



FOM Hochschule für Oekonomie & Management
Hochschulzentrum Stuttgart

Master-Thesis

im Studiengang Taxation

zur Erlangung des Grades eines

Master of Laws (LL.M.)

über das Thema

**Die Bedeutung der kapitalmarktrechtlichen Sanktionen bei
Acting in Concert für die nachhaltige Transformation
in Deutschland**

von

Benjamin Ruppert, M.Sc.

Erstgutachter	Dr. Axel Steudle
Matrikelnummer	468025
Abgabedatum	2023-06-28

Abstract

Diese Master-Thesis analysiert die kapitalmarktrechtlichen Sanktionen bei Acting in Concert in Deutschland und verbindet sie über das Konzept des kollaborativen Shareholder Engagements mit der nachhaltigen Transformation der Wirtschaft. Bislang hat keine vergleichbare wissenschaftlich begutachtete Arbeit eine derartige Verknüpfung von Kapitalmarktrecht und Sustainable Finance vorgenommen. Diese Literaturarbeit schließt daher eine Forschungslücke und ist von hoher aktueller Relevanz für die Politik sowie die Sustainable Finance, da sie zu einem besseren Verständnis von der Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in Deutschland beiträgt. Denn laut aktuellem Bericht des Weltklimarats IPCC werden die derzeitigen Pläne nicht ausreichen, um die Erderwärmung zu verlangsamen. Das Pariser 1,5-Grad-Ziel von 2015 könnte demnach bereits im Jahr 2030 überschritten werden. Die Bekämpfung des Klimawandels muss als eine gesamtgesellschaftliche Aufgabe verstanden werden und erfordert die Mitwirkung jedes Einzelnen. Der Kapitalmarkt stellt hierbei einen machtvollen Hebel dar, ohne den dieses Ziel kaum erreichbar erscheint. Allerdings werden ihm in Deutschland Schranken gesetzt, weshalb er nicht sein volles Potenzial ausschöpfen kann. So z. B. für kooperierende Investoren, die gemeinsame Nachhaltigkeitsziele bei ihren Portfoliounternehmen verfolgen und höhere Corporate-Governance-Standards anstreben. Gemeinsam vereinen die Investoren mehr Stimmrechte und könnten mehr Einfluss bei den Unternehmen ausüben. Das deutsche Kapitalmarktrecht verhindert dies jedoch, weshalb hierzulande bislang keine nennenswerten Kollaborationen unter Investoren entstanden sind. In dieser Arbeit wird daher der Frage nachgegangen, welche Bedeutung die kapitalmarktrechtlichen Sanktionen bei Acting in Concert für die nachhaltige Transformation der deutschen Wirtschaft haben. Die daraus abgeleiteten Empfehlungen richten sich insbesondere an die Politik, die diese Hürden für die nachhaltige Transformation in Deutschland beseitigen sollte.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis.....	VII
Abkürzungsverzeichnis	VIII
1 Einleitung.....	1
1.1 Zunehmende Bedeutung von Nachhaltigkeit auf dem Kapitalmarkt	1
1.2 Problemstellung bei der Zusammenarbeit von Investoren.....	2
1.3 Zielsetzung und Gang der Thesis	3
1.4 Ableitung der Forschungsfrage und Eingrenzung des Themas.....	5
1.5 Angewandte Methoden in der Thesis.....	6
2 Rechtliche Grundlagen von Acting in Concert.....	8
2.1 Einführung und Begriffsbestimmung von Acting in Concert	8
2.2 Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht.....	8
2.2.1 Acting-in-Concert-Vorschriften im Überblick.....	8
2.2.2 Relevante Einzelnormen bei Acting in Concert	10
2.2.3 Transparenz- und Mitwirkungspflichten nach ARUG II.....	11
2.2.4 Deutscher Corporate Governance Kodex mit Nachhaltigkeitsbezug	12
2.3 Rechtsprechung des BGH zu Acting in Concert.....	13
2.3.1 BGH-Rechtsprechung zu Acting in Concert im Überblick.....	13
2.3.2 Erste Grundsatzentscheidung zu Acting in Concert im Jahr 2006.....	14
2.3.3 Weitere Klärung durch den BGH im Jahr 2018	15
2.3.4 BGH-Urteile im Dezember 2022 erhöhen Rechtsunsicherheit	17
2.4 Acting in Concert im europäischen Rechtsrahmen	19
2.4.1 Europäisierung des deutschen Kapitalmarktrechts.....	19
2.4.2 Einfluss auf das Wertpapierübernahme- und Wertpapierhandelsrecht ..	20

2.4.3	Verknüpfung mit dem Marktmissbrauchsrecht	21
2.4.4	Whitelist der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde	22
2.5	Emittentenleitfaden und Verwaltungspraxis der BaFin	24
3	Einflussnahme und Kooperation von Investoren.....	25
3.1	Institutionelle Investoren.....	25
3.1.1	Bedeutung von institutionellen Investoren.....	25
3.1.2	Klassifikation von institutionellen Investoren.....	27
3.2	Shareholder Engagement	28
3.2.1	Einführung und Begriffsbestimmung von Shareholder Engagement....	28
3.2.2	Shareholder Engagement, Active Ownership und Stewardship.....	29
3.2.3	Stewardship Kodex für verantwortungsvolle Investoren	30
3.2.3.1	Kodex-Vorbild Großbritannien	30
3.2.3.2	Kodex-Bestrebungen in Deutschland	32
3.3	Kooperation unter Investoren.....	33
3.3.1	PRI – Principles für Responsible Investment.....	33
3.3.2	Kollaboratives Shareholder Engagement	34
3.3.2.1	Nutzen von kollaborativen Engagements	34
3.3.2.2	Instrumente und Methoden von kollaborativen Engagements	35
3.3.2.3	Beispiele für kollaborative Engagements	35
3.3.2.4	Jüngste BaFin-Stellungnahme zu kollaborativem Engagement	36
3.3.3	Bedeutung von Engagement-Plattformen	38
4	Die Bedeutung von Acting in Concert für die nachhaltige Transformation.....	39
4.1	Einfluss institutioneller Investoren durch Shareholder Engagement	39
4.1.1	Einflussbereich: Voting	39
4.1.1.1	Abstimmungsalternativen und Proxy-Beratung	39
4.1.1.2	Vorstandsfreundlichkeit institutioneller Investoren	40

4.1.1.3	Bedeutung zurückgezogener Aktionärsanträge.....	41
4.1.1.4	ESG-Abstimmungen von institutionellen Investoren.....	42
4.1.1.5	Say-on-Climate-Bewegung	44
4.1.2	Einflussbereich: Voicing	46
4.1.2.1	Engagement-Strategien.....	46
4.1.2.2	Wirkung von Engagement auf die Unternehmen	47
4.1.2.3	Kollaborative Engagements mit ESG-Bezug	49
4.1.2.4	Kontroverse Debatte über das Engagement von Indexfonds	50
4.1.2.5	Kritische Auseinandersetzung mit realer Wirkung	52
4.1.3	Einflussbereich: Divestment.....	53
4.1.3.1	Divestment-Strategien als letzte Eskalationsstufe.....	53
4.1.3.2	Dekarbonisierung institutioneller Portfolios	54
4.1.4	Treuhänderische Grenzen für nachhaltige Vermögensverwalter	57
4.2	Acting in Concert: Vergleich und öffentliche Besprechung	59
4.2.1	Acting in Concert im europäischen Vergleich	59
4.2.1.1	Revision der europäischen Übernahmerichtlinie.....	59
4.2.1.2	Unterschiedliche Definitionen von Acting in Concert	60
4.2.1.3	Acting in Concert bei Vorstands- und Aufsichtsratswahlen	61
4.2.2	Acting in Concert im angloamerikanischen Kapitalmarktrecht	63
4.2.2.1	Angloamerikanische Corporate Governance.....	63
4.2.2.2	Acting in Concert in Großbritannien.....	63
4.2.2.3	Acting in Concert in den USA.....	65
4.2.2.4	ESG-Gegenbewegung in den USA	66
4.2.3	Öffentliche Besprechung der deutschen Acting-in-Concert-Normen ...	67
4.2.3.1	Untersuchung von PRI	67
4.2.3.2	Stellungnahme des deutschen Fondsverbandes BVI.....	68

4.2.3.3	Positionspapier des Berufsverbandes DVFA	69
4.2.3.4	Empfehlungen des deutschen Sustainable-Finance-Beirats	71
4.3	Bestandsaufnahme kollaborativer Engagements in Deutschland	72
4.3.1	Engagements auf der PRI-Plattform.....	72
4.3.2	Engagements bei Climate Action 100+.....	72
4.3.3	Engagements bei Shareholders for Change.....	74
5	Diskussion	75
5.1	Interpretation der Ergebnisse	75
5.1.1	Investoren als verantwortungsbewusste Transformatoren	75
5.1.2	Vorteile des kollaborativen Aktionärsengagements.....	76
5.1.3	Acting in Concert – Hemmschuh für kollaboratives Engagement.....	77
5.1.4	Auswirkungen auf eine deutsche Engagement-Plattform	78
5.1.5	Beantwortung der Forschungsfrage und Handlungsempfehlungen	79
5.2	Limitationen und Anknüpfungspunkte für weitere Forschung	81
6	Zusammenfassung und Fazit	82
	Anhang	84
	Literaturverzeichnis.....	94
	Rechtsquellenverzeichnis	111

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung des Fondsvermögens in Deutschland	2
Abbildung 2: Historischer Aktienchart der Deutschen Postbank AG.....	18
Abbildung 3: Investorengruppen nach Beteiligungsgröße weltweit	25
Abbildung 4: Gestaltungsformen von Shareholder Engagement.....	28
Abbildung 5: Abstimmungsmöglichkeiten institutioneller Investoren	39
Abbildung 6: Kumulative Überrenditen nach kollaborativen Engagements	50
Abbildung 7: Kumulative CO ₂ -Emissionsveränderungen bei Divestment.....	55

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht.....	9
Tabelle 2: BGH-Urteile zu Acting in Concert	13
Tabelle 3: Mindestbußgeldrahmen im EU-Kapitalmarktrecht.....	19
Tabelle 4: DAX-Investoren nach Anteilshöhe	26
Tabelle 5: Klassifikation institutioneller Investoren	27
Tabelle 6: Globale Stewardship-Richtlinien	31
Tabelle 7: BaFin-Fallbeispiele zu kollaborativem Engagement	37
Tabelle 8: Abstimmungen und Engagements ausgewählter Asset Manager	41
Tabelle 9: Zurückgezogene HV-Anträge im S&P 500 (1997-2009)	42
Tabelle 10: Ansätze institutioneller Investoren gegen Klimarisiken	44
Tabelle 11: Häufig verwendete Engagement-Instrumente.....	46
Tabelle 12: Nationale übernahmerechtliche Reaktionen auf die Übernahme-RL	59
Tabelle 13: EWR-Staaten mit unterschiedlichen Definitionen von Acting in Concert ..	61
Tabelle 14: Verteilung kollaborativer Engagements nach Zielland.....	72
Tabelle 15: Verteilung von SfC-Engagements nach Zielland.....	74

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
ARRL II	Zweite Aktionärsrechterichtlinie
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
CA100+	Climate Action 100+
CDP	Carbon Disclosure Project
CSR	Corporate Social Responsibility
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESG	Environment, Social, Governance
ETF	Exchange-Traded Fund
FRC	Financial Reporting Council
GHG	Greenhouse Gas Protocol
HV	Hauptversammlung
MAD	Market Abuse Directive
MAR	Market Abuse Regulation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NZAMI	Net Zero Asset Manager Initiative
NZIA	Net-Zero Insurance Alliance
PRI	Principles for Responsible Investment
RL	Richtlinie
SfC	Shareholders for Change
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SRI	Socially Responsible Investing
TCFD	Task Force on Climate Related Financial Disclosures
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz

1 Einleitung

1.1 Zunehmende Bedeutung von Nachhaltigkeit auf dem Kapitalmarkt

In den vergangenen Jahren haben institutionelle Investoren eine stetig aktivere Rolle auf dem Kapitalmarkt eingenommen und versucht, einen größeren Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen auszuüben.¹ Denn sie wollen die Unternehmen als Kapitalgeber nicht länger nur finanziell, sondern auch inhaltlich bei ihrer nachhaltigen Transformation unterstützen, um damit einen Beitrag zur Erreichung der Klimaziele zu leisten, auf die sich die internationale Gemeinschaft zur Bekämpfung des Klimawandels verständigt hat.² Laut aktuellem Sachstandsbericht des Weltklimarats IPCC, der mehrere 10.000 Studien weltweit zum Klimawandel auswertet, reichen die derzeitigen Bestrebungen von Politik und Wirtschaft nicht aus, um den Klimawandel abzubremesen.³ Das 1,5-Grad-Ziel des Pariser Klimaabkommens von 2015 könnte demnach bereits Anfang der 2030er Jahre überschritten werden. Schließlich nimmt der gesellschaftliche und politische Druck durch die öffentliche Nachhaltigkeitsdebatte sowie weitreichende Regulierungsvorschriften auf Investoren und Unternehmen weiter zu. Insbesondere die Kunden von Vermögensverwaltungen, Investmentgesellschaften und anderen treuhänderischen Kapitalsammelstellen fordern zunehmend mehr Nachhaltigkeit in den Anlageprodukten. Bei der beliebten Anlagestrategie „Impact Investing“ achten die Anleger immer stärker darauf, dass ihre Investitionen eine messbare Wirkung für eine nachhaltigere Welt erzielen.⁴ Dem aktuellen Nachhaltigkeitsbericht des deutschen Fondsverbandes BVI zufolge ist mittlerweile die Hälfte des gesamten Publikumsfondsvermögens in Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen angelegt.⁵ Spätestens seit Einführung der EU-Offenlegungsverordnung (SFDR) im März 2021 ist der Marktanteil von grünen Investments stetig angewachsen (vgl. Abbildung 1). Denn seitdem wurden breite Teile des Investmentfondsmarktes gemäß den Nachhaltigkeitskriterien von Art. 8 und Art. 9 SFDR umklassifiziert und zeigt damit, dass Fonds- bzw. Asset Manager in ihren Investment- und Anlagestrategien zunehmend stärker Nach-

¹ Vgl. *Rosty, N.*, Aktivistische Investoren, 2020, S. 172; *Fleischer, H., Hülse, P.*, Say-on-Climate, 2023, S. 44 f.; *Jaspers, P.*, Shareholder Activism, 2022, S. 145 f.

² Vgl. *Speich, I.*, Nachhaltigkeit Aktionärsdialog, 2023, S. B3; *Stobbe, A., Connan, M.-S.*, Say-on-Climate, 2023, S. B4; internationale Klimaziele, insbes. die Agenda 2030 sowie das Übereinkommen von Paris der UN (beide 2015) oder der Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums der EU (2018).

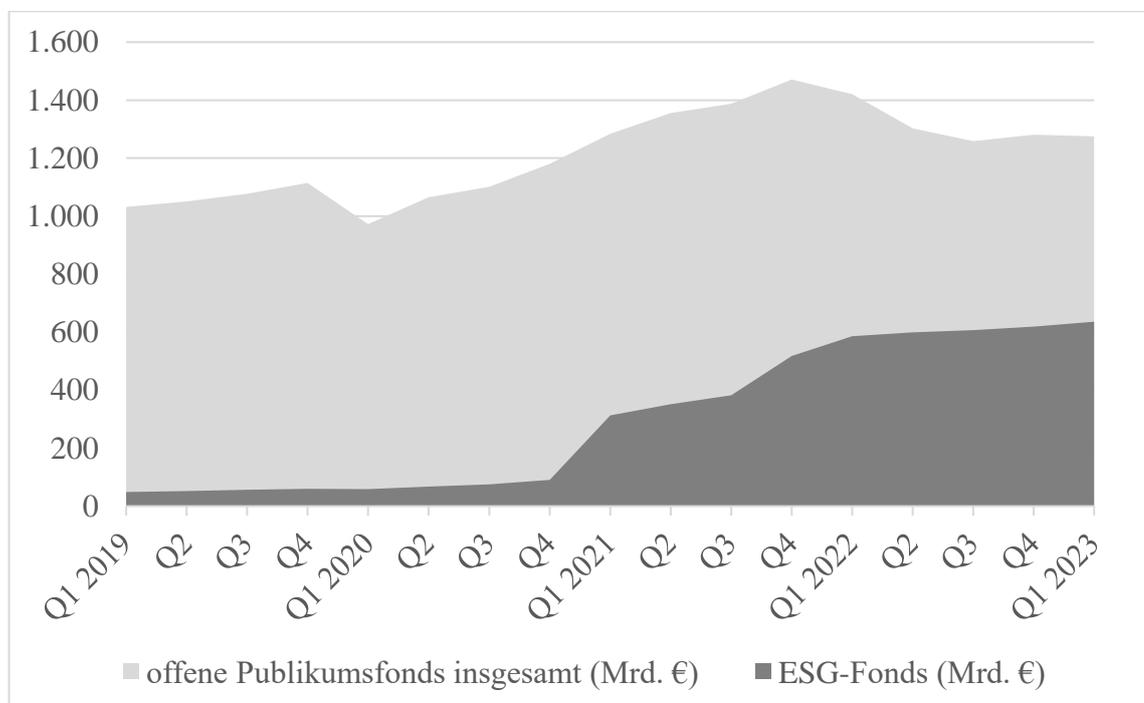
³ Vgl. *IPCC*, Synthesis Report, 2023, S. 23 ff.

⁴ Vgl. *Busch, T. et al.*, Impact Investments, 2021, S. 5; *Heeb, F. et al.*, Investors Care, 2023, S. 1772.

