



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Interessenkonflikte bei kollektiven  
Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern  
Ihre Erscheinungsformen und die  
Richtlinienvorgaben zu ihrer Bewältigung“**

Dissertation vorgelegt von Nicholas Schoch

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Stefan J. Geibel

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Ausgehend von den im Zuge der Umsetzung der Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie (Richtlinie (EU) 2017/828) eingeführten neuen Transparenzvorgaben für institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater behandelt die Dissertation die mitwirkungs- und stimmrechtsberaterbezogenen Interessenkonflikte auf Seiten kollektiver Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater, deren bisherige europarechtliche und nationale Behandlung sowie die daran anknüpfende Regelungssystematik der Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie, um ausgehend hiervon die Frage zu untersuchen, inwieweit der untersuchungsgegenständliche Bereich der mitwirkungsbezogenen Interessenkonflikte einer weiteren Regulierung bedarf.

Im Zentrum der Dissertation steht dabei die Systematisierung des bisherigen sowie neu hinzugekommenen konfliktbezogenen Regelungskonzepts sowie daran anknüpfend die Kanalisierung künftiger Fortschreibungen dieses Konzepts.

## **I. Ausgangssituation**

Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter verwalten weltweit ca. 85 Billionen US-Dollar und sind daher oftmals bedeutende Aktionäre börsennotierter Unternehmen. Im Nachgang der Finanzkrise wurde diese Aktionärserschaft vielfach aufgegriffen und der Vorwurf erhoben, dass institutionelle Anleger und Vermögensverwalter durch passives und kurzfristiges Anlageverhalten die Finanzkrise mitverursacht hätten. Die Vorgaben der geänderten Aktionärsrechterichtlinie (**ARRL**) nehmen diese Diskussion nunmehr auf und zielen auf die Förderung eines aktiven und langfristigen Engagements institutioneller Investoren in den Zielgesellschaften und eine dadurch bedingte Förderung der Corporate Governance ab.

Vor diesem Hintergrund wird in der vorliegenden Dissertation die Frage analysiert, inwieweit mitwirkungsbezogene Interessenkonflikte auf Seiten kollektiver Vermögensverwalter dem kritisierten Anlageverhalten zugrunde liegen. Eine solche Begutachtung muss jedoch – wie auch die Regulierung der ARRL zeigt – zwangsläufig die Stimmrechtsberater einbeziehen. Hierbei handelt es sich um gewerbliche Informationsintermediäre, die Offenlegungen und Informationen von börsennotierten Gesellschaften analysieren, um ihre Kunden, oftmals Vermögensverwalter, hinsichtlich deren Stimmrechtsausübung zu beraten. Diese Informationsintermediäre zielen mit ihrer Tätigkeit daher darauf ab, ihren Kunden die Mitwirkung, also die Ausübung ihrer Aktionärsrechte, im Rahmen der Hauptversammlung zu erleichtern.

## **II. Konfliktbegriffssystematik**

Im ersten Teil der Untersuchung werden die Grundlagen der bisherigen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Konfliktregulierung aufgezeigt, insbesondere dargelegt, dass der deutsche Gesetzgeber in der Vergangenheit in erster Linie auf einen typisierenden Konfliktbegriff zurückgegriffen hat, der sich durch die leicht subsumierbare Beschreibung konkreter Konfliktsituationen auszeichnet. Auch bedingt durch die europarechtliche Regulierung wird dieser typisierende Konfliktbegriff jedoch immer stärker durch generalklauselartige, „entgrenzte“ Konfliktnormen ergänzt, die den Terminus „Interessenkonflikt“ nunmehr unmittelbar als Tatbestandsmerkmal heranziehen und dementsprechend nur noch sehr eingeschränkt auf typisierte Einzelfallsituationen zurückgreifen.

Zwar ist eine solche Entgrenzung des Konfliktbegriffs mit gewissen Unsicherheiten für den Rechtsanwender verbunden, da es auch weiterhin an einer einheitlichen Definition des Terminus „Interessenkonflikt“ fehlt. Gleichzeitig zwingt eine solche Regelung zur intensiven Auseinandersetzung mit potenziell auftretenden Konfliktsituationen und führt dadurch zu einer Sensibilisierung des Rechtsanwenders. Gleichzeitig entlastet es den Gesetzgeber, der insbesondere in sich schnell entwickelnden Rechtsbereichen nicht in der Lage ist, alle potenziellen Konfliktsituationen kasuistisch zu regulieren.

