschaftlichen Schrifttum<sup>841</sup> werden aus diesen prinzipienartigen Regelungen für die Praxis aber, soweit ersichtlich, bislang keine konkreten Anforderungen für das Mitwirkungsverhalten abgeleitet.<sup>842</sup>

---

839 KKOWiG/Lampe, § 36 OWiG Rn. 8.

840 Art. 19 Abs. 1 lit. a, b Richtlinie (EU) 2016/2341 (EbAV-Richtlinie), Art. 32 Solvency II; §§ 232 Abs. 1, 237 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 124 VAG.

841 Für Herleitung einer Stimmfplicht aller institutionellen Investoren aus Treuhandverhältnis etwa Winkler, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 146 ff.; dagegen wiederum Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 166 ff.

842 Vgl. auch Zetzsche, in: FS Baums (2017), S. 1517. Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung (2005), S. 911 f. leitet für die individuelle Vermögensverwaltung aus der Generalklausel zwar eine „Pflicht zur sorgfältigen Überwachung der Anlageobjekte“ ab, vertieft die Diskussion aber nur mit Blick auf die Überwachung der Wertentwicklung und die fortdauernde Einhaltung der Anlagerichtlinien; Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung (2006), S. 903 f. er-

Auch stewardship-relevante Transparenzvorschriften sind in den sonstigen sektoralen Aufsichtsvorschriften rar gesät. Eine praktisch möglicherweise wenig bedeutsame, für die Diskussion der Ausgestaltung solcher Transparenzvorschriften indes recht instruktive Ausnahme findet sich allerdings in der europäischen Wertpapierfirmen-Verordnung (IFR)<sup>843</sup>. Die Ende 2019 verabschiedete IFR enthält in erster Linie prudentielle Anforderungen für Wertpapierfirmen, die zuvor in der Kapitaladäquanz-Verordnung (CRR)<sup>844</sup> geregelt waren. Nach Art. 52 IFR – überschrieben mit „Anlagestrategie“ – haben Wertpapierfirmen aber auch jährlich ihren Stimmrechtsanteil aus direkt und indirekt gehaltenen Aktien offenzulegen, nebst einer vollständigen Beschreibung des Abstimmungsverhaltens sowie einer Erläuterung des Rückgriffs auf Stimmrechtsberater und der einschlägigen Abstimmungsleitlinien. Zu den indirekt gehaltenen Aktien gehören dabei auch Aktien, die die Wertpapierfirma – namentlich im Wege der Finanzportfolioverwaltung – für Kunden verwaltet, soweit sie zur Ausübung der mit ihnen verbundenen Stimmrechte ermächtigt ist (vgl. Art. 52 Abs. 1 Satz 2 IFR).<sup>845</sup>

Die praktische Bedeutung des Art. 52 IFR scheint deshalb gering, weil der Anwendungsbereich der Vorschrift in zweifacher Hinsicht eng umgrenzt ist.

Der personale Anwendungsbereich setzt zunächst voraus, dass es sich um eine sog. Klasse 2-Wertpapierfirma handelt.<sup>846</sup> Weiterhin muss diese Klasse 2-Wertpapierfirma über Vermögensverwerthe von mehr als 100 Mio. EUR verfügen.<sup>847</sup> Klasse 3-Wertpapierfirmen sind von der Anwendung des Art. 52 IFR befreit (Art. 46 Abs. 1, 2 IFR). Auf Klasse 1-Wertpapierfir-

---

wägt, eine Pflicht zur Stimmrechtsausübung aus der allgemeinen Interessenwahrungspflicht herzuleiten, verneint diese Frage aber.

843 Verordnung (EU) 2019/2033.

844 Verordnung (EU) 575/2013.

845 Siehe auch Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang II, Instruktion zu Tabelle IF IP1 Spalte e. Klärungsbedürftig, für Zwecke der vorliegenden Untersuchung aber nur von untergeordnetem Interesse scheint, ob auch reine Depotstimmrechte dem Anteil der indirekt gehaltenen Aktien i.S.d. Art. 52 IFR zuzurechnen sind. Die Frage ist nicht nur unter dem Blickwinkel der Stewardship-Transparenz von Bedeutung, sondern angesichts der Nicht-Zurechnung der Depotstimmrechte für Zwecke der §§ 33 ff. WpHG (oben Fn. 59) auch mit Blick auf die in Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. a IFR geregelte Beteiligungstransparenz.