⁵ Vgl. *BVI*, Fokus Nachhaltigkeit, 2023, S. 1.

haltigkeitsüberlegungen berücksichtigen. Begleitet wird diese Entwicklung jedoch mitunter von Greenwashing-Vorwürfen gegen sowohl einzelne prominente Vertreter der Fondsindustrie als auch gegenüber der Finanzbranche insgesamt, die mittlerweile auch zu Reformbestrebungen bei der SFDR geführt haben.⁶ Auch wenn die Wachstumsdynamik des nachhaltigen Fondsmarktes neuerdings etwas zurückgegangen ist, so gewinnen die grünen Geldanlagen dennoch weiter Marktanteile, auch entgegen eines rückläufigen Gesamtmarktrends, und zeigen damit die weiterhin hohe gesellschaftliche Relevanz.

Abbildung 1: Entwicklung des Fondsvermögens in Deutschland



Quelle: BVI, Wertentwicklungsstatistik, 2023, o. S. (vgl. Anhang 8)

1.2 Problemstellung bei der Zusammenarbeit von Investoren

Investmentgesellschaften nehmen als Finanzintermediäre eine zentrale Rolle auf dem Kapitalmarkt ein, da sie die Gelder ihrer Kunden zu großen Volumen bündeln, die sie den Unternehmen als Eigenkapital zur Verfügung stellen und dafür entsprechend Einfluss ausüben können (Shareholder Engagement).⁷ Die von ihnen fiduziarisch verwalteten Eigentumsrechte können beispielsweise durch Abstimmung, Antragstellung und Debatten

⁶ Vgl. Schmitt, C. et al., Greenwashing Finanzbranche, 2023, S. 21; Stoltenberg, S., Greenwashing-Streit, 2023, S. 3; Ross, V., Transparenz Greenwashing, 2023, S. 5; ESMA, Report Greenwashing, 2023, S. 56.

⁷ Vgl. Thießen, F., Asset Management, 2021, S. 288.

auf den Hauptversammlungen oder im direkten Dialog mit den Unternehmensleitungsorganen ausgeübt werden. Wenn Investmentgesellschaften darüber hinaus mit anderen Investoren kooperieren, kann sich deren Einfluss auf die Portfoliounternehmen erhöhen, da sie gemeinsam über mehr Eigenkapital und damit mehr Stimmrechte auf den Aktionärsversammlungen verfügen. Allerdings müssen sie dabei auf einem rechtlich schmalen Grat balancieren, denn gemeinsames bzw. abgestimmtes Handeln (Acting in Concert) wird zum Schutz der Minderheitsaktionäre von aufsichts- und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften eng begleitet.⁸ Bei dieser international gängigen Rechtspraxis zur Vorbeugung von Marktmissbrauch und -manipulation geht das deutsche Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht jedoch einen vergleichsweise strengen Weg und könnte dadurch Investoren von kollaborativem Shareholder Engagement abhalten.⁹ Einige nationale sowie internationale Bedenkenräger dieses deutschen Sonderwegs kritisierten dies bereits in den vergangenen Jahren und sehen darin den Grund, dass in Deutschland bislang nur wenig nennenswerte Kooperationen unter Investoren entstanden sind.¹⁰ So monierte beispielsweise der Sustainable-Finance-Beirat der letzten Bundesregierung im Februar 2021, dass die deutschen Acting-in-Concert-Normen zu gravierenden rechtlichen Unsicherheiten für das Engagement institutioneller Investoren führten.¹¹ Diese kapitalmarktrechtliche Regulierung könnte somit die nachhaltige Transformation in Deutschland erschweren, wenn Investoren nicht in der Lage sind, ihre Kräfte zu bündeln, um nachhaltige Prozesse, Strategien und Ziele bei den Unternehmen umzusetzen. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob diese Regeln gelockert werden sollten, um die Zusammenarbeit von Investoren zu erleichtern und dadurch die nachhaltige Transformation der deutschen Wirtschaft zur Erreichung der international vereinbarten Klimaziele zu beschleunigen.

1.3 Zielsetzung und Gang der Thesis

Diese Thesis untersucht, wie die deutschen Rechtsvorschriften bei Acting in Concert die Zusammenarbeit zwischen Investoren beeinflussen und welche Bedeutung dies für die Förderung von Nachhaltigkeit auf dem deutschen Kapitalmarkt bzw. die nachhaltige

⁸ Vgl. *Wackerbarth* in MüKoAktG, WpÜG, § 30 Rn. 31; *Ekkenga, J.*, Investmentfonds Kontrollagenten, 2020, S. 1670; *Casper* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 801.

⁹ Vgl. *Ruppert, B.*, Acting Concert, 2022, S. 26.

¹⁰ Vgl. *Ruppert, B.*, Acting Concert, 2022, S. 28 f.; *Schmidt, M.*, Engagement-Plattform, 2022, S. 8; *Herkströter, C. et al.*, Collaborative Engagement, 2020, S. 2 (Anhang 7).

¹¹ Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Abschlussbericht, 2021, S. 128.

Transformation der deutschen Wirtschaft hat. Das Ziel ist somit die Relevanz dieser Regulierung aus Teilbereichen des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts herauszuarbeiten, um anschließend einen Handlungsbedarf und Empfehlungen daraus ableiten zu können. Dabei wird ein erster Schwerpunkt auf die Einbettung des Themas in das deutsche sowie europäische Kapitalmarktrecht gelegt. Ein zweiter Schwerpunkt liegt auf der Einflussnahme von kooperierenden Investoren im Zusammenhang mit dem Konzept des kollaborativen Shareholder Engagements und der Auswirkungen auf die gemeinsamen Zielunternehmen. Hierbei wird im Speziellen die Verantwortung von Asset Managern im Rahmen ihrer fiduziarischen Pflichten gegenüber ihren Kunden hervorgehoben.

In der Thesis strukturieren sich die genannten Themen wie folgt: Im anschließenden Abschnitt wird die Forschungsfrage aus dem aktuellen Stand der Forschung abgeleitet sowie das Thema weiter eingegrenzt. Danach folgt die ausführliche Darstellung der angewandten Methoden und der Vorgehensweise. Die darauffolgenden beiden Kapitel bilden dann den Grundlagenteil dieser Arbeit. Es werden die verschiedenen kapitalmarktrechtlichen Normen bei Acting in Concert in Deutschland und die Rechtsgrundlagen auf Ebene der Europäischen Union dargelegt. Dabei werden auch relevante Soft-Law-Leitlinien erläutert. Außerdem werden die einschlägigen und aktuellen höchstrichterlichen Entscheidungen bei Acting in Concert durch den Bundesgerichtshof (BGH) dargelegt. Im zweiten Grundlagenteil wird die Einflussnahme von Investoren auf die Unternehmen betrachtet. Hierbei wird auf die Zusammenarbeit unter Investoren im Rahmen des kollaborativen Shareholder Engagements vertieft eingegangen und auch aktuelle Beispiele aus den vergangenen Jahren zur Veranschaulichung herangezogen. In Kapitel 4 folgen anschließend die Ergebnisse der Literaturrecherche, die die Bedeutung der Acting-in-Concert-Regeln für die nachhaltige Transformation in Deutschland herausstellen sollen. Im ersten Abschnitt dieses Kapitels werden jüngste Forschungsergebnisse in Bezug auf Shareholder Engagement und die Kooperation von Investoren besprochen. Es werden empirisch-wissenschaftliche Erkenntnisse über die Wirkung von Investoren auf die Portfoliounternehmen durch unterschiedliche Strategien gezeigt. Des Weiteren erfolgt ein Vergleich mit der Rechtspraxis bei Acting in Concert in anderen europäischen Ländern. Nachdem im fünften Kapitel die Ergebnisse interpretiert, die Analysemethoden kritisch hinterfragt sowie weitere mögliche Forschungsansätze aufgezeigt wurden, schließt diese Master-Thesis in Kapitel 6 mit einer Zusammenfassung und einem Fazit aus der Forschungsarbeit.

1.4 Ableitung der Forschungsfrage und Eingrenzung des Themas

Die Rechtsvorschriften um Acting in Concert besitzen eine hohe Praxisrelevanz für zentrale Bereiche der Wirtschaft. Sie sind insbesondere in Bezug auf Unternehmensübernahmen und Konzernrecht, Marktmanipulation und Kartellrecht oder wertpapierhandelsrechtliche Melde- und Transparenzpflichten für die Marktteilnehmer zu beachten. Deshalb hat sich die rechtswissenschaftliche Literatur in den vergangenen 20 Jahren bereits ausführlich mit den verschiedenen Teilaspekten von Acting in Concert und der einschlägigen Rechtsprechung beschäftigt.¹² Eine Ausnahme bilden hierbei die jüngsten BGH-Urteile aus dem Jahr 2022, die noch nicht ausführlich besprochen werden konnten. Dagegen ist in dem vergleichsweise noch jungen Feld der Sustainable Finance, unter der die nachhaltigkeitsbezogene Wirkung von Shareholder Engagement eingeordnet wird, insgesamt noch wesentlicher Forschungsbedarf vorhanden.¹³ Dennoch gibt es bereits nationale sowie internationale Forschung zu Shareholder Engagement und kollaborativem Aktionärsengagement aus den letzten Jahren.¹⁴ Allerdings ist bis heute keine begutachtete und veröffentlichte Arbeit bekannt, die einen interdisziplinären Ansatz verfolgt und diese genannten Bereiche aus dem Kapitalmarktrecht und der Sustainable Finance in einem Gleichgang analysiert hat. Diese Nische wird von dieser Masterarbeit besetzt und soll damit eine Forschungslücke schließen, die neue Erkenntnisse für Politik, Unternehmen, Investoren und Rechtspraxis liefert. Unter dieser Voraussetzung soll schließlich die Forschungsfrage beantwortet werden, welche Bedeutung die kapitalmarktrechtlichen Sanktionen bei Acting in Concert für die nachhaltige Transformation in Deutschland haben.

Diese Arbeit konzentriert sich ausschließlich auf Acting in Concert und Shareholder Engagement hinsichtlich der nachhaltigen Transformation der Unternehmen. Vorgelagerte Investitions- und Entscheidungsprozesse auf Endkundenebene sollen explizit nicht betrachtet werden. Es ist davon auszugehen, dass diese Überlegungen eine untergeordnete Rolle für die Beantwortung der Forschungsfrage einnehmen. Daher werden verschiedene Aspekte in deren Umfeld nicht betrachtet und sollen hiervon abgegrenzt werden. So sind

¹² Vgl. ausführliche Übersicht z. B. bei *Habersack* in Emmerich/Habersack, WpHG, § 34 Rn. 22-31; *Angerer* in Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 30, Rn. 32-41; *Bayer* in MüKoAktG, WpHG, § 34 Rn. 35-41.

¹³ Vgl. *Edmans, A., Kacperczyk, M.*, Sustainable Finance, 2022, S. 1313; *Kumar, S. et al.*, Sustainable Finance, 2022, S. 27 ff.; *Kashi, A., Shah, M.*, Sustainable Finance, 2023, S. 21 f.

¹⁴ Vgl. Übersicht z. B. bei *Liang, H., Renneboog, L.*, Sustainable Finance, 2020, S. 17 ff.; *Wilkens, M., Klein, C.*, Transformative Wirkungen, 2021, S. 32 ff.; *Christ, J.*, Impact Investments, 2022, S. 210 ff.; *Kölbel, J. et al.*, Sustainable Investing, 2020, S. 559 ff.; *Marti, E. et al.*, Sustainable Investing, 2023, S. 3 ff.

Performance-Analysen von nachhaltigen Geldanlagen und mögliche Vorteile für das Chance-Risiko-Profil für die Anleger nicht relevant. Empfehlenswert sind diesbezüglich allerdings die Untersuchungen von Whelan oder Friede und Kollegen.¹⁵ Auch werden die Präferenzen von Privatinvestoren und mögliche Preissensibilität ebenso wie Unterschiede in den Nachhaltigkeitsdefinitionen ausgeklammert. Diesbezüglich sind in etwa die Untersuchungen von Heeb, Gutsche oder Zwergel und Kollegen lesenswert.¹⁶ Des Weiteren sind in der jüngeren Vergangenheit Ratingagenturen und ESG-Ratings stärker in den Fokus von Forschungsarbeiten gerückt. Hierzu erhielten die Untersuchungen von Berg, Avramov oder Shanaev und deren Kollegen eine bedeutende Aufmerksamkeit.¹⁷

1.5 Angewandte Methoden in der Thesis

Als Literaturlarbeit stützt sich diese Thesis auf eine umfangreiche Literaturrecherche mit Bezug zu den relevanten Gesetzen im deutschen und internationalen Kapitalmarktrecht sowie die einschlägige Rechtsprechung. Außerdem setzt sie sich mit wissenschaftlicher Fachliteratur der Sustainable Finance auseinander, die sich mit Shareholder Engagement und der Zusammenarbeit von Investoren beschäftigt hat. Nach einem literaturbasierten Forschungsansatz wird daher ausgiebig wissenschaftliche Literatur gesammelt, zusammengefasst und kritisch diskutiert, um das Ziel der Master-Thesis zu erreichen.¹⁸ Es erfolgt somit im Verlauf der Arbeit eine Synthese der rechtswissenschaftlichen Betrachtungsweise speziell im Bereich des Kapitalmarktrechts mit theoretischen sowie empirischen Erkenntnissen aus der Sustainable Finance. Ein zentraler Aspekt dessen liegt daher in der ausführlichen Darstellung des aktuellen Forschungsstandes, die bestehende Zusammenhänge aufzeigen und auf Widersprüche hinweisen soll.¹⁹ Diese interdisziplinäre Verknüpfung von Kapitalmarktrecht und Sustainable Finance hat in der jüngeren wissenschaftlichen Vergangenheit u. a. den neuen Fachbereich der Sustainable Corporate Governance hervorgebracht.²⁰ Der Dreiklang dieser Fachbereiche kann somit als wissenschaftlicher Bezugsrahmen dieser Thesis angesehen werden.

¹⁵ Vgl. Whelan, T. et al., ESG Performance, 2021, S. 10; Friede, G. et al., ESG Performance, 2015, S. 226.

¹⁶ Vgl. Heeb, F. et al., Investors Care, 2023, S. 33; Gutsche, G. et al., German Investors, 2017, S. 81; Gutsche, G., Ziegler, A., Sustainable WTP, 2019, S.193; Zwergel, G. et al., Sustainable Investors, 2019, S. 292.

¹⁷ Vgl. Berg, F. et al., Divergence Ratings, 2022, S. 1315 ff.; Avramov, D. et al., Sustainable Investing, 2022, S. 642 ff.; Shanaev, S., Ghimire, B., ESG Rating, 2022, o. S.

¹⁸ Vgl. Voss, R., Wissenschaftliches Arbeiten, 2022, S. 25.

¹⁹ Vgl. Balzert, H. et al., Wissenschaftliches Arbeiten, 2017, S. 74.

²⁰ Vgl. Magers, J. et al., Sustainable Governance, 2022, o. S.; Velte, P., Sustainable Governance, 2021, S. 1054.

Die Literaturrecherche fand auf Grundlage der anerkannten Standards für wissenschaftliches Arbeiten statt.²¹ Sie erfolgte über Online-Kataloge und Präsenzbestände von Hochschul- sowie Landesbibliotheken, frei zugängliche Online-Datenbanken und Online-Suchmaschinen für allgemeine sowie speziell wissenschaftliche Literatur. Ergänzend wurde auch ein US-amerikanisches Chatbot-Programm genutzt, das auf Maschinellern Lernen beruht und auf globale Datenbanken mit dem Stand von September 2021 zurückgreifen konnte. Daneben war die Recherche in den aktuellen Jahrgängen auf den Internetseiten der relevanten Fachzeitschriften maßgeblich. Hilfreich waren hierbei insbesondere die Vorschläge zu ähnlichen Forschungspapieren sowie die Literaturangaben in den Beiträgen selbst. Die gesammelte Literatur wurde schließlich in eine übersichtliche Tabellenform gebracht, kategorisiert und priorisiert (vgl. Anhang 10). Aus den Kategorien wurden später die Abschnitte entwickelt. So konnten mehr als 200 Forschungspapiere berücksichtigt werden, die zu mehr als 76% in den vergangenen fünf Jahren publiziert wurden. Bei der Quellenauswahl galten Zitierfähigkeit, Identifizierbarkeit, Kontrollierbarkeit sowie Zitierwürdigkeit als Standardanforderungen des wissenschaftlichen Arbeitens.²² Dabei wurden ausschließlich Primärquellen verwendet. Zur Abbildung des Forschungsstandes wurden Forschungspapiere zitiert, die in wissenschaftlich anerkannten Fachzeitschriften begutachtet und publiziert wurden. Grundlagen sowie theoretischer Hintergrund konnten dagegen auch mithilfe etablierter Standardwerke und Fachbüchern dargestellt werden. Des Weiteren wurden Beiträge aus rechtswissenschaftlichen Sammelwerken und Fachzeitschriften sowie Gesetzeskommentare herangezogen, die von ausgebildeten Juristen oder anerkannten Experten stammten. Bei der Literatúrauswahl wurde höchsten Wert auf Aktualität gelegt, sodass bei der Rechtsliteratur stets der aktuelle Gesetzesstand sowie daran ausgerichtete Gesetzeskommentare und Fachbeiträge in der Analyse berücksichtigt werden konnten. Schließlich sind alle für diese Untersuchung herangezogenen Quellen öffentlich verfügbar bis auf zwei Ausnahmen: Für eine Wertentwicklungsstatistik wurden Daten vom deutschen Fondsverband BVI angefordert und verschiedene Rechtsgutachten wurden auf Anfrage vom UN-Investorennetzwerk PRI zur Verfügung gestellt. Die Belege zu diesen Quellen wurden, wie die Belege zu den flüchtigen Internetquellen, im Anhang zur Verfügung gestellt und können somit für Dritte nachvollzogen werden.