## **III. Interessenkonflikte auf Ebene der untersuchten Akteure**

Anknüpfend an die allgemeine Systematisierung der Konfliktbegriffe sowie eine umfassende Darstellung und wirtschaftliche Bewertung der von der geänderten Aktionärsrechterichtlinie adressierten Akteure (institutionelle Anleger, individuelle und kollektive Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater) werden sodann die zentralen mitwirkungsbezogenen Interessenkonflikte auf Seiten der kollektiven Vermögensverwalter sowie die Konfliktsituationen der Stimmrechtsberater im Einzelnen analysiert und systematisiert. Die Fokussierung auf kollektive Vermögensverwalter erfolgt dabei vor dem Hintergrund deren herausgehobener wirtschaftlicher Bedeutung, vor allem in Deutschland. Gleichzeitig wird im Rahmen der Untersuchung aufgezeigt, dass es – zumindest aus deutscher Sicht – in erster Linie die kollektiven Vermögensverwalter diejenigen institutionellen Akteure sind, die unmittelbar (ohne weitere Zwischenschaltung von Verwaltern und Fondsvehikeln) in börsennotierte Zielgesellschaften investieren und denen vor diesem Hintergrund die mit der Aktionärsstellung verbundenen Mitwirkungsrechte zukommen.

Mit Blick auf die **kollektiven Vermögensverwalter** müssen jedoch sowohl strukturelle als auch wirtschaftliche Konfliktsituationen mitwirkungsbezogener Art in den Blick genommen werden, die unter Umständen dazu führen können, dass die Vermögensverwalter die Ihnen zukommenden Mitwirkungsrechte nicht ausüben, sondern vielmehr passiv bleiben.

Aus wirtschaftlicher Perspektive steht dabei die sog. rationale Apathie im Mittelpunkt. Danach bleiben Aktionäre passiv, da die aktive Einbringung für den einzelnen Anleger kostenintensiv ist, aber unabsehbar bleibt, ob sich diese Kosten tatsächlich amortisieren. Die gilt insbesondere für kollektive Vermögensverwalter, die in zahlreiche Zielunternehmen weltweit investieren. Verschärft wird diese Konfliktsituation durch das sog. „free rider“-Problem. Schafft es ein Anleger sich erfolgreich aktiv einzubringen und dadurch den Unternehmenswert zu verbessern, kommt diese Wertsteigerung allen Anlegern, insb. auch den Inaktiven, zu Gute.

Ergänzend ist hierbei das bei Vermögensverwaltern vorherrschende Vergütungs- und Bewertungssystem in den Blick zu nehmen, das sich oftmals an einem Vergleich der Performance des Vermögensverwalters zu einem Referenzwert orientiert und zudem häufig kurzfristige Faktoren in den Mittelpunkt rückt, beispielsweise durch die Heranziehung kurzfristiger Performanceindikatoren sowie die Mandatierung der Vermögensverwalter für nur wenige Jahre. Dementsprechend verweist auch das Arbeitspapier der Europäischen Kommission zum Richtlinienvorschlag der ARRL auf die Problematik, dass die Vermögensinhabern ihren jeweiligen Vermögensverwaltern oftmals keine Anreize setzen, damit sich diese aktiv in die Corporate Governance der Zielgesellschaft einbringen. Vielmehr ließen die Bewertungs- und Vergütungssysteme eine passive Anlagestrategie meist attraktiver erscheinen, selbst wenn eine aktive Strategie eher dem Interesse der eigenen Kunden entsprechen würde.

Zusätzlich zu diesen wirtschaftlichen Konfliktsituationen, die sich mittelbar oder unmittelbar auf die Mitwirkungsstrategie des jeweiligen Vermögensverwalters auswirken können, werden im Rahmen der Arbeit weitere strukturelle Konfliktsituationen aufgezeigt und systematisiert, die sich beispielsweise aus der Zugehörigkeit zu einem Finanzkonglomerat, einer etwaigen Einflussnahme der eigenen Großkunden oder divergierenden Interessen verschiedener Fonds innerhalb einer Unternehmensstruktur ergeben können.