846 Siehe allgemein zur Klassifizierung der Wertpapierfirmen nach der IFR Schuster/Nemeczek, ZBB 2021, 35.

847 Art. 52 Abs. 1 IFR i.V.m. Art. 32 Abs. 4 lit. a Richtlinie (EU) 2019/2034 (IFD).

## § 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

men finden die Vorschriften der IFR von vornherein keine Anwendung; sie werden nach der CRR wie Kreditinstitute beaufsichtigt.<sup>848</sup> Die CRR kennt indessen – auch nach den Änderungen durch die IFR – keine dem Art. 52 IFR vergleichbare Vorschrift. Dass die weniger bedeutsamen Klasse 2-Firmen im hier interessierenden Regelungskontext weitergehenden Pflichten unterliegen als die größeren Klasse 1-Firmen, scheint aus systematischer Sicht etwas überraschend. Spätestens die Revisionsklausel des Art. 60 Abs. 1 lit. p IFR zeigt aber, dass es sich dabei nicht um ein Versehen, sondern um eine bewusste Entscheidung des Unionsgesetzgebers handelt.

In sachlicher Hinsicht ist der Anwendungsbereich der Vorschrift auf die Mitwirkung in Aktiengesellschaften begrenzt, bei denen eine Wertpapierfirma direkt oder indirekt mindestens 5 % der Stimmrechte hält (Art. 52 Abs. 2 Satz 1 IFR). Zudem müssen die Aktien an einem geregelten Markt notieren. Wie im Rahmen des Art. 1 Abs. 6 ARRL stellt sich die Frage, ob damit nur die geregelten Märkte der EU gemeint sind.<sup>849</sup> Für die enge Sichtweise lässt sich vorliegend vor allem auch der Wortlaut des Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. a IFR anführen: Hiernach ist der Anteil der gehaltenen Stimmrechte „aufgeschlüsselt nach *Mitgliedstaaten* und Sektoren“ offenzulegen (Hervorhebung durch Verfasser).<sup>850</sup> Die Offenlegungspflicht im Hinblick auf das Abstimmungsverhalten gilt ferner dann nicht, wenn die Wertpapierfirma nur indirekt Aktien hält und von keinem einzigen Endanleger ermächtigt ist, die Stimmrechte ohne ausdrückliche Weisung (nach Erhalt der Tagesordnung) auszuüben (Art. 52 Abs. 1 Satz 2 IFR).

Die Offenlegungen nach Art. 52 IFR sind jeweils jährlich zum gleichen Tag wie der Jahresabschluss fällig (Art. 46 Abs. 1 IFR). Die Wahl des Veröffentlichungsmediums ist dabei den Wertpapierfirmen überlassen (Art. 46 Abs. 4 Satz 1 IFR). Für die konkrete inhaltliche Ausgestaltung der Offenlegungen sieht Art. 52 Abs. 3 IFR eine Konkretisierung auf Level 2

---

<sup>848</sup> Für die sog. Klasse 1a-Wertpapierfirmen Art. 4 Abs. 1 lit. b CRR, für die Klasse 1b-Wertpapierfirmen Art. 1 Abs. 2 IFR und für Klasse 1c-Wertpapierfirmen Art. 1 Abs. 5 IFR. Art. 1 Abs. 4 IFR erklärt für Klasse 1b-Wertpapierfirmen die Berichtspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden nach Art. 55 und 59 IFR für „weiterhin“ anwendbar. Im Umkehrschluss sind hiernach die Offenlegungspflichten nach Art. 46 ff. IFR auch insoweit nicht auf Klasse 1-Wertpapierfirmen anwendbar, als diese weitergehende Pflichten als die CRR statuieren.

<sup>849</sup> Vgl. oben § 4 B.II.2.