²¹ Vgl. Balzert, H. et al., *Wissenschaftliches Arbeiten*, 2017, S. 165 f.

²² Vgl. Balzert, H. et al., *Wissenschaftliches Arbeiten*, 2017, S. 167 f.

2 Rechtliche Grundlagen von Acting in Concert

2.1 Einführung und Begriffsbestimmung von Acting in Concert

Abgestimmtes Verhalten bzw. Acting in Concert ist ein international gebräuchlicher Rechtsbegriff für das Zusammenwirken von Aktionären eines Emittenten, die gemeinsame Ziele verfolgen und sich deshalb gegenseitig ihre Stimmrechte zurechnen müssen.²³ Das Acting in Concert kann dabei verschiedene Formen annehmen, wie z. B. eine gemeinsame Abstimmung auf der Hauptversammlung, eine Koordinierung von Stimmrechten oder der gemeinsame Aktienerwerb. Die daraus folgende Stimmrechtszurechnung kann zu einer Überschreitung von meldepflichtigen Schwellen bis hin zur Angebotspflicht führen. Voraussetzung ist jedoch, dass der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder anderweitig zusammenwirken, um eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten zu erreichen.²⁴ Es spielt dabei keine Rolle, ob der Meldepflichtige selbst Stimmrechte besitzt oder ob ihm Stimmrechte aufgrund anderer Zurechnungstatbestände zuzurechnen sind. Vorwürfe eines aktienrechtlich relevanten abgestimmten Verhaltens mit Meldepflichtverletzungen führten bereits regelmäßig zu Rechtsstreitigkeiten. Aufgrund der Uneinigkeit bei der Auslegung der Tatbestandsmerkmale führte dies auch zu mehreren höchstrichterlichen Entscheidungen durch den BGH.²⁵

2.2 Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht

2.2.1 Acting-in-Concert-Vorschriften im Überblick

Kapitalmarktrechtliche Regeln, wie das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) oder das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), bestimmen und regulieren Acting in Concert in Deutschland. Beispielsweise müssen gemeinsam handelnde Aktionäre der Gesellschaft sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unverzüglich mitteilen, sobald gewisse Anteilsschwellen überschritten werden. Durch diese Offenlegungspflicht soll die Transparenz der Zusammenarbeit und die dahinterliegenden

²³ Vgl. *BaFin*, Emittentenleitfaden B, 2018, S. 26; *Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG, § 22 Rn. 80; *Keßler* in *Henssler/Strohn*, WpHG, § 47 Rn. 4.

²⁴ Vgl. *BaFin*, Emittentenleitfaden B, 2018, S. 27; *Süßmann* in *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, KapAnlR-Hdb., § 14 Rn. 32.

²⁵ Vgl. *BGH*, 18.9.2006, II ZR 137/05; *BGH*, 25.9.2018, II ZR 190/17; *BGH*, 13.12.2022, II ZR 9/21; sämtliche in der Thesis zitierten Gerichtsurteile stammen aus den Entscheidungsdatenbanken der Gerichte.

Ziele gewährleistet werden, um eine unangemessene Einflussnahme auf die Unternehmen zu verhindern.²⁶ Denn abgestimmtes Handeln von Aktionären birgt auch Missbrauchspotenzial und kann gerade bei wesentlichen Beteiligungshöhen zu Marktmanipulation führen, weshalb kapitalmarktrechtliche Regeln zum Schutz bestehen (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Acting in Concert im deutschen Kapitalmarktrecht

§ 20 AktG	Mitteilungspflichten; Unternehmen, die Beteiligungen > 25% an Gesellschaften halten (Abs. 1); Hinzurechnungen von Aktien (Abs. 2)
§ 21 AktG	Mitteilungspflichten der Gesellschaft; Gesellschaften, die Beteiligungen > 25% an Kapitalgesellschaften halten (Abs. 1)
§ 127a AktG	Aktionärsforum; Aufforderungen zur Stimmabgabe (Abs. 1)
§ 22 WpHG	Meldepflichten; BaFin als zuständige Behörde (Abs. 1)
§ 33 WpHG	Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen; Meldeschwellen (Abs. 1) → 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75%
§ 34 WpHG	Zurechnung von Stimmrechten
§ 39 WpHG	Mitteilungspflichten bei Zusammenrechnung
§ 97 WpHG	Schadenersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen
§ 119 WpHG	Strafvorschriften; Marktmanipulation (Abs. 3)
§ 120 WpHG	Bußgeldvorschriften; Marktmanipulation (Abs. 15)
§ 2 WpÜG	Begriffsbestimmungen; gemeinsam handelnde Personen (Abs. 5)
§ 10 WpÜG	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots
§ 29 WpÜG	Begriffsbestimmungen; Übernahmeangebot (Abs. 1); Kontrolle bei 30% (Abs. 2)
§ 30 WpÜG	Zurechnung von Stimmrechten; abgestimmtes Verhalten (Abs. 2)
§ 35 WpÜG	Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots; Publizitätspflicht (Abs. 1); Angebotspflicht (Abs. 2)
§ 38 WpÜG	Anspruch auf Zinsen

Quelle: Gesetze, eigene Darstellung

²⁶ Vgl. *BaFin*, Emittentenleitfaden B, 2018, S. 6; *Wackerbarth* in *MüKoAktG*, WpÜG, § 30 Rn. 3.

2.2.2 Relevante Einzelnormen bei Acting in Concert

Die zentrale Rechtsvorschrift für Acting in Concert stellt § 30 WpÜG dar, der die Verpflichtung zur gegenseitigen Zurechnung der Stimmrechte enthält.²⁷ Nach § 30 Abs. 2 S. 1 WpÜG werden die Stimmrechte eines Dritten zugerechnet, wenn die Akteure ihr Verhalten aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmen. Letzteres umschließt somit auch jene Fälle, die keine schriftliche Vereinbarung beinhalten.²⁸ Ebenso wie bei der parallelen und wortgleichen Regelung des § 34 Abs. 2 S. 1 WpHG gilt dies grundsätzlich mit Ausnahme von Vereinbarungen in Einzelfällen. Voraussetzung für den Tatbestand des Acting in Concert ist allerdings, dass eine Verständigung über die gemeinsame Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung vorliegt oder eine dauerhafte und erhebliche Einflussnahme auf die Zielgesellschaft beabsichtigt wird.²⁹ Davon abzugrenzen sind die Aufrufe von Aktionären im Aktionärsforum des Bundesanzeigers gemäß § 127a AktG, die sich zur gemeinsamen Antragstellung oder Abstimmung in einer Hauptversammlung verabreden. Sofern diese Aufforderungen nicht auf eine dauerhafte und erhebliche Einflussnahme gemäß §§ 34 Abs. 2 WpHG bzw. 30 Abs. 2 WpÜG abzielen, ist der Acting-in-Concert-Tatbestand regelmäßig zu verneinen.³⁰ Auch die Stimmabgabe durch einen Stimmrechtsberater (Proxy Advisor) ist i. d. R. kein Acting in Concert, da Aktionäre zwar inhaltlich dem Proxy-Berater folgen und somit deckungsgleich abstimmen können, dies allerdings unabhängig voneinander geschieht.³¹ Des Weiteren sind nach §§ 34 Abs. 2 WpHG bzw. 30 Abs. 2 WpÜG insbesondere Stimmrechte zuzurechnen, die

- von Tochterunternehmen gehalten werden,
- von Dritten als Sicherheit übertragen wurden,
- mit einem Nießbrauch bestellt wurden,
- von einem Dritten anvertraut wurden oder
- durch Vollmacht ohne besondere Weisung des Aktionärs ausgeübt werden können.

Werden den Aktionären Stimmrechte zugerechnet, sind die meldepflichtigen Schwellen nach § 33 Abs. 1 WpHG zu beachten, die eine unverzügliche Anzeigepflicht gegenüber

²⁷ Vgl. *Wackerbarth* in MüKoAktG, WpÜG, § 30 Rn. 1.

²⁸ Vgl. *Lorz* in *Lorz/Pfisterer/Gerber*, FormB AktR, S. 290.

²⁹ Vgl. *Drinhausen* in *Hölters/Weber*, AktG, § 127a Rn. 9; *Habersack* in *Emmerich/Habersack*, WpHG, § 34 Rn. 24 f.

³⁰ Vgl. *Kubis* in MüKoAktG, AktG, § 127a Rn. 19.

³¹ Vgl. *Habersack* in *Emmerich/Habersack*, WpHG, § 34 Rn. 24.

dem Emittenten sowie der BaFin auslösen.³² Diese Grenzwerte liegen bei den Beteiligungshöhen von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75%. Darüber hinaus ist nach § 29 Abs. 2 WpÜG die Kontrollschwelle ab einer Beteiligung von 30% definiert und verpflichtet zur Abgabe eines Übernahmeangebots an die übrigen Aktionäre nach § 10 Abs. 1 WpÜG und § 35 Abs. 2 WpÜG.³³ Wird dies durch den Meldepflichtigen versäumt, können die übrigen Aktionäre gemäß § 38 WpÜG eine Zinszahlung i. H. v. fünf Prozentpunkten oberhalb des aktuell gültigen Basiszinssatzes nach § 247 BGB verlangen und stellt damit ein erhebliches finanzielles Risiko für die Investoren dar.³⁴

2.2.3 Transparenz- und Mitwirkungspflichten nach ARUG II

Das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) implementierte 2019 die Vorgaben der zweiten europäischen Aktionärsrechterichtlinie (ARRL II) in deutsches Recht. Vor dem Hintergrund des Eindrucks aus der Finanzkrise, dass Vorstände sowie Aktionäre vermehrt nach kurzfristigen als nach langfristigen Unternehmensgewinnen strebten, sollte die Transparenz zwischen Gesellschaft und Aktionären sowie die Mitwirkung der Aktionäre gestärkt werden.³⁵ Dabei sollte v. a. das Aktionärsengagement von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern sowie Stimmrechtsberatern weiträumig offen gelegt werden und sich verstärkt nach den langfristigen Unternehmenszielen ausrichten.³⁶ Insgesamt umfasst die ARRL II vier wesentliche Felder:³⁷

1. Aktionärsidentifikation und -kommunikation („Know-Your-Shareholder“)
2. Transparenzpflichten für institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater („Stewardship“)
3. Regelung der Vorstandsvergütung („Say on Pay“)
4. Geschäfte mit nahestehenden Personen („Related-Party-Transactions“)

Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter müssen nun ihre Mitwirkungspolitik offenlegen und u. a. erklären, wie sie die Zielgesellschaften überwachen, mit diesen in den Dialog treten, ihre Stimmrechte ausüben, mit anderen Aktionären zusammenarbeiten oder

³² Vgl. *Habersack* in Emmerich/Habersack, WpHG, § 33 Rn. 1.

³³ Vgl. *Wackerbarth* in MüKoAktG, WpÜG, § 29 Rn. 2.

³⁴ Vgl. *Schlitt* in MüKoAktG, WpÜG, § 38 Rn. 1.

³⁵ Vgl. *Kell* in Hirte/Heidel, ARUG II, Rn. 1; *Zetzsche, D.*, ARUG II, 2020, S. 637.

³⁶ Vgl. *Kell* in Hirte/Heidel, ARUG II, Rn. 28; *Velte, P.*, Proxy Advisors, 2020, S. 44; *Poelzig, D.*, Stimmrechtsberater, 2021, S. 411 f.; *Stüber, K.*, Einfluss Proxies, 2020, S. 216 f.

³⁷ Vgl. *Henneke, P.*, Neuerungen Gesellschaftsrecht, 2020, S. 25.

mit anderen Interessensgruppen der Zielgesellschaften kommunizieren.³⁸ Die Berichtspflicht der Richtlinie folgt zwar dem „Comply-or-Explain“-Grundsatz, so dass die Investoren in begründeten Fällen zur Wahrung ihrer Geschäftsgeheimnisse von einer Offenlegung abweichen könnten; dennoch könnten die gesteigerten Transparenzpflichten auch Tatbestände von Acting in Concert aufdecken und so die Investoren angreifbar machen.³⁹

2.2.4 Deutscher Corporate Governance Kodex mit Nachhaltigkeitsbezug

Der zum Soft Law zählende Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) umfasst 26 Grundsätze einer „guten Unternehmensführung“, die der Wahrung des Unternehmensinteresses dienen und richtet sich v. a. an Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft.⁴⁰ Die Richtlinien besitzen zwar keine gesetzliche Bindungswirkung, dennoch sind börsennotierten Gesellschaften gemäß § 161 Abs. 1 AktG zur Abgabe einer Entsprechungserklärung verpflichtet. Sie unterliegen dabei aktienrechtlich ebenso dem „Comply-or-Explain“-Ansatz und müssen begründen, wenn Empfehlungen des DCGK nicht umgesetzt werden.⁴¹ Neben einigen Leitlinien zur Besetzung, Überwachung, Arbeitsweise oder Vergütung der Leitungsorgane nennt der DCGK insbesondere auch Grundsätze zu Interessenskonflikten, Transparenz und Berichterstattung, die indirekt auch Acting in Concert betreffen können.⁴² Mit der Neufassung im Jahr 2017 wurde dann erstmals explizit die besondere Bedeutung institutioneller Investoren in die Präambel aufgenommen und betont, dass von ihnen ein aktives und verantwortungsvolles Aktionärstum erwartet wird.⁴³ Sie sollen ihre Eigentumsrechte transparent ausüben und Nachhaltigkeitsziele berücksichtigen. Mit der jüngsten Novelle von 2022 wurde neben einer Stärkung der Finanzmarktintegrität v. a. der Nachhaltigkeitsbezug des Kodex deutlich ausgebaut.⁴⁴ Er umfasst nun konkrete Bereiche der Geschäftstätigkeit, der Unternehmensplanung, des internen Kontrollsystems, des Risikomanagementsystems, der Überwachungsaufgaben des Aufsichtsrats sowie dessen Expertise in Nachhaltigkeitsfragen.⁴⁵ Der DCGK richtet sich damit stärker auf den nachhaltigen Transformationsprozess der einzelnen Unternehmen aus.

³⁸ Vgl. *Kell* in Hirte/Heidel, ARUG II, Rn. 36.

³⁹ Vgl. *Kell* in Hirte/Heidel, ARUG II, Rn. 38.

⁴⁰ Vgl. *Regierungskommission DCGK*, DCGK, 2022, S. 2; *Goette* in MüKoAktG, AktG, § 161 Rn. 1.

⁴¹ Vgl. *Goette* in MüKoAktG, Akt, § 161 Rn. 9; *Koch* in Koch, AktG, § 161 Rn. 18.

⁴² Vgl. *Regierungskommission DCGK*, DCGK, 2022, S. 15 f.

⁴³ Vgl. *Regierungskommission DCGK*, DCGK, 2017, S. 1.

⁴⁴ Vgl. *Buhleier, C.*, Reform DCGK, 2022, S. M5; *Wulf, I., Velte, P.*, Kodex Nachhaltigkeit, 2022, S. 13.

⁴⁵ Vgl. *Willms, N., Stark, C.*, DCGK-Novelle, 2022, S. 105 f.

2.3 Rechtsprechung des BGH zu Acting in Concert

2.3.1 BGH-Rechtsprechung zu Acting in Concert im Überblick

Mehrere gerichtliche Auseinandersetzungen zu Acting in Concert führten bereits zu Urteilen durch den II. Zivilsenat, der beim BGH für das Gesellschaftsrecht zuständig ist (vgl. Tabelle 2). Dabei traten insbesondere die unterschiedlichen Auffassungen von Aufsichtsbehörde und Gericht hervor, das im Jahr 2018, entgegen der gängigen Verwaltungspraxis der BaFin, die Auslegung des Einzelfalls nach formalen Gesichtspunkten vornahm.⁴⁶ Zuletzt entschied der BGH im Dezember 2022 in einem mehr als zehn Jahre andauernden Rechtsstreit im Kontext der Postbank-Übernahme durch die Deutsche Bank. Die Frage, ab welchem Zeitpunkt die Aktien für wessen Rechnung gehalten wurden, hob die Acting-in-Concert-Problematik abermals in den Fokus der öffentlichen Diskussion.⁴⁷

Tabelle 2: BGH-Urteile zu Acting in Concert

Zur Zurechnung bei der Ausübung von Stimmrechten und der Abstimmung bei der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern, Wüstenrot & Württembergische, Deutsche Bank und WMF	18. September 2006, II ZR 137/05
Zur Unterbrechung aktienrechtlicher Beschlussmängelklagen durch Insolvenzeröffnung und der Stimmrechtszurechnung bei fremdnütziger Verwaltungstreuhand	19. Juli 2011, II ZR 246/09
Zum übernahmerechtlichen Squeeze out und der Voraussetzung für ein Andienungsrecht nach § 39c WpÜG	18. Dezember 2012, II ZR 198/11
Zur Zahlung einer angemessenen Gegenleistung und der Zurechnung von Stimmrechten bei der Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank	29. Juli 2014, II ZR 353/12
Zur Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten und dem Vorliegen eines Einzelfalls	25. September 2018, II ZR 190/17
Zur Zurechnung von Stimmrechten, der Verhaltensabstimmung im Kaufvertrag und der Zusammenwirkung in sonstiger Weise bei der Postbank-Übernahme durch die Deutsche Bank	13. Dezember 2022, II ZR 9/21 und II ZR 14/21

Quelle: BGH-Entscheidungen, Eigene Darstellung

⁴⁶ Vgl. *Buck-Heeb, P.*, Gespaltene Auslegung, 2020, S. 159; *Horcher, D., Kovacs, K.*, Reichweite Stimmrechtszurechnung, 2019, S. 388.