Die dargestellten Interessenkonflikte können im Ergebnis dazu führen, dass auf Seiten der Vermögensverwalter Anreize bestehen, das eigene Handeln nicht an langfristigen,

auf nachhaltigen Unternehmenserfolg abzielenden Parametern auszurichten und sich dementsprechend auch nicht aktiv in die Zielgesellschaft einzubringen. Dies kann im Extremfall dazu führen, dass die Entscheidungen der Vermögensverwalter nicht immer im Interesse der eigenen Kunden bzw. der letztlich Endbegünstigten gefällt werden, da es an einem Gleichlauf der Interessen fehlt. Im Ergebnis liegt ein doppelter Prinzipal-Agent-Konflikt vor, bei dem der Vorstand der Zielgesellschaft als Sachwalter der Aktionäre von Vermögensverwaltern überwacht werden sollen, die wiederum Sachwalter ihrer Kunden, oftmals institutioneller Anleger, sind.

Zwar sollen durch den **Einsatz professioneller Stimmrechtsberater** solche passivitätsbegründenden Interessenkonflikte minimiert werden, auf Ebene der Stimmrechtsberater sind jedoch ebenfalls Interessenkonflikte anzutreffen.

Im Zentrum steht insoweit die parallele Corporate Governance-Beratung. So berät der weltgrößte Stimmrechtsberater ISS über sein Tochterunternehmen ICS auch Zielgesellschaften mit Blick auf die Verbesserung ihrer Corporate Governance und die Erfolgsaussichten von Beschlussvorlagen. ISS berät somit unter Umständen zu Beschlussvorlagen, die ICS mitentwickelt hat. Analysen zeigen in diesem Zusammenhang, dass sich Zielunternehmen vermehrt gezwungen sehen, die Corporate Governance-Beratung von ICS in Anspruch zu nehmen, um eine ablehnende Stimmrechtsempfehlung von ISS auszuschließen.

Die parallele Corporate Governance-Beratung bildet jedoch nicht den einzigen Anknüpfungspunkt für potenzielle Konfliktsituationen auf Seiten der Stimmrechtsberater. Vielmehr ist zu beachten, dass die Gesellschafter der beiden marktbeherrschenden Stimmrechtsberater (ISS und GlassLewis) international agierende Investment- bzw. Pensionsfonds sind, die ihrerseits in Unternehmen investieren, zu denen die Stimmrechtsberater Empfehlungen abgeben, sodass insoweit die Gefahr der Ausrichtung der Empfehlungen an den Interessen der eigenen Gesellschafter besteht. Eine vergleichbare Konfliktsituation besteht mit Blick auf Konstellationen, in denen ein Kunde des Stimmrechtsberaters eigene Beschlussgegenstände mit Blick auf eine Zielgesellschaft einbringt und versucht den Stimmrechtsberater dazu anzuhalten, diesen Vorschlag zu unterstützen.

Insbesondere Zielunternehmen werfen den marktdominierenden US-Beratern zudem vor, sich in erster Linie an den US-Corporate Governance-Vorstellungen zu orientieren und aus Kostengründen keine individuelle Analyse der Zielunternehmens durchzuführen (sog. „*one size fits all*“-Ansatz). Dieser wirtschaftliche Konflikt wird

zudem dadurch verstärkt, dass die Kunden die Qualität der konkreten Stimmrechtsempfehlungen oftmals nicht bewerten können, da diese in aller Regel nicht quantifizierbar ist und eine umfassende Qualitätsprüfung eine weitgehende Wiederholung der Arbeit des Stimmrechtsberaters nach sich ziehen würde.

### **III. Bisherige Konfliktregulierung**

Ausgehend von dieser umfassenden Auswertung (mitwirkungsbezogener) Interessenkonfliktsituationen auf Seiten der untersuchten Akteure wird sodann die bisherige fein ziselierte europäische **Konfliktregulierung der kollektiven Vermögensverwalter** nachgezeichnet und systematisiert.

In diesem Zusammenhang werden insbesondere die konfliktbezogenen Vorgaben der OGAW- und die AIFM-Rechtlinie sowie der zugehörigen Durchführungsrechtsakte aufgezeigt und die zugrundeliegende Konfliktregulierungssystematik veranschaulicht.