<sup>850</sup> Mit anderer Einschätzung aber offenbar EBA, Final Report on Draft Regulatory Technical Standards on disclosure of investment policy by investment firms Article 52 [IFR], EBA/RTS/2021/08, S. 23.

durch Technische Regulierungsstandards (RTS) vor. Die englische Fassung spricht hier von „templates for disclosure“, die deutsche etwas unglücklich von „Bögen für die Offenlegung“. Der von der EBA Ende Oktober 2021 im Entwurf vorgelegte<sup>851</sup> und im März 2022 von der Kommission angenommene RTS setzt hier im Kern auf eine standardisierte Darstellung in Tabelleform mit detaillierten Instruktionen.<sup>852</sup> Dabei werden auch Angaben zur Organisation der Stimmrechtsausübung gefordert, einschließlich der „[n]umber of full time equivalents used to analyse resolutions and examine voting records“.<sup>853</sup>

Mit Blick auf die Transparenz der Abstimmungsentscheidungen verlangt Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. b IFR eine „vollständige Beschreibung [des] Wahlverhaltens in den allgemeinen Hauptversammlungen der Unternehmen“. Bei der Umsetzung dieser Vorgabe verfolgt der RTS allerdings einen etwas eigenwilligen Ansatz, der deutlich von demjenigen des Form N-PX unter der ICA Proxy Voting Rule abweicht: Die Wertpapierfirmen haben hiernach *nicht* unter Angabe des jeweiligen Emittenten ihre konkreten Abstimmungsentscheidungen in einzelnen Hauptversammlungen offenzulegen. Stattdessen sollen sie nur gegliedert nach bestimmten Themenbereichen die Anzahl der Abstimmungsgegenstände angeben, bei denen sie jeweils dafür oder dagegen gestimmt oder sich enthalten haben.<sup>854</sup>

### C. Zusammenfassung zu § 4

Das Kapitel hat zwecks Vorbereitung der rechtspolitischen Diskussion im nächsten Kapitel die gegenwärtigen rechtlichen Rahmenbedingungen für die Mitwirkung von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance sondiert. Dabei wurden zunächst bestimmte Vorgaben des US-Rechts in den Blick genommen; diese sind nicht allein aus vergleichender Sicht von Interesse, sondern auch deshalb, weil sich das Innenverhältnis zwischen den zahlreichen US-Verwaltern in den Beteiligungsstrukturen deutscher und europäischer Gesellschaften und ihren Endanlegern nach US-Recht richtet. Schwerpunktmaßig wurden sodann die einschlägigen aufsichts-

---

851 EBA, Final Report on Draft Regulatory Technical Standards on disclosure of investment policy by investment firms under Article 52 [IFR], EBA/RTS/2021/08.

852 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang I und Anhang II.

853 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang I, Tabelle IF IP2.03 Reihe 3.

854 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang I, Tabelle IF IP2.04 i.V.m. den einschlägigen Instruktionen in Anhang II.

## *§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen*

und aktienrechtlichen Vorschriften in Deutschland in den Blick genommen, die weitgehend – wenn auch nicht ganz vollständig – auf unionsweit harmonisierten Vorgaben beruhen.

In den USA fallen die wichtigsten kapitalanlagerechtlichen Anforderungen an das Stewardship-Verhalten der Verwalter von Publikumsfonds in den Zuständigkeitsbereich der SEC. Vorbehaltlich hoher Kosten oder besonderer Umstände sieht die SEC die Verwalter grundsätzlich in der Pflicht, die Stimmrechte in den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften auszuüben. Dogmatischer Anknüpfungspunkt dieser Verpflichtung ist die allgemeine fiduciary duty der investment advisers gegenüber den investment companies respektive deren Endanlegern. Verschiedene Aspekte der Stimmrechtsausübung durch die Vermögensverwalter werden zudem durch die Proxy Voting Rules unter dem ICA und dem IAA konkretisiert. Hervorzuheben ist hier die Abstimmungstransparenz auf dem Form N-PX, die sich auch auf die Stimmrechtsausübung in Hauptversammlungen ausländischer Portfoliogesellschaften erstreckt. Zumindest für US-Portfoliogesellschaften ergeben sich für große passive Verwalter allerdings aus den anwendbaren Beteiligungstransparenzvorschriften auch gewisse indirekte Einschränkungen für das zulässige Ausmaß der Stewardship-Aktivitäten.