⁴⁷ Vgl. *Hasselbach, K., Stepper, S.*, Entwicklung Übernahmerecht, 2023, S. 515 ff.; *Paschos, N., Dandeck, A.*, Abgestimmtes Verhalten, 2023, S. 16; *Kocher, D.*, Postbank-Entscheidung, 2023, S. 757 ff.

2.3.2 Erste Grundsatzentscheidung zu Acting in Concert im Jahr 2006

Eine erste höchstrichterliche Klärung in Bezug auf Acting in Concert wurde vom II. Zivilsenat mit seinem Urteil vom 18.6.2006 herbeigeführt, nachdem eine Klägerin eine Entschädigung gemäß § 38 WpÜG i. H. v. 200.000 EUR forderte und letztinstanzlich scheiterte.⁴⁸ Die Klägerin verlangte eine Zinszahlung als Entschädigung, nachdem sie sich mit drei anderen Großaktionären abgesprochen hatte, um bei der Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden einen gemeinsamen Kandidaten zu unterstützen. In der Folge kam es allerdings zum Streit bei der Wahlabsprache und die Klägerin verklagte einen der Mitaktionäre, weil sie der Ansicht war, dass er seinen übernahmerechtlichen Verpflichtungen bezüglich der Anzeige- und Pflichtangebotsabgabe nicht nachgekommen war. Der Fall gelangte schließlich an den BGH, der drei wesentliche Punkte für Acting in Concert klärte:

1. Die Zurechnungsnorm des § 30 Abs. 2 WpÜG ist nur für solches abgestimmte Verhalten anwendbar, das auf die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung abzielt.
2. Die Abstimmung bei der Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden per se erfüllt nicht den Zurechnungstatbestand nach § 30 Abs. 2 WpÜG, da der Aufsichtsratsvorsitzende nicht von den Aktionären in der Hauptversammlung, sondern von den Aufsichtsratsmitgliedern im Aufsichtsrat gewählt wird.
3. Aktionäre, die selbst Teil eines Acting in Concert sind, können keinen Anspruch auf eine Zinszahlung gemäß § 38 WpÜG geltend machen.

Der II. Zivilsenat hob hervor, dass aufgrund der unabhängigen Rechtsstellung der Aufsichtsräte kein Zurechnungstatbestand vorliegen könne.⁴⁹ Aufsichtsratsmitglieder seien allein dem Unternehmensinteresse verpflichtet und könnten folglich keine Weisungen von Dritten entgegennehmen. Dies gelte zwar grundsätzlich, allerdings auch weiterhin nicht bei solchen Wahlabsprachen, die mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft verbunden sind.⁵⁰

Mit seinem Urteil legte der II. Zivilsenat zu diesem frühen Zeitpunkt den Zurechnungstatbestand bei Acting in Concert nach § 30 Abs. 2 WpÜG noch restriktiv aus, indem er

⁴⁸ Vgl. *BGH*, 18.9.2006, II ZR 137/05, Rn. 1 ff.

⁴⁹ Vgl. *BGH*, 18.9.2006, II ZR 137/05, Rn. 18.

⁵⁰ Vgl. *Wackerbarth* in *MüKoAktG*, WpÜG, § 30 Rn. 59; *Bürgers/Fischer* in *Bürgers/Körber/Lieder*, AktG, § 101 Rn. 9.

das abgestimmte Verhalten über die gemeinsame Ausübung von Stimmrechten innerhalb der Hauptversammlung beschränkte.⁵¹ Allerdings wurde schon zwei Jahre später durch den Gesetzgeber mit dem Risikobegrenzungs-gesetz die Stimmrechtszurechnung nach § 22 Abs. 2 WpHG a. F. bzw. § 34 Abs. 2 WpHG n. F. ausdrücklich auch auf Fälle des abgestimmten Verhaltens außerhalb der Hauptversammlung ausgeweitet.

2.3.3 Weitere Klärung durch den BGH im Jahr 2018

Das BGH-Urteil vom 25.9.2018 ist für die rechtswissenschaftliche Diskussion und die Rechtsauslegung bis heute von hoher Relevanz.⁵² In dem betreffenden Fall hatte ein Kläger die Beschlüsse der Hauptversammlung gemäß § 245 Nr. 2 AktG angefochten, da ihm der Zutritt zu der Aktionärsversammlung von der Beklagten verweigert wurde.⁵³ Der Kläger hatte zuvor zusammen mit einem weiteren Großaktionär die Einberufung dieser außerordentlichen Hauptversammlung der insolventen Gesellschaft verlangt und beabsichtigte dort den gesamten Aufsichtsrat zur unternehmerischen Neuausrichtung der Gesellschaft auszutauschen. Die Beklagte verweigerte daraufhin den Zutritt zu der Aktionärsversammlung mit der Begründung, dass die Meldepflichten aufgrund des vorliegenden Acting in Concert nicht erfüllt seien. Schließlich führte die erfolgreiche Revision des Klägers zu einer weiteren höchstrichterlichen Klärung von zwei strittigen Punkten bei abgestimmtem Handeln, die in der Literatur bislang uneinheitlich beantwortet wurden:⁵⁴

1. Weder die Verabredung erstmals eine neue Unternehmenspolitik zu formulieren noch die Verständigung darüber eine bereits bestehende fortzuführen, fallen unter den Zurechnungstatbestand eines abgestimmten Handelns nach § 34 Abs. 2 S. 2 WpHG.
2. Die Bestimmung des Einzelfalles nach § 34 Abs. 2 S. 1 Halbs. 2 WpHG erfolgt nach formalen Gesichtspunkten.

Für den II. Zivilsenat liegt keine Zurechnungspflicht nach § 34 Abs. 2 S. 2 WpHG vor, wenn es sich um die Neuformulierung einer unternehmerischen Tätigkeit nach der Insolvenz der Gesellschaft handelt.⁵⁵ Auch die Absprache zum Austausch des Aufsichtsrates

⁵¹ Vgl. *Habersack* in Emmerich/Habersack, WpHG, § 34 Rn. 22.

⁵² Vgl. *Buck-Heeb, P.*, Verhaltensabstimmung Einzelfall, 2019, S. 8; *Hippeli, M.*, Reformbedarf Übernahmerecht, 2022, S. 1051.

⁵³ Vgl. *BGH*, 25.9.2018, II ZR 190/17, Rn. 1 ff.

⁵⁴ Vgl. *BGH*, 25.10.2018, II ZR 190/17, Rn. 8 ff.; *Oppenhoff, S.*, Unternehmerische Ausrichtung, 2019, S. 222 f.; *Rothenfuß* in Paschos/Fleischer, Hdb. WpÜG, § 11 Rn. 339.

⁵⁵ Vgl. *BGH*, 25.10.2018, II ZR 190/17, Rn. 28.

mit dem Ziel eine Unternehmenspolitik neu zu etablieren, sei in diesem Kontext kein Acting in Concert. Es ist von einem Einzelfall nach § 34 Abs. 2 S. 1 Halbs. 2 WpHG auszugehen und habe keine Stimmrechtszurechnung zur Folge. Damit legte der II. Zivilsenat die strikte formale Betrachtungsweise nach quantitativen Merkmalen des Einzelfalles fest und beendete die bis dahin uneinige Diskussion in der Rechtsprechung und Literatur.⁵⁶ Das formale Verständnis vom Einzelfall umfasst jede einmalige Handlung von Aktionären unabhängig von deren Inhalt. Da es solchen Vereinbarungen an Kontinuität und Beständigkeit mangle, könne dem BGH zufolge nicht von einer dauerhaften Einflussnahme auf die Unternehmensführung ausgegangen werden. Das Gericht argumentiert auch mit dem Aspekt der Rechtssicherheit, da bei einer qualitativen Interpretation des Einzelfalles Uneinigkeit darüber herrschen würde, wann die einzelne abgestimmte Handlung eine hinreichend nachhaltige Wirkung auf die zukünftige Unternehmenspolitik ausübe. Gleichzeitig widersprach der BGH mit diesem Urteil der bis dahin gängigen BaFin-Praxis, die sich auf die materiellrechtliche Betrachtungsweise nach der Qualität des abgestimmten Verhaltens konzentrierte.⁵⁷ Nach bisheriger Auffassung der Aufsichtsbehörde konnte auch im Einzelfall ein Acting in Concert vorliegen, wenn die Verhaltensabstimmung einen maßgeblichen Einfluss auf die unternehmerische Ausrichtung der Zielgesellschaft hat. Darüber hinaus bekräftigte der BGH, dass auch eine Absprache bezüglich der Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden zu einem Zurechnungstatbestand nach § 34 Abs. 2 S. 1 Halbs. 2 WpHG führen kann und ergänzte somit sein Urteil vom 18.9.2006.⁵⁸ Die Akteure müssen sich ihre Stimmrechte gegenseitig zurechnen lassen, wenn sie das Ziel verfolgen, mit der Wahl eines bestimmten Aufsichtsratskandidaten eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung herbeizuführen. Die Abstimmung gehe über den Einzelfall hinaus, da die weitere Einflussnahme auf die Aufsichtsratsmitglieder und der damit verbundenen geplanten wesentlichen Änderung der Unternehmenspolitik ein Zusammenwirken in sonstiger Weise nach § 34 Abs. 2 S. 2 Alt. 2 WpHG darstelle. Der BGH konnte mit seinem Urteil die strittige Frage über den Einzelfall klären und somit mehr Rechtssicherheit für die Praxis herstellen. Dies gilt zumindest für den Anwendungs-

⁵⁶ Vgl. *BGH*, 25.10.2018, II ZR 190/17, Rn. 31 ff.

⁵⁷ Vgl. *BGH*, 25.10.2018, II ZR 190/17, Rn. 33 f.; *Seulen, G.*, Formale Bestimmung, 2019, S. 293; *Buck-Heeb, P.*, Gespaltene Auslegung, 2020, S. 159 f.

⁵⁸ Vgl. *BGH*, 25.10.2018, II ZR 190/17, Rn. 13.

bereich des Wertpapierhandelsgesetzes, auf den sich das ergangene Grundsatzurteil bezog. Ungeklärt bleibt jedoch die Frage, ob das Urteil auch auf die übernahmerechtliche Parallelnorm des § 30 Abs. 2 S. 1 Halbs. 2 WpÜG übertragbar ist.⁵⁹ Es ist möglich, dass die Aufsichtsbehörde übernahmerechtlich ein abweichendes Verständnis hat, insbesondere in angebotspflichtigen Fällen bei Überschreiten der Kontrollschwelle.⁶⁰

2.3.4 BGH-Urteile im Dezember 2022 erhöhen Rechtsunsicherheit

In zwei Musterverfahren bezüglich der Postbank-Übernahme durch die Deutsche Bank verwies der BGH zum zweiten Mal an das Berufungsgericht zurück.⁶¹ Die klagenden früheren Postbank-Aktionäre sind der Ansicht, dass die Deutsche Bank schon im September 2008 ein Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 WpÜG hätte abgeben müssen, da sie aufgrund verschiedener komplexer Übernahmevereinbarungen mit der Deutschen Post bereits die Kontrolle erlangt habe. Im Rahmen des Erwerbsprozesses schloss die Deutsche Post und die Deutsche Bank zunächst einen Paketkaufvertrag über 29,75% des Grundkapitals der Deutschen Postbank zu 57,25 EUR je Aktie. Darüber hinaus wurden Optionsgeschäfte für 18% der Aktien zu je 55,- EUR bzw. für 20,25% der Aktien zu je 42,80 EUR sowie weitere Verpfändungsvereinbarungen und eine Pflichtumtauschleihe verabredet. Eine marktübliche Interessenschutzklausel zur Absicherung der Rechtspositionen sollte eine Einflussnahme der Deutschen Bank bei der Postbank bis zum Eigentumsübergang verhindern.⁶² Aufgrund der aufkommenden Finanzkrise verbilligten sich jedoch die Aktien der Postbank merklich (vgl. Abbildung 2). Infolgedessen wurde die Übernahme verschoben und Nachverhandlungen führten zu günstigeren Konditionen für die Deutsche Bank. Nach diesem zeitlich stark gestreckten und untypischen Erwerbsvorgang erhielten schließlich auch die Postbank-Aktionäre im Oktober 2010 mit 25,- EUR je Aktie ein deutlich geringeres Angebot als ursprünglich angenommen. Die ehemaligen Postbank-Aktionäre verlangen daher den Differenzbetrag von 57,25 EUR nebst Zinsen, da sie der Ansicht sind, eine Stimmrechtszurechnung hätte bereits im Herbst 2008 zu einem Pflichtangebot an sie zu dem damaligen Marktpreis der Aktien führen müssen.⁶³

⁵⁹ Vgl. *Gegler, F.*, Einzelfallausnahme, 2020, S. 931; *Buck-Heeb, P.*, Verhaltensabstimmung Einzelfall, 2019, S. 8; *Oppenhoff, S.*, Unternehmerische Ausrichtung, 2019, S. 219; *Brellocks, M.*, Konkretisierung BGH, 2019, S. 33; *Noack/Zetzsche* in Schwark/Zimmer, WpÜG, § 30 Rn. 4.

⁶⁰ Vgl. *Gegler, F.*, Einzelfallausnahme, 2020, S. 937; *Casper* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 808.

⁶¹ Vgl. *BGH*, 13.12.2022, II ZR 9/21, Rn. 10; *BGH*, 13.12.2022, II ZR 14/21, Rn. 10.

⁶² Vgl. *Hasselbach, K., Stepper, S.*, Entwicklung Übernahmerecht, 2023, S. 518.

⁶³ Vgl. *BGH*, 13.12.2022, II ZR 9/21, Rn. 8; *BGH*, 13.12.2022, II ZR 14/21, Rn. 8.

Abbildung 2: Historischer Aktienchart der Deutschen Postbank AG



Quelle: *Ariva*, Deutsche Postbank, 2015, o. S.

Bereits mit seinem Urteil vom 29.7.2014 erwog der BGH die Möglichkeit eines vorliegenden abgestimmten Handelns nach § 30 Abs. 2 WpÜG trotz Interessenschutzklausel.⁶⁴ Nach weiterer Sachverhaltsaufklärung durch das OLG Köln stellten die BGH-Richter erneut fest, dass trotz der getroffenen Interessenschutzklausel § 30 Abs. 2 WpÜG i. V. m. § 35 Abs. 2 WpÜG zur Anwendung kommen könnte.⁶⁵ Es muss allerdings die immer noch ungewisse Trägerschaft von Chancen und Risiken, insbesondere die Dividendenberechtigung, im Detail geklärt werden. Die Deutsche Bank könnte durch Stimmrechtszurechnung nach § 30 Abs. 2 S. 1 Halbs. 1 Alt. 1 und S. 2 Alt. 1 WpÜG bereits vor der Abgabe ihres freiwilligen Angebots die Kontrollschwelle von 30% überschritten haben. Mit seinen jüngsten Urteilen hat der BGH die Rechtsunsicherheit für die Marktpraxis wieder erhöht und die Diskussion um Acting in Concert erneut angestoßen.⁶⁶ Vertragliche Absprachen im Rahmen von Übernahmen könnten nun selbst bei vorhandenen Interessenschutzklauseln aus Sicht der Rechtsprechung ein Acting in Concert nach §§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 i. V. m. Abs. 2 WpÜG begründen. Die Annahmen des BGH und die Berücksichtigung der Komplexität eines Sachverhaltes könnten Käufer und Verkäufer bei Markttransaktionen zukünftig vor neuen Herausforderungen stellen.

⁶⁴ Vgl. *BGH*, 29.7.2014, II ZR 353/12, Rn. 20; *OLG Köln*, 31.10.2012, 13 U 166/11, Rn. 5.

⁶⁵ Vgl. *Kocher, D.*, Postbank-Entscheidung, 2023, S. 758.

⁶⁶ Vgl. *Hasselbach, K., Stepper, S.*, Entwicklung Übernahmerecht, 2023, S. 519; *Kocher, D.*, Postbank-Entscheidung, 2023, S. 763; *Paschos, N., Dandack, A.*, Abgestimmtes Verhalten, 2023, S. 16; *Fuhrmann, B.*, Stimmrechtszurechnung Interessenschutzklauseln, 2023, S. 388.

2.4 Acting in Concert im europäischen Rechtsrahmen

2.4.1 Europäisierung des deutschen Kapitalmarktrechts

In den letzten 30 Jahren wurde das deutsche Kapitalmarktrecht insbesondere das Wertpapierhandels- sowie Wertpapierübernahmerecht maßgeblich von der europäischen Harmonisierung und der gemeinsamen Gesetzgebung in der EU geprägt.⁶⁷ Die Etablierung eines einheitlichen Wirtschafts- und Währungsraumes trug dazu ebenso bei wie die allgemeine Internationalisierung des Wertpapiergeschäfts.⁶⁸ Des Weiteren führten Finanzkrisen und -skandale zu einer neuen Dynamik in der Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarktrechts.⁶⁹ So erarbeitete nach der Finanzmarktkrise 2008 eine Expertengruppe gemeinsame Mindeststandards zur Sanktionierung von Fehlverhalten von Finanzmarktakteuren und stellte diese im De-Larosière-Bericht im Februar 2009 vor.⁷⁰ Tabelle 3 zeigt auszugsweise einige wesentliche Bußgeldvorschriften für Unternehmen bzw. juristische Personen, die später auf Grundlage dieses Berichts entwickelt wurden und die Durchsetzung von kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten gewährleisten sollten.⁷¹

Tabelle 3: Mindestbußgeldrahmen im EU-Kapitalmarktrecht

MAR	Transparenz-RL	MiFID II	MAR
Ad-hoc-Publizität	Stimmrechtsmitteilungen und -veröffentlichungen; Finanzberichterstattungspflichten	Sanktionen bei Verstößen	Insiderhandel und Marktmanipulationen
Dreifacher Vorteil	Zweifacher Vorteil	Zweifacher Vorteil	Dreifacher Vorteil
2,5 Mio. €	10 Mio. €	5 Mio. €	15 Mio. €
2% des Gesamtumsatzes	5% des Gesamtumsatzes	10% des Gesamtumsatzes	15% des Gesamtumsatzes

Quelle: *Buttlar, J.*, Sanktionsbefugnisse EU-Kapitalmarktrecht, 2020, S. 600

⁶⁷ Vgl. *Grundmann* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 5.