Diese bisherigen Konfliktregularien, die im Ausgangspunkt auf der Verpflichtung der Vermögensverwalter zur Einrichtung interner Konfliktbewältigungsmechanismen, deren konkrete Ausgestaltung dem jeweiligen Vermögensverwalter überlassen bleibt, aufbauen, lassen sich dabei in drei Kernpunkten zusammenfassen:

1. Strenge Bindung an die Interessen der jeweiligen Anleger: Die Ausarbeitung der internen Konfliktbewältigungsmechanismen und die Auflösung potenzieller sowie tatsächlicher Konfliktsituationen muss sich durchweg allein an den Interessen der Anleger des jeweiligen Vermögensverwalters orientieren.
2. Verpflichtung zur internen Selbstregulierung von Konfliktsituationen: Die Vermögensverwalter werden aufbauend auf einer durchzuführenden umfassenden Konfliktanalyse zur internen Selbstregulierung verpflichtet, sind sie es doch selbst, die die potenziellen und tatsächlichen Interessenkonflikte, die im Rahmen ihrer Tätigkeit zu Tage treten können, am einfachsten erkennen, bewerten und einer (an den Interessen der Anleger orientierten) Lösung zuführen können. Diese Selbstregulierung unterliegt dabei einer öffentlich-rechtlichen Überwachung durch den Abschlussprüfer sowie die BaFin; Offenlegungspflichten sind hingegen lediglich als *ultima ratio* vorgesehen.
3. Fokus auf Zielvorgaben: Der europäische Richtliniengeber ermöglicht diese Selbstregulierung dadurch, dass er in erster Linie Zielvorgaben statuiert, die inhaltliche Ausgestaltung der Konfliktbewältigungsmechanismen jedoch den Verpflichteten überlässt. Inhaltliche Regelungsvorgaben wie zum Beispiel die

Trennung verschiedener Geschäftsbereiche sind nur an vereinzelten Stellen vorgesehen.

Diese Regelungssystematik ermöglicht den Vermögensverwaltern eine weitreichende Flexibilität, im Rahmen der Selbstregulierung individuell auf die jeweils anzutreffenden Konfliktsituationen einzugehen. Gleichzeitig führt die Inpflichtnahme der Vermögensverwalter dazu, dass sich diese im Rahmen der Konfliktanalyse und der daran anknüpfenden Erarbeitung eines internen Konfliktbewältigungsmanagements aktiv mit ihrem Geschäftsmodell und den daraus resultierenden (potenziellen) Konfliktsituationen aktiv auseinandersetzen müssen, womit zwangsläufig eine gewisse Konfliktsensibilisierung verbunden ist.

Anders als hinsichtlich der kollektiven Vermögensverwalter bestand mit Blick auf **Stimmrechtsberater** bisher keine europarechtliche Regulierung, sodass sich die Untersuchung an dieser Stelle auf eine Analyse der bisher geltenden Regelungen auf mitgliedstaatlicher Ebene (insbesondere in Großbritannien und Frankreich) sowie den auf Anregung der ESMA durch die Stimmrechtsberaterbranche erarbeiteten Verhaltenskodex fokussiert und deren maßgebliche Regelungsansätze darstellt. Insbesondere die von der Stimmrechtsberaterbranche entwickelten Best Practice Principles fokussieren sich auf weitreichende Offenlegungspflichten mit Blick auf die Servicequalität, das Interessenkonfliktmanagement und die Kommunikationspolitik der unterzeichnenden Stimmrechtsberatungsanbieter, sieht jedoch kein Verbot der parallelen Corporate Governance Beratung vor.

Zu beachten ist darüber hinaus jedoch, dass auch das deutsche Recht schon vor Umsetzung der ARRL gewisse Vorgaben hinsichtlich der Nutzung von Stimmrechtsvertretern durch Vermögensverwalter vorsah. Zu verweisen ist insoweit zunächst auf die Vorgaben des § 135 AktG. Mit Blick auf diese Norm ist der deutsche Gesetzgeber im Rahmen des ARUG II aktiv geworden und hat deren Anwendungsbereich ausdrücklich auf Stimmrechtsberater erweitert. Schon vor dieser Erweiterung war jedoch eine analoge Anwendung der Regelungen auf reine Stimmrechtsberater geboten.