Die Vorgaben des ERISA im Zuständigkeitsbereich des DOL entfalten für das Stewardship-Verhalten von Vermögensverwaltern vor allem dann Bedeutung, wenn Mittel in privaten Pensionsplänen nicht in Anteile von Publikumsfonds investiert werden, sondern im Wege anderer kollektiver Anlageformen oder auf Grundlage individueller Vereinbarungen verwaltet werden. ERISA-Verantwortliche treffen im Ausgangspunkt ähnliche Interessenwahrungspflichten, wie sie im Zuständigkeitsbereich der SEC auf investment advisers Anwendung finden. Eine umstrittene Verordnung des DOL der Trump-Administration lief in der Sache auf eine sehr restriktive Neuinterpretation dieser Pflichten hinaus. Das DOL der Biden-Administration hält hieran nicht fest. Ein kürzlich vorgelegter Konsultationsentwurf zur Überarbeitung der Verordnung betont die große Bedeutung der gewissenhaften Ausübung von Stimmrechten durch die ERISA-Verantwortlichen.

Auf der europäischen Ebene fallen die aufsichtsrechtlichen Anforderungen zur Stimmrechtsausübung durch Vermögensverwalter deutlich knapper aus als in den USA. Auch das Interesse der zuständigen Behörden an Stewardship-Themen scheint hierzulande bislang geringer. Die OGAW-Level 2-Richtlinie schreibt im Kern nur vor, dass OGAW-Verwalter eine Stimmrechtsstrategie ausarbeiten und den Endanlegern hiervon eine Kurz-

beschreibung zur Verfügung stellen müssen. Auf der nationalen Ebene könnten sich für Fonds in der Form eines Sondervermögens weitergehende Anforderungen aus § 94 Satz 3 KAGB ergeben. Der Regelungsgehalt dieser Soll-Vorschrift ist aber unklar und umstritten. Nach der hier vertretenen Auffassung regelt die Vorschrift nicht nur die Modalitäten der Stimmrechtsausübung, sondern trifft auch eine Aussage über das „Ob“ der Stimmrechtswahrnehmung: Im Grundsatz sollen die Stimmrechte aus Aktien inländischer Gesellschaften ausgeübt werden (und zwar selbst), Ausnahmen sind rechtfertigungs- und begründungsbedürftig.

Die auf der ARRL II basierenden §§ 134a ff. AktG verpflichten inländische Vermögensverwalter und institutionelle Anleger auf Comply-or-Explain-Basis zur Transparenz ihrer Mitwirkungspolitik und verlangen im Grundsatz auch eine Offenlegung des Abstimmungsverhaltens in den Hauptversammlungen. Der Gesetzgeber hat hierbei bewusst zahlreiche Unklarheiten und Spielräume der Richtlinienvorgaben an die Rechtsanwender weitergegeben. Jenseits eines eng formulierten Bußgeldtatbestands (§ 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG) trifft das Gesetz keine Regelungen zur hoheitlichen Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG. Im Rahmen der laufenden Aufsicht der BaFin über Vermögensverwalter, Wertpapierdienstleistungs- und Versicherungsunternehmen entfalten die Vorschriften *de lege lata* nur indirekt Bedeutung. Als Verfolgungsbehörde für den Bußgeldtatbestand benannte das ARUG II das BfJ. Dabei handelte es sich um ein Redaktionsversehen. Nach den Änderungen durch das FISG liegt die Zuständigkeit gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG bei den Ländern.

Im sonstigen europäischen Aufsichtsrecht finden sich nur wenige Vorgaben, die sich dezidiert mit der Mitwirkung institutioneller Investoren in der Corporate Governance der Portfolio-Gesellschaften befassen. Hervorzuheben ist hier die Transparenzvorschrift des Art. 52 IFR, die bestimmte Wertpapierfirmen zur Offenlegung verschiedener stewardship-relevanten Informationen verpflichtet. Anders als in der ARRL II hat der Unionsgesetzgeber hier eine formularbasierte Konkretisierung der allgemein gefassten Regelung per RTS vorgesehen. Der Anwendungsbereich der Offenlegungspflicht ist allerdings auf sehr große Beteiligungen (5 %) begrenzt. Eine Offenlegung aller einzelnen Abstimmungsentscheidungen im Stil des Form N-PX ist im RTS nicht vorgesehen.