⁶⁸ Vgl. *Veil* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 89.

⁶⁹ Vgl. *Fleischer/Chatard* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 127; *Buttlar, J.*, Sanktionsbefugnisse EU-Kapitalmarktrecht, 2020, S. 598; *Veil, R.*, Europäische Kapitalmarktunion, 2019, S. 564.

⁷⁰ Vgl. *Larosière, J. et al.*, Report, 2009, S. 3.

⁷¹ Vgl. *Buttlar, J.*, Sanktionsbefugnisse EU-Kapitalmarktrecht, 2020, S. 598.

2.4.2 Einfluss auf das Wertpapierübernahme- und Wertpapierhandelsrecht

Erste Überlegungen für ein europäisches Übernahmerecht wurden bereits Mitte der 1970er Jahre angestellt.⁷² Allerdings fanden verschiedene Vorschläge in mehreren Anläufen über die Jahre hinweg nicht die notwendige Unterstützung und auch die Abstimmung im Europäischen Parlament im Juli 2001 zur 13. Richtlinie betreffend Übernahmeangebote scheiterte vorläufig.⁷³ Beeinflusst von den europäischen Bestrebungen entwickelte auch der deutsche Gesetzgeber parallel einen Gesetzesentwurf für ein deutsches Wertpapierübernahmegesetz, das kurz nach der Ablehnung auf EU-Ebene vom Deutschen Bundestag verabschiedet wurde.⁷⁴ Bis zu diesem Zeitpunkt kannte das deutsche Recht keine gesetzliche Regelung von öffentlichen Übernahmen, es galten lediglich die unverbindlichen Richtlinien des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission des Bundesfinanzministeriums.⁷⁵ Die Einführung des WpÜG bildete dahingehend eine Zäsur und hatte weitreichende Folgen für öffentliche Unternehmensübernahmen in der Praxis.⁷⁶ Da fortan die Gleichbehandlung aller Aktionäre gesetzlich festgeschrieben wurde, konnte beispielsweise die bis dato gängige Praxis von Bietern, den Haltern von bedeutenden Beteiligungen Paketzuschläge zu gewähren, nicht mehr fortgeführt werden. Die europäische Übernahmerrichtlinie wurde nach weiteren Verhandlungen schließlich im April 2004 beschlossen und galt ab Mai 2006. Der deutsche Gesetzgeber musste daraufhin lediglich einige kosmetische Gesetzesänderungen vornehmen, um das eigene Übernahmerecht europarechtlich anzupassen.⁷⁷ Relevante übernahmerechtliche Änderungen wurden hierzulande jedoch bei der Umsetzung der europäischen Transparenzrichtlinie vorgenommen, die eine weitreichende Erhöhung der Beteiligungstransparenz vorsah. Während der europäische Gesetzgeber die Mitteilungspflichten bei Acting in Concert nur auf Vereinbarungen zur gemeinsamen Stimmrechtsausübung mit der Absicht einer langfristigen Einflussnahme beschränkte, entschied sich der deutsche Gesetzgeber für strengere Vorschriften.⁷⁸ Die umfassenden Meldepflichten und Zurechnungsvorschriften des

⁷² Vgl. *Fleischer* in Paschos/Fleischer, Hdb. WpÜG, § 1 Rn. 55.

⁷³ Vgl. *Fleischer* in Paschos/Fleischer, Hdb. WpÜG, § 1 Rn. 66; *Pluskat*, S., Scheitern Übernahmerrichtlinie, 2001, S. 1937.

⁷⁴ Vgl. *Fleischer* in Paschos/Fleischer, Hdb. WpÜG, § 1 Rn. 19 ff.

⁷⁵ Vgl. *Assmann*, H.-D., Übernahmekodex, S. 592 ff.; *Schiessl* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 171.

⁷⁶ Vgl. *Schiessl* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 171.

⁷⁷ Vgl. *Mülbert*, P., Entwicklung Übernahmerecht, 2022, S. 4.

⁷⁸ Vgl. *Noack/Zetzsche* in Schwark/Zimmer, WpÜG, Einl. Rn. 23.

Wertpapierübernahmerechts wurden in diesem Zuge wieder an die Regelungen im Wertpapierhandelsrecht angeglichen. Die Meldepflichten sollten wie ein Frühwarnsystem für Übernahmen wirken. Insbesondere die Kontrollschwelle bei 30% sowie die damit einhergehende Angebotspflicht mit Kontrahierungszwang stellte dabei einen Eingriff in die Privatautonomie dar, der in der Literatur entsprechend kritisch gewürdigt wird.⁷⁹ Schließlich wurde mit dem Risikobegrenzungsgesetz 2008 das Zusammenwirken in sonstiger Weise in den § 30 Abs. 2 S. 2 WpÜG als ein Tatbestandsmerkmal von Acting in Concert neu eingefügt und so die bereits o. a. Rechtsunsicherheit bewirkt (vgl. 2.2.4).⁸⁰

2.4.3 Verknüpfung mit dem Marktmissbrauchsrecht

Unternehmensübernahmen können sich in unterschiedlicher Weise auf Wettbewerbsbedingungen und Marktpreise bei Bietern sowie Übernahmekandidaten auswirken.⁸¹ Die immanenten Berührungspunkte mit dem Marktmissbrauchsrecht sind daher wesentlich und können auch weitere Fragen für die Übernahmepaxis aufwerfen.⁸² Der europäische Rechtsrahmen gegen Marktmissbrauch bilden die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) sowie die Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD) von 2014. Ihr Ursprung liegt ebenso im De-Larosière-Bericht von 2009 als Reaktion auf die Finanzkrise zur Stärkung der Finanzmarktintegrität.⁸³ Das Ziel war es, einen einheitlichen Rechtsrahmen zu schaffen und die verschiedenen nationalen Regulierungsvorschriften zu harmonisieren, um Wettbewerbsverzerrungen und aufsichtsrechtliche Arbitrage einzuschränken. Die MAR löste zudem verschiedene einzelne Richtlinien ab und vereinte diese in der neuen Marktmissbrauchsverordnung. Sie enthält Bestimmungen zur Bekämpfung von Insiderhandel sowie Marktmanipulation und fordert eine effektive Überwachung und Offenlegung von Transaktionen, die potenziell den Wert von Finanzinstrumenten beeinflussen können (z. B. Ad-hoc-Publizität, vgl. Tabelle 3).⁸⁴ Ergänzend sind in der MAD auch Mindestvorschriften für strafrechtliche Sanktionen in Bezug auf Insidergeschäfte und Marktmanipulation

⁷⁹ Vgl. *Noack/Zetzsche* in Schwark/Zimmer, WpÜG, § 35 Rn. 2; *Schlitt* in MüKoAktG, WpÜG, § 35 Rn. 31 ff.; *Meyer* in Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 35 Rn. 10 ff.; *Ekkenga/Schulz* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 35 Rn. 9; *Letzel, H.-J.*, Pflichtangebot WpÜG, 2002, S. 304.

⁸⁰ Vgl. *Noack/Zetzsche* in Schwark/Zimmer, WpÜG, Einl. Rn. 23.

⁸¹ Vgl. *Müllbert, P.*, Entwicklung Übernahmerecht, 2022, S. 23; *Sajnovits, A.*, GameStop MAR, 2021, S. 813 ff.; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, WpÜG, § 10 Rn. 40.

⁸² Vgl. *Habersack* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 217 ff.

⁸³ Vgl. *Veil* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 95.

⁸⁴ Vgl. *Schiessl* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 184.

enthalten. Regelungen gegen Marktmissbrauch und -manipulation, die zuvor auch im deutschen WpHG in vergleichbarer Weise bereits bestanden, wurden angeglichen oder verweisen heute auf die europäischen sekundärrechtlichen Normen (vgl. Tabelle 1).

2.4.4 Whitelist der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde

Der De-Larosière-Bericht enthält ein eigenes Kapitel zu einer EU-weiten Finanzmarkt- bzw. Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Etablierung einer gemeinsamen Aufsichtsbehörde war eine der zentralen Forderungen der Experten-Gruppe und wurde 2011 mit der Gründung der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA erfüllt.⁸⁵ Sie soll nach Art. 1 Abs. 5 ESMA-Verordnung die Stabilität und Wirksamkeit des Finanzsystems sicherstellen, indem sie insbesondere den Binnenmarkt reguliert und überwacht, für Integrität, Transparenz und Effizienz der Finanzmärkte sorgt sowie Aufsichtsarbitrage zwischen den Mitgliedstaaten verhindert.⁸⁶ Die EU-Behörde hat zwar eine Rechtssetzungs- und Rechtdurchsetzungskompetenz, ihre Stellungnahmen, Empfehlungen oder Leitlinien zählen jedoch zum Soft Law und sind daher unverbindlich, auch wenn sie eine hohe faktische Bindungswirkung gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden erzeugen.⁸⁷

Gemäß Art. 20 der EU-Übernahmerichtlinie war die Europäische Kommission dazu verpflichtet, fünf Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie eine Überprüfung vorzunehmen und die bisherigen Erfahrungen in der praktischen Anwendung auszuwerten. Auf Grundlage einer eigens extern beauftragten Studie legte die Kommission 2012 ihren Bericht vor. Darin empfiehlt sie u. a., dass das Konzept des gemeinsamen Handelns klarer definiert werden sollte, um Investoren mehr Rechtssicherheit in Bezug auf internationale Zusammenarbeit zu geben.⁸⁸ Konkret schlägt sie darin vor, dass die Kommission selbst und/oder die ESMA Leitlinien entwickeln sollte, die Aktionäre ohne Gefahr der Pflichtangebotsabgabe die Kooperation erleichtern würden. Die Kommission erkannte hierin eine Chance, wie Investoren ihren verantwortungsvollen Einfluss erhöhen sowie Standards der guten Corporate Governance von börsennotierten Gesellschaften und damit das nachhaltige Wachstum im europäischen Binnenmarkt fördern könnten. Schon im November

⁸⁵ Vgl. *Larosière, J. et al.*, Report, 2009, S. 43 ff.

⁸⁶ Vgl. *Hitzer, M., Hauser, P.*, ESMA Statusbericht, 2015, S. 54 ff.

⁸⁷ Vgl. *Hitzer, M., Hauser, P.*, ESMA Statusbericht, 2015, S. 55 f.; *Anzinger, H.*, Rechtskontrolle Finanzaufsichtsagenturen, 2018, S. 188; *Veil* in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 97.

⁸⁸ Vgl. *Europäische Kommission*, Bericht Übernahmerichtlinie, 2012, S. 10 f.

2013 kam die ESMA dieser Aufforderung nach und veröffentlichte eine ausführliche Stellungnahme inklusive einer „Whitelist“. Sie enthält Positivfälle, die aus ihrer Sicht nicht als Acting in Concert anzusehen sind.⁸⁹ Die zuletzt im Jahr 2019 aktualisierte Liste enthält Blaupausen-Fälle für gemeinsame Handlungen unter Aktionären, wie z. B.:⁹⁰

- Besprechungen darüber, ob konkrete Themen an einen Vorstand adressiert werden
- Stellungnahmen zur Unternehmenspolitik oder konkrete Tätigkeiten verfassen
- Tagesordnungsergänzungsverlangen zu einer Hauptversammlung hervorbringen
- eine außerordentliche Hauptversammlung beantragen

Gemäß ESMA sollten besonders die folgenden Inhalte für Investoren bedenkenlos sein, wenn sie sich verabreden, bei konkreten Aktionärsanträgen gemeinsam abzustimmen:

- Vorstandsvergütung
- Kauf oder Verkauf von Vermögenswerten
- Kapitalmaßnahmen und Dividendenausschüttungen
- Wahl, Entlassung oder Vergütung von Abschlussprüfern sowie Sonderprüfern
- Jahresabschluss des Unternehmens
- Unternehmenspolitik bezogen auf Umweltthemen, Corporate Social Responsibility (CSR), Compliance oder Verhaltenskodex
- Geschäftsvorfälle mit nahestehenden Unternehmen und Personen

Die Aufsichtsbehörde betont, dass gemeinsame Handlungen, die nicht auf der Whitelist stehen, nicht automatisch als Acting in Concert zu behandeln wären. Es gelte letztlich die Betrachtung des konkreten Einzelfalles. Sie führt weiter aus, dass sie bewusst keine Handlungen in die Whitelist aufnimmt, die sich auf Vorstandspersonalien beziehen.⁹¹ Insbesondere bei der Bestellung von Vorständen könne es regelmäßig zu einem Kontrollwechsel in dem Unternehmen führen. Da dies in den nationalen aktienrechtlichen Bestimmungen unterschiedlich reglementiert wird und auch von der spezifischen zu Grunde liegenden Aktionärsstruktur abhängt, lässt sie diese Fälle offen. Sie verweist im Rahmen einer Einzelfallprüfung auf die nationalen Aufsichtsbehörden, damit diese die individuelle Situation und die spezifischen Beziehungszusammenhänge berücksichtigen können.

⁸⁹ Vgl. *ESMA, Shareholder Cooperation*, 2013, S. 5 f.

⁹⁰ Vgl. *ESMA, Shareholder Cooperation*, 2019, S. 5 f.

⁹¹ Vgl. *ESMA, Shareholder Cooperation*, 2019, S. 6 f.

2.5 Emittentenleitfaden und Verwaltungspraxis der BaFin

In Deutschland ist die Finanzmarktaufsichtsbehörde BaFin für die Gewährleistung der Beteiligungstransparenz und bei öffentlichen Übernahmen zuständig bzw. meldepflichtige Stelle bei übernahmerechtlichen Markttransaktionen. Ihre diesbezügliche Verwaltungspraxis richtet sich in erster Linie nach den Vorschriften des WpHG, des WpÜG und ihrer Auslegung.⁹² Hierbei ist sie allerdings bemüht, aktuellen Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt und Veränderungen in Marktstandards Rechnung zu tragen sowie Bedürfnisse der Marktteilnehmer in der Praxis zu berücksichtigen. Daher können sich ihre Einschätzungen im Laufe der Zeit ebenso verändern. Daneben haben für die BaFin insbesondere gerichtliche Entscheidungen einen maßgeblichen Einfluss. So musste die Aufsichtsbehörde beispielsweise ihre materielle rechtliche Auslegung des Einzelfalles bei Acting in Concert nach der Entscheidung des 2. Zivilsenats im Jahr 2018 revidieren und fortan eine Betrachtung nach formalen Gesichtspunkten vornehmen (vgl. Abschnitt 2.3.3).⁹³

Damit die Unternehmen ein besseres Verständnis von der Verwaltungspraxis der BaFin bekommen, gibt die Behörde seit 2005 einen Emittentenleitfaden heraus.⁹⁴ Seine letzte Aktualisierung fand nach dem BGH-Urteil vom 25.9.2018 statt, das die o. g. Änderung der Auslegungspraxis bei Acting in Concert auslöste. Der Leitfaden definiert abgestimmtes Verhalten nach den Vorschriften des § 34 Abs. 2 S. 1 und 2 WpHG und erläutert Formen und Gegenstand des abgestimmten Verhaltens, die Einzelfallausnahme, die Rechtsfolgen der wechselseitigen Stimmrechtszurechnung sowie die Mitteilungspflichten.⁹⁵ Die ESMA-Whitelist findet im Emittentenleitfaden jedoch keine Erwähnung. Die BaFin teilte in einer Stellungnahme lediglich mit, dass sie die Whitelist zwar als „wichtige Orientierungshilfe“ begrüße, damit allerdings keine Veränderung der Rechtslage in Deutschland einhergehe.⁹⁶ Weil sich die Behörde die letzte Entscheidungshoheit vorbehält, sieht sie sich regelmäßig Kritikern gegenübergestellt, die eine rechtsverbindliche Anerkennung der ESMA-Liste und eine Aufnahme in den Emittentenleitfaden fordern.⁹⁷

⁹² Vgl. *Schmiady, H.*, Perspektive BaFin, 2022, S. 27 f.

⁹³ Vgl. *BGH*, 25.10.2018, II ZR 190/17, Rn. 33 f.; *Seulen, G.*, Formale Bestimmung, 2019, S. 293; *Buck-Heeb, P.*, Gespaltene Auslegung, 2020, S. 159 f. Vgl. *Schmiady, H.*, Perspektive BaFin, 2022, S. 35 f.

⁹⁴ Vgl. *BaFin*, Emittentenleitfaden, 2005, S. 12.

⁹⁵ Vgl. *BaFin*, Emittentenleitfaden B, 2018, S. 26 ff.

⁹⁶ Vgl. *BaFin*, ESMA Whitelist, 2013, o. S.

⁹⁷ Vgl. *Mecklenburg, M.*, *Backmann, J.*, BVI-Stellungnahme, 2018, S. 2; *DVFA*, Collaborative Engagement, 2021, S. 4.