Zudem sieht das KAGB in § 94 S. 5 Vorgaben zur Heranziehung von Stimmrechtsvertretern durch als Sondervermögen strukturierte Investmentvermögen vor. Soll ein Stimmrechtsvertreter dauerhaft, ohne konkrete Einzelweisung mit der Stimmrechtsausübung betraut werden, ist dies nur dann zulässig, wenn es sich um einen „unabhängigen Stimmrechtsvertreter“ handelt. Zwar verbleibt die eigentliche

Abstimmungsentscheidung im Rahmen der reinen Stimmrechtsberatung grundsätzlich in der Hand der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft. Jedoch besteht auch mit Blick auf die Arbeit des Stimmrechtsberaters die Gefahr, dass dieser eigene Interessenkonflikte mit in die Abstimmungsempfehlung und damit (mittelbar) in die darauf aufbauende Abstimmungsentscheidung einbringt. Dies soll § 94 S. 5 KAGB jedoch gerade verhindern. Zumindest bei einem „blinden“ Folgen der Abstimmungsempfehlung ohne qualifizierte Eigenanalyse der Empfehlung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft wirken sich etwaige Konflikte des Stimmrechtsberaters unmittelbar auf die Abstimmungsentscheidung aus. Auch in einer solchen Konstellation müssen die Unabhängigkeitsanforderungen des § 94 S. 5 KAGB daher analog herangezogen werden, sodass der beauftragte Stimmrechtsberater kein Eigeninteresse an der Zielgesellschaft haben darf. Eine derartige Unabhängigkeit muss im Ergebnis aber zumindest in Konstellationen ausscheiden, in denen die Gesellschafter des Stimmrechtsberaters an der konkreten Zielgesellschaft, zu der die Beratung erfolgt, ebenfalls beteiligt sind. Die Freiheit von Eigeninteressen scheidet aber auch bei einer parallelen Corporate Governance-Beratung aus, da zumindest die Gefahr besteht, dass der Berater seine (wirtschaftlichen) Interessen an der Zusammenarbeit mit der Zielgesellschaft auch in die Stimmrechtsberatung einfließen lässt.

Unabhängig von der konkreten Organisationsform des Fonds (§ 94 KAGB gilt nur für als Sondervermögen strukturierte Investmentvermögen) stellt eine Heranziehung eines Stimmrechtsberaters ohne qualifizierte Eigenanalyse der Empfehlung eine Auslagerung im Sinne des § 36 KAGB dar und muss demnach die dort statuierten Anforderungen erfüllen. Insbesondere muss die Auslagerung aus objektiven Gründen gerechtfertigt sein, das Auslagerungsunternehmen muss über ausreichende Ressourcen und Qualifikationen verfügen und die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss das Auslagerungsunternehmen sorgfältig auswählen und wirksam überwachen.

Selbst wenn keine Auslagerung vorliegt, müssen zumindest die allgemeinen Verhaltens- und Organisationspflichten der §§ 26ff. KAGB eingehalten werden. Im Mittelpunkt steht dabei die Pflicht zur sorgfältigen Verwaltung allein im Interesse des Anlegers.

#### **IV. Die konfliktbezogenen Regelungen der ARRL**

Ausgehend von der umfassenden Darstellung und Systematisierung der bisherigen Regelungssystematik, in deren Rahmen auch aufgezeigt wird, dass die europarechtliche Konfliktregulierungssystematik mit Blick auf die kollektiven

Vermögensverwalter auf einem indizienbasierten entgrenzten Konfliktbegriff aufbaut, liegt der Fokus der Untersuchung auf einer Analyse und Systematisierung der Regelungssystematik der interessenkonfliktbezogenen Vorgaben der Aktionärsrechterichtlinie.

Mit Blick auf die **Stimmrechtsberater** steht ausweislich der Erwägungsgründe die Eindämmung von Interessenkonflikten durch Offenlegungspflichten im Zentrum dieser Regulierung. Ausgehend hiervon statuiert die Richtlinie ein dreigliedriges Regelungssystem:

Zunächst müssen Stimmrechtsberater öffentlich darlegen, welchem Verhaltenskodex sie folgen, ein Abweichen muss begründet werden. Insoweit wird auf den durch die ESMA angeregten „Vorarbeiten“ der Best Practice Principles Group und dem von dieser entwickelten Verhaltenskodex aufgesetzt, ohne diesen ausdrücklich zu referenzieren. Vielmehr steht es den regulierten Stimmrechtsberatern frei, welchen Verhaltenskodex sie heranziehen.

Unabhängig von der Heranziehung und Befolgung eines Verhaltenskodexes schreibt die ARRL auf zweiter Ebene konkrete Mindestoffenlegungspflichten vor. Danach muss der Berater einmal jährlich über die seiner Beratung zugrundeliegenden Modelle und Methoden, seine Hauptinformationsquellen, die eingerichteten Verfahren zur Sicherstellung der Servicequalität, die Art & Weise der Berücksichtigung der nationalen Marktbedingungen der jeweiligen Zielunternehmen, die wesentlichen Merkmale der Stimmrechtspolitik, den Dialog mit der Zielgesellschaft sowie die Vorgehensweise zur Vermeidung und Behandlung von potentiellen Interessenkonflikten berichten. Diese Mindestoffenlegungen unterliegen dabei keinem „comply or explain“-Mechanismus, sondern sind verpflichtend.

Die Interessenkonfliktregulierung wird sodann dadurch abgerundet, dass Stimmrechtsberater dazu verpflichtet werden, alle Konfliktsituationen zu identifizieren und ihre Kunden unverzüglich über diese und deren Auflösung zu informieren. Die Stimmrechtsberater müssen sich auf dieser Basis aktiv mit ihren Konfliktsituationen auseinandersetzen und ihre Kunden vollumfänglich aufklären, zugleich bildet die Informationspflicht die Grundlage für eine adäquate Überwachung der Stimmrechtsberater durch ihre Kunden.

Der konkrete Umgang mit Interessenkonflikten wird somit im Ergebnis der inhaltlichen Ausgestaltung durch die Stimmrechtsberater überlassen, die sich aktiv und

fortwährend mit allen Konfliktsituationen auseinandersetzen müssen. Durch die daran anknüpfenden Transparenzpflichten wird eine informierte Kundenentscheidung und eine Eigenregulierung des Marktes ermöglicht.

Auch mit Blick auf die Regulierung mitwirkungsbezogener Interessenkonflikte bei **Vermögensverwaltern** liegt der Fokus der Änderungsrichtlinie auf Transparenzvorschriften. So werden kollektive Vermögensverwalter verpflichtet, eine allgemeine Mitwirkungspolitik zu veröffentlichen. Darin soll u.a. beschrieben werden, wie die Zielgesellschaften im Allgemeinen, aber auch mit Blick auf ihre nicht-finanziellen Parameter sowie ihre ESG-Konformität und Corporate Governance überwacht werden, inwieweit ein Dialog mit der Zielgesellschaft erfolgt, inwieweit von den Aktionärsrechten Gebrauch gemacht wird und wie mit potentiellen und tatsächlichen Interessenkonflikten, die einem aktiven Engagement des Vermögensverwalters in der Zielgesellschaft entgegenstehen, umgegangen wird. An dieser Stelle knüpft die ARRL an die bisherigen Regelungen der AIFM- und OGAW-Richtlinie an, die neben einer eingehenden Konfliktanalyse den Aufbau von Konfliktverhinderungs- und Konfliktbewältigungsmechanismen vorgeschrieben haben. Die insoweit ergriffenen mitwirkungsbezogenen Konfliktbewältigungsmaßnahmen müssen nunmehr in der Mitwirkungspolitik für jedermann beschrieben werden. Die Erstellung und Veröffentlichung einer umfassenden Mitwirkungspolitik untersteht dabei dem „comply or explain“-Grundsatz.

Die konkrete Umsetzung der Politik ist in einem jährlichen Mitwirkungsbericht dazulegen. Darin soll wiederum öffentlich mitgeteilt werden, wie die allgemeine Mitwirkungspolitik im vergangenen Jahr im Konkreten umgesetzt wurde, u.a. sollen das tatsächliche Abstimmungsverhalten beschrieben, die wichtigsten Abstimmungen erläutert und der Rückgriff auf Stimmrechtsberater offengelegt werden. Auch insoweit steht es dem Vermögensverwalter frei keine oder nur eingeschränkte Angaben zu machen, ein eingeschränktes Vorgehen muss sodann aber begründet werden.