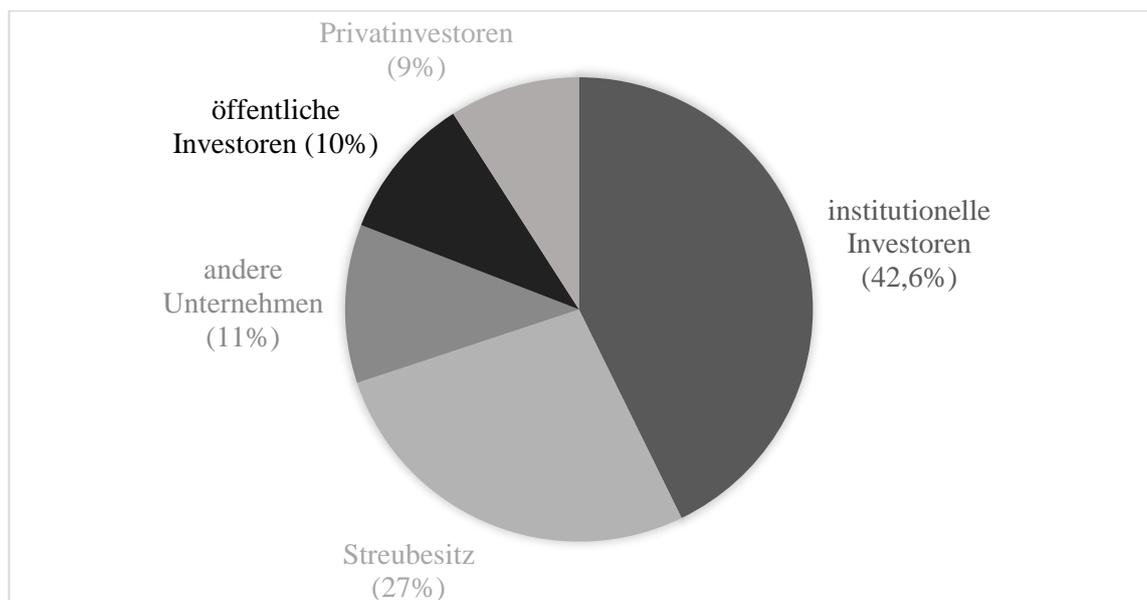
3 Einflussnahme und Kooperation von Investoren

3.1 Institutionelle Investoren

3.1.1 Bedeutung von institutionellen Investoren

Institutionelle Investoren haben unter den Aktionären eine große Bedeutung, da sie oftmals wesentliche Beteiligungen an den Gesellschaften halten und dadurch maßgeblichen Einfluss ausüben können. Sie können Banken, Versicherungen, Private-Equity-Investoren, Hedge-, Investment-, Pensions- und Staatsfonds oder andere organisatorische Zusammenschlüsse als Kapitalsammelstellen darstellen.⁹⁸ Der OECD zufolge halten institutionelle Investoren global etwa 43% des börsennotierten Kapitals (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Investorengruppen nach Beteiligungsgröße weltweit



Quelle: *Fukami, K. et al., Institutional Investors, 2022, S. 6*

Dabei gibt es große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Regionen. Während in den USA traditionell das Gewicht institutioneller Anleger mit etwa 68% hoch ist, nimmt deren Anteil in China nur 11% ein, da Staatsbeteiligungen mit etwa 30% die größte Investorengruppe darstellen.⁹⁹ In Europa dagegen halten institutionelle Investoren im Durchschnitt etwa 37% des börsennotierten Kapitals. Nach einer aktuellen Auswertung

⁹⁸ Vgl. *Koch, C., Corporate Governance, 2022, S. 216 f.; Sperber, H., Finanzmärkte, 2020, S. 73.*

⁹⁹ Vgl. *Fukami, K. et al., Institutional Investors, S. 7.*

von S&P Global und dem Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) standen zum Jahresende 2022 ca. 58% aller Aktien des deutschen Leitindex DAX im Besitz von institutionellen Investoren.¹⁰⁰ Tabelle 4 zeigt die fünf größten Anteilseigner aller DAX-Unternehmen auf Firmengruppenebene (für die gesamte Liste der 20 größten DAX-Investoren sowie weitere Statistiken zu den Beteiligungsverhältnissen in Deutschland siehe Anhang 1 bis 3). Der weltweit größte Vermögensverwalter BlackRock ist demnach auch der größte Eigentümer des deutschen Aktienindex und hält insgesamt rund 10% aller Anteile.

Tabelle 4: DAX-Investoren nach Anteilshöhe

	Firmengruppe	DAX-Anteile	Investmentstil	Hauptsitz
1	BlackRock, Inc.	10,4%	Aktiv & Passiv	USA
2	The Vanguard Group, Inc.	6,1%	Passiv	USA
3	SAS Rue la Boetie (Amundi/Lyxor)	3,9%	Aktiv & Passiv	Frankreich
4	Norges Bank Norway	3,7%	Aktiv & Passiv	Norwegen
5	The Capital Group Companies, Inc.	3,7%	Aktiv	USA

Quelle: Tobias, P. et al., Ownership DAX, 2023, S. 16

Mit ihrer Größe stellen institutionelle Investoren heute einen relevanten Teil der Corporate Governance börsennotierter Unternehmen dar und übernehmen Kontrollfunktionen, die bis zur Jahrtausendwende noch überwiegend von Banken besetzt wurden.¹⁰¹ Die Unternehmensfinanzierer überwachten als Fremd- und Eigenkapitalgeber zugleich die Leitungsorgane der Unternehmen in einem bankendominierten Finanzmarkt in Deutschland. Durch nationale wie internationale aufsichtsrechtliche Verschärfungen, aktienrechtliche Anpassungen wie im Bereich des Depotstimmrechts, der Internationalisierung des Kapitalmarkts und gesteigerte Wettbewerbsverhältnisse, zogen sich Banken aus den Aktionärsstrukturen der Unternehmen zurück.¹⁰² Andere institutionelle Anleger rückten für sie nach und erhöhten ihre Beteiligungen in einem immer stärker marktdominierten

¹⁰⁰ Vgl. Tobias, P. et al., Ownership DAX, 2023, S. 8.

¹⁰¹ Vgl. Assmann/Buck-Heeb in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-Hdb., § 1 Rn. 25 ff.

¹⁰² Vgl. Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.4.1998.

Finanzmarkt ähnlich den typischen Strukturen von angelsächsischen Ländern. Zwar prägen bei einigen deutschen Aktiengesellschaften wie z. B. Henkel, Volkswagen, BMW, Continental, Deutsche Telekom etc. auch andere Investorengruppen und Ankeraktionäre die Aktionärsstruktur, beim Gros der Unternehmen stehen jedoch Investmentfondsgesellschaften an oberster Stelle der Anteilseigner.¹⁰³

3.1.2 Klassifikation von institutionellen Investoren

Institutionelle Investoren werden üblicherweise anhand ihrer Anlagestrategie in die drei Gruppen „Passiv“, „Aktiv“ oder „Aktivist“ eingeteilt, die sich auch auf das Verhalten sowie die Einflussnahme auf die Zielunternehmen auswirken können (vgl. Tabelle 5).

Tabelle 5: Klassifikation institutioneller Investoren

Strategie	Beispiel	Portfolio	Voicing / Voting	Exit (Divestment)
Passiv	Indexfonds (ETF)	Breit (z. B. 1.000 Werte)	Nein (höchstens Stimmrecht)	Nein
Aktiv	Valuefonds	Mittel (z. B. 100 Werte)	Teilweise (Stimmrecht, Rederecht)	Ja (geringe Wirkung)
Aktivist	Hedgefonds	Klein (z. B. 10 Werte)	Ja (vollumfänglich)	Ja (hohe Wirkung)

Quelle: Koch, C., Corporate Governance, 2022, S. 218

Während passive Anlagestrategien indexbasiert bzw. marktneutral investieren, wählen Fondsmanager mit aktiven Anlagestrategien die potenziell attraktiven Aktien im Rahmen des Portfoliomanagements handverlesen aus. Je nach Schwerpunkt der Anlagestrategie bzw. des Investmentstils lassen sich Rückschlüsse auf die Ausübung der Eigentumsrechte der Vermögensverwalter schließen, wenngleich keine Pauschalisierung möglich ist, da die meisten Fondsgesellschaften aktive sowie passive Anlagestrategien innerhalb ihrer Produktpalette nebeneinander verfolgen. Allerdings mangelt es den passiven, indexgebundenen Produktanbietern zumindest an dem Druckmittel des Divestments, da sie bei einer unerwünschten Entwicklung des Unternehmens die Aktie nicht verkaufen können.¹⁰⁴ Aktive Fondsmanager haben dagegen ein größeres Interesse an einer aktiven

¹⁰³ Vgl. Klöhn, L., Investoren Aktivisten, 2021, S. 185; Schiessl in Klöhn/Moch, FS WpHG, S. 176.

¹⁰⁴ Vgl. Koch, C., Corporate Governance, 2022, S. 218 f.

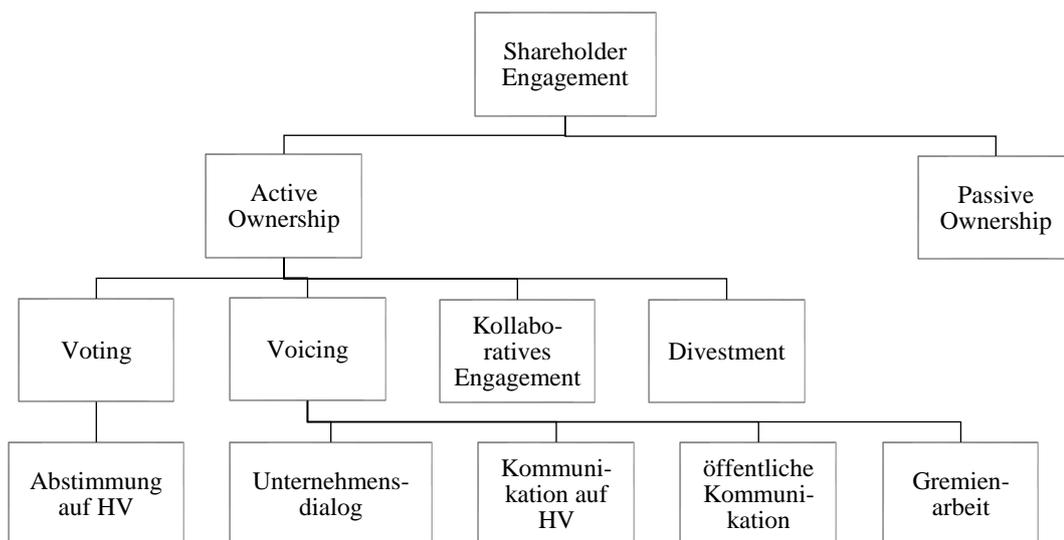
Begleitung, da sich in ihren Fondsportfolios wenige auserlesene Unternehmen befinden, die relativ zum Gesamtportfolio ein größeres Gewicht einnehmen und damit mehr Einfluss auf die Gesamtpformance der Portfolios haben.¹⁰⁵ Hedgefonds oder vergleichbare institutionelle Anleger hingegen verfolgen eine „aktivistische“ Anlagestrategie. Sie suchen gezielt nach problembehafteten und unterbewerteten Unternehmen, in die sie mit verhältnismäßig hohen Kapitalsummen investieren. Die angeschlagenen Unternehmen werden oft medienwirksam zur Änderung des Führungskurses oder zum Austausch des Leitungspersonals bewogen, um eine schnellstmögliche Aktienkurssteigerung zu erzielen.

3.2 Shareholder Engagement

3.2.1 Einführung und Begriffsbestimmung von Shareholder Engagement

Shareholder Engagement, das auch im Deutschen regelmäßig mit „Engagement“ abgekürzt und englisch ausgesprochen wird, bedeutet übersetzt Aktionärsengagement oder auch Investorenaktivismus.¹⁰⁶ Es stellt den Oberbegriff für diejenigen Maßnahmen dar, die ein Investor ergreifen kann, um ein Zielunternehmen in der Art zu beeinflussen, damit es eine gewünschte Richtung zur Wertsteigerung einschlägt (vgl. Abbildung 4).¹⁰⁷

Abbildung 4: Gestaltungsformen von Shareholder Engagement



Quelle: *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2021, S. 28

¹⁰⁵ Vgl. *Koch, C.*, Corporate Governance, 2022, S. 219.

¹⁰⁶ Vgl. *Pontzen, H.*, Nachhaltigkeit Transformation, 2023, S. 121.

¹⁰⁷ Vgl. *Thießen, F.*, Asset Management, 2021, S. 288.

Shareholder Engagement umfasst neben der Ausübung der Stimmrechte auf der Hauptversammlung auch den direkten Dialog mit den Unternehmen (Voting und Voicing).¹⁰⁸ Die Kommunikation ist ein wesentlicher Bestandteil von Engagement und kann sich auf verschiedene Weise ausdrücken. Das können in etwa Briefe, Telefonate oder persönliche Gespräche mit Vorständen, Aufsichtsräten und anderen Unternehmensvertretern, wie z. B. aus den Investor-Relations-Abteilungen, sein. Daneben kommen auch die Kommunikation auf der Hauptversammlung, das Schreiben offener Briefe oder auch die Mitarbeit in den Unternehmensgremien in Frage. Dieser Investorenaktivismus wurde in der Vergangenheit überwiegend den aktivistischen Investoren wie Hedgefonds oder Private-Equity-Gesellschaften zugeschrieben, er ist mittlerweile jedoch gerade hinsichtlich der geführten Nachhaltigkeitsdebatte zu einer verantwortungsbewussten Aufgabe aller Investorenkreise geworden. Während die aktivistischen Hedgefonds jedoch meist durch ein rabiates kommunikatives Auftreten und unter Mithilfe von medialem öffentlichem Druck auf die Unternehmen einwirken, um kurzfristig möglichst hohe Aktienkursgewinne zu erzielen, gehen Fondsgesellschaften i. d. R. einen moderaten und konstruktiveren Weg, da sie den langfristigen Transformationsprozess der Unternehmen begleiten möchten.¹⁰⁹

3.2.2 Shareholder Engagement, Active Ownership und Stewardship

Werden die Eigentumsrechte im Rahmen des Shareholder Engagements aktiv wahrgenommen, so wird häufig auch der Begriff „Active Ownership“ synonym verwendet. Beispielsweise überschreibt der deutsche Asset Manager DWS, eine Tochtergesellschaft der Deutschen Bank, seinen jährlichen Engagement- und Proxy-Voting-Bericht mit „Active Ownership“.¹¹⁰ Seit Einführung der neuen Offenlegungspflichten durch ARUG II im Jahr 2020 müssen die Investoren jährlich über ihre Mitwirkungspolitik sowie ihr Abstimmungsverhalten berichten. Die DWS definiert in ihrer Engagement-Policy Active Ownership als aktive Einflussnahme auf die Zielgesellschaften mittels unterschiedlicher Engagement-Methoden, Eskalationsstrategien, Kommunikationserwartungen und Transparenzanforderungen.¹¹¹ Der Mitbewerber Allianz Global Investors (AGI) dagegen fasst seine Engagement-Aktivitäten und Abstimmungen in einem jährlichen „Sustainability

¹⁰⁸ Vgl. *Thießen, F.*, Asset Management, 2021, S. 289.

¹⁰⁹ Vgl. *Pontzen, H.*, Nachhaltigkeit Transformation, 2023, S. 121.

¹¹⁰ Vgl. *DWS*, Active Ownership, 2023, S. 1.

¹¹¹ Vgl. *DWS*, Engagement Policy, 2022, S. 3.

and Stewardship Report“ zusammen.¹¹² Während Active Ownership den Investorenaktivismus von Eigentümern selbst (Asset Owner) sowie auch von Vermögensverwaltern (Asset Manager) bezeichnen kann, wird insbesondere im internationalen Umfeld der Begriff Stewardship für eine verantwortungsbewusste Ausübung der Eigentumsrechte durch Asset Manager verwendet. Larry Fink, der Vorstandsvorsitzende von BlackRock, beschreibt im aktuellen Stewardship-Bericht des Vermögensverwalters das Stewardship als die Erfüllung der treuhänderischen Verantwortung gegenüber den Kunden, die die eigentlichen Eigentümer des verwalteten Vermögens seien.¹¹³ Sie wollen durch ihre Stewardship-Aktivitäten die Corporate Governance und die Geschäftspraktiken der Unternehmen verbessern, um langfristige Unternehmenswerte zu schaffen und somit Investmentziele der Kunden zu erfüllen. Obwohl sich Shareholder Engagement, Active Ownership und Stewardship in ihrer Betonung auf Aktionärsrechte und langfristiges Engagement ähneln, liegt beim Gebrauch der Begriffe Active Ownership und Stewardship der Fokus stärker auf die Verantwortung und Nachhaltigkeit der Investitionsentscheidungen. Der Shareholder-Engagement-Begriff hingegen wird eher auf die Interaktion und den Dialog mit den Unternehmen bezogen, die die Entscheidungsprozesse des Managements beeinflussen.