Nutzen institutionelle Anleger, also Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge und Lebens(rück)versicherer, die Dienste von Vermögensverwaltern, müssen zudem einige zentrale Punkte der vertraglichen Vereinbarung veröffentlicht werden. Zu veröffentlichen ist, inwieweit Anreize gesetzt werden, dass der beauftragte Vermögensverwalter seine Anlagestrategie an das Profil und die Laufzeit der Verbindlichkeiten des institutionellen Anlegers anpasst, welche Anreize gesetzt werden, sich aktiv in die Zielgesellschaften einzubringen, um deren mittel- und

langfristige Performance in finanzieller und nicht-finanzieller Hinsicht zu verbessern, inwieweit im Rahmen der Bewertung und Vergütung des Vermögensverwalters dessen langfristige Gesamtleistung berücksichtigt wird und welche Laufzeit die Vereinbarung zwischen Vermögensverwalter und institutionellem Anleger hat. Fehlen entsprechende Anreizsetzungen, muss dies erklärt werden. Der Vermögensverwalter muss zudem einen jährlichen Durchführungsbericht erstellen, in dem er beschreibt, inwieweit die tatsächliche Anlagestrategie den in der Vereinbarung getroffenen Abreden entspricht. Der institutionelle Kunde kann auf Basis dieses Berichts prüfen, wie die vertraglichen Vereinbarungen tatsächlich gelebt wurden.

## **V. Die Regelungssystematik der ARRL**

Anders als die bisherige Regulierung setzt die geänderte Aktionärsrechterichtlinie im Ergebnis (sowohl mit Blick auf die konfliktbezogene Regulierung der Stimmrechtsberater als auch hinsichtlich der Vermögensverwalter) auf einen umfassenden Transparenzansatz. Der Markt soll in die Lage versetzt werden, eine informierte Anlageentscheidung zu treffen und durch die Hingabe von Kapital bzw. die Auswahl der Stimmrechtsberater die unterschiedlichen Konfliktbewältigungsstrategien zu bewerten.

Die Transparenzanforderungen stellen dabei im Grundsatz keine inhaltlichen Anforderungen, betrachtet man die neue Regulierung aber im Detail, zeigt sich mit Blick auf die Vermögensverwalter-bezogenen Vorgaben zumindest eine mittelbare inhaltliche Regulierung bzw. eine gewisse Präferenz hinsichtlich einer bestimmten Anlagestrategie. Faktisch propagiert die neue Regulierung eine langfristige und aktive Anlagestrategie, müssen doch entsprechende Anreizsetzungen offengelegt bzw. deren Fehlen erklärt werden. Vermittelt über den comply or explain-Mechanismus sind zwar auch kurzfristige und passive Anlagestrategien weiterhin möglich, aber in der Regel durch den Makel der Nichtkonformität beeinträchtigt.

Diese mittelbare Inpflichtnahme der Vermögensverwalter in ihrer Aktionärseseigenschaft findet im deutschen Aktienrecht mit seiner vergleichsweise schwachen Stellung des Aktionärs, die mit einem weitgehenden Recht auf unternehmerisches Desinteresse einhergeht, keinen Anknüpfungspunkt. Der Aktionär ist in erster Linie Investor, die Überwachung des Vorstands obliegt im dualistischen System nicht der Hauptversammlung, sondern dem Aufsichtsrat. Daher wählt die geänderte Aktionärsrechterichtlinie den Weg der „Contract Governance“. Dabei darf jedoch nicht aus den Augen verloren werden, dass auch eine kurzfristige und inaktive

Anlagestrategie im Interesse der Anleger sein kann. Entsprechend betonte die OGAW-Richtlinie noch ausdrücklich, dass auch die Nicht-Ausübung der Stimmrechte im Interesse der OGAW-Anleger liegen kann und gleichzeitig, dass das Anlegerinteresse immer im Zentrum der Entscheidungsfindung des Vermögensverwalters stehen muss. Diese Fokussierung auf das Anlegerinteresse als maßgebliche Richtschnur wird in der geänderten Aktionärsrechterichtlinie nicht mehr derart prominent betont, wie in den bisherigen europarechtlichen Vorgaben.

Dies zeigt sich auch in der Betonung nicht-finanzieller, sozialer und ökologischer Leistungsindikatoren. Damit wird ein erster Impuls mit Blick auf eine Interessenausweitung hin zu einem Stakeholder Value-Ansatz für Vermögensverwalter gesetzt. Eine Weiterverfolgung dieses Ansatzes würde jedoch über die bisherigen Stakeholder-Verpflichtungen der Zielgesellschaften hinausgehen und weitgehende Folgeprobleme hinsichtlich der Behandlung von Interessenkonflikten nach sich ziehen, stünde dem Vermögensverwalter das Anlegerinteresse als alleinige Richtschnur seines Handelns doch nicht mehr zur Verfügung. Zwar wurden die Bezüge auf die nicht-finanziellen Leistungsindikatoren im Rahmen des deutschen Umsetzungsgesetzes (ARUG II) nicht in den unmittelbaren Gesetzestext übernommen. Zudem wird im Umsetzungsgesetz betont, dass das Engagement des Vermögensverwalters in der Zielgesellschaft im Interesse der Endbegünstigten wahrzunehmen ist. Nichtsdestotrotz muss die in der Richtlinie anklingende Interessenausweitung vor allem mit Blick auf eine etwaige zukünftige Fortentwicklung der Regulierung Beachtung finden.