3.2.3 Stewardship Kodex für verantwortungsvolle Investoren

3.2.3.1 Kodex-Vorbild Großbritannien

Der weltweit erste eigenständige Stewardship-Kodex mit freiwilligen Richtlinien für institutionelle Investoren in Bezug auf ihre Stimmrechte und andere Interaktionen mit den Portfoliounternehmen wurde 2010 in Großbritannien vorgelegt. Die damalige Corporate-Governance-Behörde FRC (Financial Reporting Council) definierte darin Stewardship als verantwortungsvolle Kapitalallokation und -verwaltung, um einen langfristigen Mehrwert für Kunden zu generieren und gleichzeitig einen nachhaltigen Nutzen für Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft zu stiften.¹¹⁴ Bereits in den ursprünglichen sieben Stewardship-Grundsätzen wurde dabei ausdrücklich betont, dass Investoren zusammenarbeiten sollten, wo dies erforderlich sei, um gemeinsame Ziele gegenüber den Portfoliounternehmen erfolgreich umzusetzen.¹¹⁵ Bis heute wurden in 20 Ländern auf sechs Kontinenten auf

¹¹² Vgl. *AGI*, Stewardship Report, 2023, S. 61 ff.

¹¹³ Vgl. *BlackRock*, Stewardship Report, 2023, S. 4.

¹¹⁴ Vgl. *FRC*, Stewardship Code, 2020, S. 4.

¹¹⁵ Vgl. *FRC*, Stewardship Code, 2010, S. 8; *FRC*, Stewardship Code, 2020, S. 19.

überwiegender Grundlage des britischen Vorbilds derartige Richtlinien in eigenständige Stewardship-Kodifizierungen oder durch die Integration in andere Vorschriften, wie z. B. dem nationalen Corporate Governance Kodex, entwickelt (vgl. Tabelle 6).

Tabelle 6: Globale Stewardship-Richtlinien

Kontinent	Staaten mit Stewardship-Kodex oder -Richtlinien
Asien	Japan, Korea, Indien, Hong Kong, Thailand, Malaysia, Singapur, Taiwan
Europa	Großbritannien, Niederlande, Norwegen, Italien, Dänemark, Schweiz
Nordamerika	USA, Kanada
Afrika	Südafrika, Kenia
Südamerika	Brasilien
Australien	Australien

Quelle: *Katelouzou, D., Puchniak D., Stewardship Complexities, 2021, S. 35 f.*

Der letzten Neufassung des UK Stewardship Code von 2020 wurde erneut viel Beachtung geschenkt, da sie mit einer umfassenden Erweiterung der Wohlverhaltensregeln einherging.¹¹⁶ Die sieben Grundsätze für Eigentümer und Vermögensverwalter wurden auf 12 erweitert und sechs neue Grundsätze für weitere Dienstleister hinzugefügt. Hier wurden nun erstmals auch Anlageberater, Stimmrechtsberater oder Datenprovider durch den Kodex angesprochen. Die Richtlinien enthielten darüber hinaus jetzt auch explizite Verweise zur Umsetzung von ESG-Zielen (Environment, Social, Governance). Von den institutionellen Investoren wird darin erwartet, dass sie systematisch ESG-Aspekte und den Klimawandel in ihre Stewardship- und Investmentansätze integrieren.¹¹⁷ Dabei müssen die Adressaten nach dem ebenso neuen „Apply-or-Explain“-Ansatz nicht mehr nur Abweichungen von den Kodex-Regeln begründen, sondern generell darüber berichten, wie sie die Empfehlungen umsetzen. Ein Ansatz, der auch in Deutschland von der Regierungskommission des DCGK bereits diskutiert wurde, jedoch bislang keine Mehrheit fand.¹¹⁸

¹¹⁶ Vgl. *Leyens* in Grundmann/Merkt/Mülbert, FS Hopt, S. 710.

¹¹⁷ Vgl. *FRC*, Stewardship Code, 2020, S. 15.

¹¹⁸ Vgl. *Werder* in Kremer/Bachmann/Lutter/Werder, DCGK, GS 21 Rn. 9 f.

3.2.3.2 Kodex-Bestrebungen in Deutschland

Auch hierzulande gibt es regelmäßig Diskussionen darüber, ob neben dem DCGK ein weiterer Kodex speziell für die Stewardship-Aktivitäten von institutionellen Investoren ausgearbeitet werden sollte.¹¹⁹ Zumindest konnte mit den Gesetzesänderungen durch ARUG II und den letzten Anpassungen im DCGK der Stewardship-Gedanke erste Anknüpfungspunkte im deutschen Kapitalmarktrecht finden (vgl. Abschnitte 2.2.3 und 2.2.4).¹²⁰ Allerdings sind in diesem Zusammenhang auch die BVI-Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen und insbesondere die Wohlverhaltensregeln des deutschen Fondsverbandes anzuerkennen, die bereits seit 2003 für seine Mitglieder ausgegeben werden.¹²¹ In diesem freiwilligen Verhaltenskodex sind neben Richtlinien zu angemessenen Kosten und Gebühren, Marktgerechtigkeit und Fairness, Transparenz und Kommunikation gegenüber den Kunden auch Empfehlungen zur treuhänderischen Verantwortung in Bezug auf ökologische und soziale Belange sowie auf eine gute Unternehmensführung enthalten. Der BVI verweist darin auch auf die sechs Grundsätze des Stewardship Code seines europäischen Dachverbandes EFAMA, der im Jahr 2011 erstmals veröffentlicht wurde.¹²² Neben den BVI-Wohlverhaltensregeln sind auch die Stewardship-Leitlinien der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) aus dem Jahr 2020 zu würdigen, die damit einen konkreten Vorschlag für einen allgemeinen deutschen Stewardship-Kodex vorbrachte.¹²³ Die insgesamt neun Leitlinien fordern in starker inhaltlicher Übereinstimmung mit dem britischen Vorbild ebenso eine aktive und verantwortungsbewusste Betreuung der Vermögenswerte. Unter expliziter Berücksichtigung von ESG-Zielen soll der aktive Dialog mit den Portfoliogesellschaften und auch der Austausch mit anderen Asset Managern gefördert werden. Derzeit tangieren die jüngsten legislativen Entwicklungen zu einem Zukunftsfinanzierungsgesetz erneut die Stewardship-Diskussionen, da mit der kontroversen geplanten Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien die institutionellen Investoren ihren Einfluss zukünftig verlieren könnten.¹²⁴

¹¹⁹ Vgl. *Fleischer, H., Strothotte, C.*, Stewardship Code, 2011, S. 221; *Hell, P.*, Stewardship ESG, 2019, S. 342; *Ringe, W.-G.*, Stewardship Germany, 2021, S. 188; *Leyens* in Grundmann/Merkt/Mülbert, FS Hopt, S. 732 f.; *Brellocks, M.*, Institutionelle Investoren, 2021, S. 355 ff.

¹²⁰ Vgl. *Regierungskommission DCGK*, DCGK, 2022, S. 2; *Arnold* in MüKoAktG, AktG, § 134a Rn. 2 ff.

¹²¹ Vgl. *BVI*, Analyse-Leitlinien, 2023, S. 1; *BVI*, Wohlverhaltensregeln, 2019, S. 2.

¹²² Vgl. *EFAMA*, Stewardship Code, 2018, S. 5 ff.

¹²³ Vgl. *DVFA*, Stewardship-Leitlinien, 2020, S. 1; *Mack, K. et al.*, Weiterentwicklung DCGK, 2020, S. 201.

¹²⁴ Vgl. *Casper, M.*, Zukunftsfinanzierungsgesetz, 2023, S. 25; *BVI*, Stellungnahme ZuFinG, 2023, S. 5 ff.

3.3 Kooperation unter Investoren

3.3.1 PRI – Principles für Responsible Investment

Als richtungsweisend für die internationale Zusammenarbeit von Investoren gilt die Gründung von PRI im Jahr 2006 unter der Schirmherrschaft der Vereinten Nationen. PRI steht für „Prinzipien für verantwortliches Investieren“ und verbindet Investoren, die gemeinsam für ein nachhaltiges Finanzsystem eintreten wollen. Die Gründung stellt daher auch ein Meilenstein für die Entwicklung der Sustainable Finance insgesamt dar.¹²⁵ Das Investorennetzwerk konnte mittlerweile rund 5.000 Unterschriften von Asset Ownern und Asset Managern weltweit sammeln, die sich damit zur Einhaltung der sechs Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren der PRI-Gemeinschaft verpflichten:¹²⁶

1. Wir werden ESG-Themen in die Analyse- und Entscheidungsprozesse im Investmentbereich einbeziehen.
2. Wir werden aktive Anteilseigner sein und ESG-Themen in unserer Investitionspolitik- und -praxis berücksichtigen.
3. Wir werden Unternehmen und Körperschaften, in die wir investieren, zu einer angemessenen Offenlegung in Bezug auf ESG-Themen anhalten.
4. Wir werden die Akzeptanz und die Umsetzung der Prinzipien in der Investmentbranche vorantreiben.
5. Wir werden zusammenarbeiten, um unsere Wirksamkeit bei der Umsetzung der Prinzipien zu steigern.
6. Wir werden über unsere Aktivitäten und Fortschritte bei der Umsetzung der Prinzipien Bericht erstatten.

Auf der eigenen „PRI Collaboration Platform“ können sich die Investoren bei ihren Engagements miteinander abstimmen, um Ressourcen zusammenzulegen, Informationen zu teilen, Kosten einzusparen und letztlich ihren Einfluss zu erhöhen.¹²⁷ Die Gründung von PRI initiierte aber auch zahlreiche weitere Investorennetzwerke. Das bekannteste Beispiel stellt die „Climate Action 100+“ (CA100+) dar, das von PRI 2017 mitgegründet wurde und heute mehr als 700 Investoren mit einem verwalteten Vermögen über 68 Milliarden USD

¹²⁵ Vgl. *Klein/Eckert/Dumrose* in Heithecker, Hdb. NaFi, Rn. 6.

¹²⁶ Vgl. *PRI*, Annual Report, 2022, S. 39; *PRI*, Verantwortliches Investieren, 2019, S. 4.

¹²⁷ Vgl. *PRI*, Annual Report, 2022, S. 21.

zählt. Ihr Ziel ist es, die etwa 170 Unternehmen mit den weltweit höchsten Treibhausgas-Emissionen zu ambitionierten Klimazielen zu bewegen und somit der Dekarbonisierung zur Bekämpfung des Klimawandels einen wesentlichen Vorschub zu leisten.¹²⁸

3.3.2 Kollaboratives Shareholder Engagement

3.3.2.1 Nutzen von kollaborativen Engagements

Die Kooperation unter Investoren lässt sich zum einen normativ aus den Stewardship-Grundsätzen ableiten und manifestiert sich heute in den zahlreichen internationalen Investorengemeinschaften wie PRI. Zum anderen kommen beim Konzept des kollektiven Aktionärsengagements bzw. kollaborativen Shareholder Engagements allerdings auch ökonomische Aspekte zum Tragen, die eine Zusammenarbeit befürworten lassen.¹²⁹ Beim gemeinsamen Engagement können Ressourcen zusammengelegt, Kosten geteilt und die Beteiligungshöhe bzw. Mitbestimmungsrechte an den Portfoliounternehmen erhöht werden. Hierzulande verfolgten besonders kirchennahe institutionelle Investoren schon früh gemeinsame Interessen.¹³⁰ Sie vereint eine breite gemeinsame Wertebasis und der Ruf des besonnenen Akteurs. Dies erleichtert interne Abstimmungsprozesse und lässt sie selbstbewusster auftreten.¹³¹ Im Gegensatz zu aktivistischen Investoren, die i. d. R. nach kurzfristigen Gewinnen streben, sind jedoch gerade Kooperationen unter den Investoren von langfristigem Charakter geprägt. „Aufgeklärte Investoren“ suchen den nachhaltigen Dialog mit den Unternehmen und wollen nicht durch medialen Druck, sondern mit stichhaltigen Argumenten überzeugen, um den langfristigen Unternehmenswert zu steigern.¹³²

Die Öffentlichkeit erwartet von institutionellen Anlegern eine verantwortungsbewusste sowie aktive Mitwirkung bei den Beteiligungsunternehmen und die regulatorischen Transparenzanforderungen bringen ein ständiges öffentliches Monitoring mit sich. Jedoch können sich v. a. kleine Vermögensverwalter das langfristige und ressourcenintensive Engagement oft nicht leisten, da auch sie in eine Vielzahl an Portfoliounternehmen weltweit investieren. Daher kann sich insbesondere für sie die Zusammenarbeit in Investorengemeinschaften lohnen und ihnen eine Chance auf Intensivierung ihrer Engagement-

¹²⁸ Vgl. *Climate Action 100+*, Progress Update, 2022, S. 4.

¹²⁹ Vgl. *PRI*, Annual Report, 2022, S. 21.

¹³⁰ Vgl. *Wulsdorf, H.*, Engagement Kirchenbank, 2020, S. 135.

¹³¹ Vgl. *Riedel S., Schneeweiß A.*, Aktives Aktionärstum, 2008, S. 49.

¹³² Vgl. *Riedel S., Schneeweiß A.*, Aktives Aktionärstum, 2008, S. 26 f.

Aktivitäten eröffnen.¹³³ Gleichzeitig profitieren aber auch die Unternehmen selbst von den kooperierenden Investoren. Sie erreichen mit weniger Einzelgesprächen und weniger Aufwand eine deutlich breitere Aktionärsbasis über die Kollaborateure und können damit auch vor dem Hintergrund begrenzter Ressourcen die eigenen Kosten reduzieren.

3.3.2.2 Instrumente und Methoden von kollaborativen Engagements

Beim kollaborativen Engagement können prinzipiell die gleichen Möglichkeiten ausgeschöpft werden, die auch bei Einzel-Engagements zum Einsatz kommen. Das kann beispielsweise gemeinsame Briefe verfassen, Gespräche führen, Anträge auf Hauptversammlungen einbringen oder Abstimmungen koordinieren beinhalten.¹³⁴ Dabei kann die Initiative des Engagements bei einem organisationalen Zusammenschluss der Investoren entweder von dem Netzwerk selbst ausgehen, von einzelnen Mitgliedern im Namen der Gemeinschaft oder federführend unter Mithilfe weiterer Mitglieder durchgeführt werden. Das europäische Engagement-Netzwerk „Shareholders für Change“ (SfC) differenziert mitunter auch die beiden Engagement-Stile „aktives Aktionärstum“ sowie „kritisches Aktionärstum“.¹³⁵ Das aktive Aktionärstum bezieht sich auf Engagements bei Unternehmen, deren Aktien die Mitglieder bereits halten, während das kritische Aktionärstum auf Unternehmen abzielt, die sich nicht im Investitionsportfolio befinden. In beiden Fällen soll die Nachhaltigkeitswirkung der Zielgesellschaften verbessert werden. Bei den (noch) nicht investierten Unternehmen muss eine Investitionsabsicht jedoch nicht zwingend vorliegen, diese Engagements mit symbolischem Charakter sind unabhängig vom Portfoliomanagement und werden häufig von Nichtregierungsorganisationen (NGOs) begleitet.

3.3.2.3 Beispiele für kollaborative Engagements

Die Investorengemeinschaft SfC führt im Rahmen eines kritischen Aktionärstums auch Engagements bei Unternehmen durch, die aufgrund ihres negativen ESG-Profiles nicht Teil des Anlageuniversums der Asset Manager sind und von kontroversen öffentlichen Diskussionen begleitet werden. Als 2018 bekannt wurde, dass der deutsche Rüstungskonzern Rheinmetall über eine italienische Tochtergesellschaft Flugzeugbomben an Saudi-Arabien lieferte, die gegen die Bevölkerung im Jemen-Krieg eingesetzt werden, initiierten

¹³³ Vgl. DVFA, Collaborative Engagement, 2021, S. 2.

¹³⁴ Vgl. Ladentrog, R. et al., Engagement-Aktivitäten, 2020, S. 225.

¹³⁵ Vgl. SfC, Engagement Report, 2023, S. 8.

zwei SfC-Mitglieder ein Engagement und erwarben eine Rheinmetall-Aktie aus taktischem Kalkül. Denn damit erhielten sie Rederecht auf der Hauptversammlung und konnten öffentlichkeitswirksam vor allen Aktionären kritische Fragen bezüglich des Waffenexports stellen.¹³⁶ In Zusammenarbeit mit italienischen sowie deutschen NGOs wurden weitere Stakeholder des Unternehmens angesprochen. Dies betraf neben der italienischen Regierung auch die großen institutionellen Anleger von Rheinmetall, insbesondere der norwegische Staatsfonds und damit die norwegische Regierung. Schließlich stoppte Italien die Waffenlieferungen nach Saudi-Arabien und das norwegische Parlament beschloss 2021 das Ausschlusskriterium von Waffenexporteuren in Krisengebieten aus dem Anlageuniversum des weltweit größten Staatsfonds. Sollte Rheinmetall zukünftig erneut Waffen in ein Krisengebiet liefern, müsste der Staatsfonds folglich seine Aktien verkaufen. Das Investorennetzwerk CA100+ konzentriert sich bei seinen Engagements auf die Unternehmen mit den weltweit höchsten Schadstoffemissionen. Hierzu wurde eine „Net Zero Company Benchmark“ entwickelt, die zehn Indikatoren, wie z. B. CO₂-Ausstoß und Nettonull-Ziele, in Übereinstimmung mit den Pariser Klimabeschlüssen der Vereinten Nationen beinhaltet (für die zehn Indikatoren siehe Anhang 4).¹³⁷ Der italienische Energiekonzern Enel wurde von drei Asset Managern über mehrere Jahre hinweg konstruktiv bei seiner Transformations-Strategie auf Basis dieses Konzepts unterstützt.¹³⁸ Neben zahlreichen Gesprächen und persönlichen Treffen konnte beispielsweise auch ein eigener Experte für erneuerbare Energien im Mai 2020 in den Aufsichtsrat berufen werden. Das Unternehmen befindet sich nun auf dem Weg zur Einhaltung der Pariser 1,5-Grad-Grenze und der Erreichung von CO₂-Neutralität als erster Versorger weltweit durch die vollständige Umstellung des Energie-Portfolios auf erneuerbare Energien bis zum Jahr 2040.