## **VI. Ausblick auf eine mögliche weitergehende Regulierung**

Abschließend wird die Frage erörtert, inwieweit die ARRL den Ausgangspunkt für eine weitergehende Regulierung bildet. Diese Frage stellt sich insbesondere vor dem Hintergrund, dass Art. 3k der Richtlinie ausdrücklich vorsieht, dass die Europäische Kommission 2022 bzw. 2023 die Auswirkungen der Richtlinie prüfen wird und speziell mit Blick auf die Regulierung der Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater eruieren soll, ob eine weitergehende Regulierung von Nöten ist. Diese Vorgabe zeigt eindrücklich, dass die neu eingeführten Transparenzregeln neben der angestrebten Markttransparenz auch darauf abzielen, der Europäischen Kommission eine umfassende Marktstudie zu ermöglichen. Die in der Vergangenheit bereits diskutierten (weitergehenden) Regulierungsalternativen sollen sodann basierend auf einer breiten Informationsgrundlage wieder aufgegriffen und deren Umsetzungsnotwendigkeit (nochmals) diskutiert werden.

Im Rahmen der Untersuchung wird vor diesem Hintergrund abschließend – unter Darlegung der bereits diskutierten (konfliktbezogenen) weitergehenden Regelungsansätze – dargestellt, dass eine solche Regulierung zum jetzigen Zeitpunkt im Grundsatz nicht angezeigt erscheint.

Die nunmehr eingeführten Transparenzregeln ermöglichen es den involvierten Akteuren, vielfach professionelle Finanzmarktakteure, die mitwirkungsbezogenen Strategien nachzuvollziehen und darauf aufbauend eine den individuellen Bedürfnissen entsprechende Anlageentscheidung zu treffen bzw. sich vertraglich abzusichern. Daneben bleibt – insb. aus Endanlegersicht – die bisher bereits bestehende öffentlich-rechtliche Überwachung des Konfliktmanagements der Vermögensverwalter bestehen.

Die mit den statuierten Offenlegungs- und Erklärungspflichten verbundene Sensibilisierung des Marktes auf ein aktives und langfristiges Anlagemodell ist vor dem Hintergrund der damit verbundenen Vorteile angemessen, eine darüber hinausgehende Verhaltensregulierung, beispielsweise im Wege von Treuestimmrechten, würde aber zu weit in das deutsche Aktienrecht, insbesondere den Gleichbehandlungsgrundsatz, eingreifen. Mit Blick auf die Stimmrechtsberater würde eine weitergehende Regulierung im Grundsatz ein nicht erforderliches Sonderverbraucherschutzrecht statuieren.

Abweichend kann dies allein mit Blick auf die parallele Corporate Governance-Beratung gesehen werden. Anders als die Kunden der Stimmrechtsberater können sich die Zielgesellschaften nicht eigenständig vor dem Druck, Leistungen von ICS zu beauftragen, um eine ablehnende Stimmrechtsempfehlung der Muttergesellschaft ISS zu verhindern, schützen. Insoweit muss daher über ein Verbot der parallele Corporate Governance-Beratung diskutiert werden.

Insgesamt kann mit Blick auf das weitergehende Regelungsbedürfnis festgehalten werden, dass die durch die ARRL eingeführten Offenlegungspflichten im Zusammenspiel mit den schon zuvor bestehenden Konfliktregularien und der nicht zu vernachlässigenden Möglichkeit individualvertraglicher Vereinbarungen einen ausreichenden Regelungsrahmen für mitwirkungsbezogene Interessenkonflikte bilden. Auch zukünftig darf dabei gerade mit Blick auf die Einbeziehung von ESG-Kriterien die strenge Bindung an die Interessen der jeweiligen Kunden nicht aus den Augen verloren werden.

\* \* \*