3.3.2.4 Jüngste BaFin-Stellungnahme zu kollaborativem Engagement

Während der Entstehung dieser Arbeit veröffentlichte die BaFin einen ausführlichen Fachartikel zu kollaborativem Aktionärsengagement und seiner Abgrenzung zu Acting in Concert.¹³⁹ Damit reagierte sie auf die zunehmende Dynamik der Diskussion in den letzten Jahren, den jüngsten BGH-Urteilen vom Dezember 2022 sowie den aktuellen Plänen

¹³⁶ Vgl. *SfC*, Engagement Report, 2023, S. 9.

¹³⁷ Vgl. *Climate Action 100+*, Benchmark, 2023, S. 6.

¹³⁸ Vgl. *Robeco*, Enel Engagement, 2022, o. S.

¹³⁹ Vgl. *Schmiady, H., Naumann, N.*, Collaborative Engagement, 2023, o. S.

des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung, eine Engagement-Plattform für Deutschland aufzubauen. In dieser Stellungnahme räumt die Behörde ein, dass Investoren organisatorische und finanzielle Risiken eingehen, wenn Absprachen zu Zurechnungstatbeständen führen, und skizziert sechs konkrete Beispielfälle für mögliche Stimmrechtszurechnungen (vgl. Tabelle 7). Jeder dieser Fälle bezieht sich auf Kooperationen im Zusammenhang mit ESG-Zielen und zeigt damit, dass gerade die Förderung der Nachhaltigkeit in den Unternehmen auch für die Aufsichtsbehörde eine maßgebliche Rolle spielt. Dabei betont sie, dass die Mitwirkung an einer Engagement-Plattform per se noch kein Acting in Concert darstelle, sofern diese nicht auf eine Verhaltensabstimmung abziele.

Schließlich verweist die BaFin darauf, dass die Gerichte in Bezug auf die Fälle nicht ihrer Auffassung folgen müssten und auch zu einer anderen Beurteilung gelangen könnten. Außerdem stellten sich die Sachverhalte in der Realität häufig komplexer dar und müssten deshalb individuell betrachtet werden. Dies könnten die vereinfachten, abstrakten Beispielfälle nicht leisten. Ob daher die konstruierten BaFin-Fälle zu einer Erhöhung der Rechtssicherheit in der Marktpraxis beitragen können, wird sich erst noch zeigen müssen.

Tabelle 7: BaFin-Fallbeispiele zu kollaborativem Engagement

	Abstimmung	Stimmrechts- absprache	Einzelfall- ausnahme
1	Diskussion über ESG-Themen zwischen Investoren, ein gemeinsames Gespräch der Investoren mit Organmitgliedern des Unternehmens	nein	ja
2	Diskussion über ESG-Themen zwischen Investoren, ein gemeinsames Schreiben der Investoren an Organmitglieder des Unternehmens zur Einforderung von Veränderungen	nein	ja
3	Nachdem in Fall 1 das Unternehmen Veränderungen verweigert, diskutieren die Investoren über Eskalationsstrategien	nein	ja
4	Investoren fordern gemeinsam öffentlich Veränderungen bei einem Unternehmen und formulieren als Eskalationsmechanismus ihre individuellen Absichten zur Stimmrechtsausübung auf der nächsten Hauptversammlung	ja	ja
			nein*

5	Stellungnahme eines Investorenvertreters auf einer Hauptversammlung zu ESG-Themen unter Erwähnung der Tatsache, dass die von ihm vertretene Position auch von anderen Investoren geteilt wird	nein	ja
6	Verständigung von Investoren, ein gemeinsames Ergänzungsverlangen zu einer Hauptversammlung einzureichen und ihre Stimmrechte bei diesem Tagesordnungspunkt einheitlich auszuüben	ja	ja
* wenn die geforderten Veränderungen eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung zum Ziel haben.			

Quelle: *Schmiady, H., Naumann, N., Collaborative Engagement, 2023, o. S.*

3.3.3 Bedeutung von Engagement-Plattformen

Neben der Engagement-Plattform von PRI haben sich zahlreiche weitere internationale Zusammenschlüsse und Plattformen für Investoren etabliert. Europäische Beispiele sind Eumedion in den Niederlanden, das Investor Forum in Großbritannien oder Ethos in der Schweiz. Die BaFin definiert eine solche Plattform als einen formalen Rahmen, der es Investoren erlaubt, sich effizient, gebündelt und transparent auszutauschen.¹⁴⁰ In Deutschland mangelt es bislang an einer solchen Kooperations-Plattform. Allerdings hat der Sustainable-Finance-Beirat der Vorgänger-Bundesregierung in seinem Abschlussbericht im Frühjahr 2021 bereits die Einrichtung einer „ESG-Engagement-Plattform“ gefordert.¹⁴¹ Der Beirat empfahl eine förderliche Infrastruktur für ESG-Engagement in Deutschland zu schaffen. Dazu gehört für ihn neben der Ausarbeitung eines deutschen Stewardship-Kodex auch die Beseitigung der kapitalmarktrechtlichen Hürden bei Acting in Concert, damit eine deutsche Engagement-Plattform erfolgreich etabliert werden könne. Investoren sollten sich dort austauschen und bei Engagement-Aktivitäten gegenseitig unterstützen können. Außerdem sei von Beginn an die internationale Vernetzung mit anderen Plattformen sinnvoll. Der neue Sustainable-Finance-Beirat der jetzigen Bundesregierung arbeitet derzeit an der Konzeptionierung einer solchen Engagement-Plattform und plant die Gründung im ersten Halbjahr 2023.¹⁴² Sie soll insbesondere dabei helfen, die nachhaltige Transformation von Unternehmen und Wirtschaft zu beschleunigen.

¹⁴⁰ Vgl. *Schmiady, H., Naumann, N., Collaborative Engagement, 2023, o. S.*

¹⁴¹ Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat, Abschlussbericht, 2021, S. 129.*

¹⁴² Vgl. *Schmidt, M., Engagement-Plattform, 2022, S. 9.*

4 Die Bedeutung von Acting in Concert für die nachhaltige Transformation

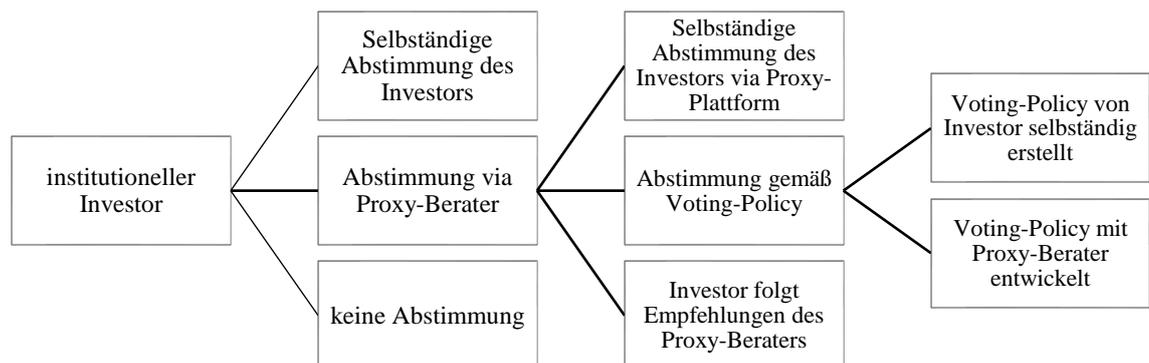
4.1 Einfluss institutioneller Investoren durch Shareholder Engagement

4.1.1 Einflussbereich: Voting

4.1.1.1 Abstimmungsalternativen und Proxy-Beratung

Da institutionelle Investoren wesentliche Anteile von Unternehmen halten, können sie Abstimmungen auf Hauptversammlungen entscheidend beeinflussen. Ihr Abstimmungsverhalten wird daher von der Forschung intensiv begleitet. Die internationalen Transparenzvorschriften sorgen außerdem dafür, dass Abstimmungspolitik und Abstimmungen offengelegt werden müssen und somit für jeden nachvollziehbar sind. Die Investoren stehen inzwischen unter einem Rechtfertigungsdruck, denn sie sind regelmäßig Vorwürfen ausgesetzt, dass sie ihre Stimmrechte nicht verantwortungsvoll oder überhaupt nicht ausüben.¹⁴³ Grundsätzlich haben die Investoren verschiedene Möglichkeiten bei der Stimmrechtsausübung. Sie können die Stimmrechte entweder selbständig, mithilfe eines Stimmrechtsvertreters bzw. Proxy-Beraters oder gar nicht ausüben (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Abstimmungsmöglichkeiten institutioneller Investoren



Quelle: In Anlehnung an *Poelzig, D.*, Stimmrechtsberater, 2021, S. 373 f.

Die Dienstleistungen der Proxy-Beratungsfirmen umfassen neben der weisungsgebundenen Stimmrechtsvertretung auch die Abstimmungsempfehlung und die Entwicklung von Abstimmungsrichtlinien für ihre Kunden (Voting-Policies).¹⁴⁴ Sie stellen damit eine wesentliche infrastrukturelle Schnittstelle auf dem Kapitalmarkt dar, ohne die Asset

¹⁴³ Vgl. *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2021, S. 29.

¹⁴⁴ Vgl. *Poelzig, D.*, Stimmrechtsberater, 2021, S. 373 f.

Manager kaum in der Lage wären, sämtliche Abstimmungen der Hauptversammlungen ihrer zahlreichen Portfoliounternehmen weltweit zu organisieren.¹⁴⁵ Dabei nutzt die überwiegende Mehrheit der institutionellen Investoren in Deutschland von 87,5% Voting-Policies, die sie gemeinsam mit den Stimmrechtsberatern entwickelten.¹⁴⁶ Dieser Marktstandard hatte sich bereits vor den Offenlegungspflichten durch ARUG II etabliert und lag 2018 schon bei 68,4%.¹⁴⁷ Der Anteil an Investoren, die sich lediglich auf die Empfehlungen des Proxy-Beraters stützen, sank dagegen kontinuierlich. Lag dieser im Jahr 2018 noch bei 5,8%, liegt er mittlerweile nur noch bei 3,3%. Allerdings ist der Löwenanteil der Verschiebung auf die Abkehr von der eigenständigen Entwicklung der Voting-Grundsätze zurückzuführen. Nutzten im Jahr 2018 noch annähernd ein Viertel der DAX-Investoren eigene Abstimmungsleitlinien, hat sich dieser Anteil bis zum Jahr 2022 auf 8,5% reduziert. Ein ähnliches Bild zeigte sich bei internationalen Befragungen von Investoren, die ebenso die Expertise des Proxy-Beraters für die eigene Abstimmung hinzuzogen.¹⁴⁸ Sie schätzten überwiegend die Empfehlungen des Proxy-Beraters als zusätzliche Informationsquelle und nutzten diese, um eine qualifiziertere eigene Meinung auszubilden. Denn das Anhören der Beratermeinung ist nicht gleichbedeutend mit einer Übernahme derselbigen. Empirische Untersuchungen für den US-amerikanischen Markt stellten fest, dass umso größer ein Investor ist, desto unabhängiger stimmt er ab.¹⁴⁹ Insbesondere bei Aktionärsanträgen stimmten diese Investoren häufiger entgegen der Voting-Empfehlung.

4.1.1.2 Vorstandsfreundlichkeit institutioneller Investoren

Verschiedene Untersuchungen liefern Hinweise, dass institutionelle Investoren dazu neigen, managementfreundlich abzustimmen und selten gegen den aktuellen Vorstand votieren.¹⁵⁰ Diese Tendenz wird umso deutlicher, je mehr Stimmrechte die Investoren verfügten und v. a. dann, wenn sie mit ihren Stimmrechten die Abstimmungen hätten entscheiden können.¹⁵¹ Eine eingeschränkte Stichprobe über ausgewählte große US-ameri-

¹⁴⁵ Vgl. *Stüber, K.*, Einfluss Proxies, 2020, S. 217.

¹⁴⁶ Vgl. *Tobias, P. et al.*, Ownership DAX, 2023, S. 17.

¹⁴⁷ Vgl. *Tobias, P. et al.*, Ownership DAX, 2019, S. 14.

¹⁴⁸ Vgl. *McCahery, J. et al.*, Governance Preferences, 2016, S. 2924 ff.

¹⁴⁹ Vgl. *He, Y. et al.*, ES Risks, 2023, S. 11; *Iliev, P., Lowry, M.*, Active Voters, 2015, S. 480; *Dressler, E., Mugerma, Y.*, Voting Power, 2023, S. 1105.

¹⁵⁰ Vgl. *Dressler, E.*, Voice Power, 2020, S. 28; *Maug, E., Rydqvist, K.*, Voting Behavior, 2009, S.74 f.; *Ginzburg, B. et al.*, Expressive Voting, 2020, S. 27 f.

¹⁵¹ Vgl. *Dressler, E.*, Voice Power, 2020, S. 28 f.

kanische und deutsche Asset Manager zeigt, dass diese für die Hauptversammlungssaison 2022 durchschnittlich in 19% der Fälle gegen den Vorstand abstimmten (vgl. Tabelle 8).

Tabelle 8: Abstimmungen und Engagements ausgewählter Asset Manager

	BlackRock	Vanguard	AGI	DWS
Heimatmarkt	USA	USA	Deutschland	Deutschland
Investmentstil	Aktiv/Passiv	Passiv	Aktiv	Aktiv/Passiv
Abstimmungen insges.	173.326	184.521	107.218	42.830
Anzahl HVs	18.272	k. A.	10.200	3.822
HVs von Unternehmen	14.250	13.490	k. A.	2.827
Contra Vorstand	13%	10%	22%	29%
Engagements	3.886	1.802	438	532

Quelle: Stewardshipreports der Asset Manager für das Geschäftsjahr 2022

Eine jüngere empirische Untersuchung befragte u. a. institutionelle Investoren zu ihrem Abstimmungsverhalten und ergründete die dahinterliegende Intension.¹⁵² Die Befragten bestätigten, dass sie teilweise auch Vorstandsanträge ablehnen, wenn diese aus ihrer Sicht dem Unternehmenswohl entgegenstehen. Auf der anderen Seite verwarfen sie den Vorwurf, grundsätzlich nur deshalb einvernehmlich mit dem Vorstand abzustimmen, um dessen Gunst zu gewinnen.¹⁵³ Des Weiteren erklärten die Befragten, dass sie i. d. R. nicht strategisch abstimmen würden und sie ihre Meinung über einen Abstimmungsgegenstand nicht deshalb änderten, wenn sie dadurch das Abstimmungsergebnis verändern könnten.

4.1.1.3 Bedeutung zurückgezogener Aktionärsanträge

Bauer und Kollegen untersuchten einen anderen Teilaspekt von Voting, der in der Forschung allgemein unterrepräsentiert ist: Aktionärsanträge, die vor der Hauptversammlung wieder zurückgezogen werden. Die empirische Untersuchung betrifft Aktionärsversammlungen des S&P 500 von 1997 bis 2009 und sollte die Auswirkung sowie Relevanz zurückgezogener Anträge untersuchen. Es hat sich gezeigt, dass je einflussreicher eine

¹⁵² Vgl. Dressler, E., Mugerma, Y., Voting Power, 2023, S. 1110.

¹⁵³ Vgl. Dressler, E., Mugerma, Y., Voting Power, 2023, S. 1105.

Aktionärsgruppe ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass einmal eingebrachte Anträge vor der Aktionärsversammlung wieder zurückgezogen werden.¹⁵⁴ Gewerkschaften, institutionelle Investoren sowie kollaborierende Investorennetzwerke oder -initiativen hatten demnach die höchsten Quoten zurückzogener Anträge (vgl. Tabelle 9). Die Autoren erklären, dass die einflussreicheren Investorengruppen, die mehr Stimmrechte miteinander vereinten, eine höhere Relevanz für die Unternehmen hätten. Im Gegensatz zu den Einzelaktionären könnten sie ihre gestellten Anträge anschließend mit der Unternehmensleitung diskutieren. Sollte in diesen Verhandlungen eine Einigkeit zu Stande kommen, so würden sie häufiger einen Antrag vor der Hauptversammlung wieder zurückziehen. Laut Autoren zeigt diese vergleichsweise kostenarme Engagement-Strategie auch die hohe Bedeutung des Abstimmungsprozesses im Vorfeld der Hauptversammlung.

Tabelle 9: Zurückgezogene HV-Anträge im S&P 500 (1997-2009)

Aktionärsgruppe	Anzahl eingebrachter HV-Anträge	davon zurückgezogen
Gewerkschaften	2.726	34,6%
Institutionelle Investoren	2.392	33,9%
Netzwerke / Initiativen ¹⁵⁵	2.275	27,7%
einzelne Aktionäre	4.824	4,0%
keiner Gruppe zuzuordnen	257	3,1%

Quelle: *Bauer, R. et al., Withdraws Proposals, 2015, S. 478*

4.1.1.4 ESG-Abstimmungen von institutionellen Investoren

Die britische Nichtregierungsorganisation ShareAction widmet sich dem verantwortungsbewussten Investieren und untersucht seit einigen Jahren Engagement und Abstimmungsverhalten der größten Asset Manager in Bezug auf ESG-Themen. Die aktuelle Untersuchung zur Hauptversammlungssaison 2022 betrifft die 68 größten Asset Manager

¹⁵⁴ Vgl. *Bauer, R. et al., Withdraws Proposals, 2015, S. 484*. Bezüglich der Wirkungsgleichheit von zurückgezogenen und gestellten Anträgen siehe *Busch, T. et al., ESG Proposals, 2023, S. 22*.

¹⁵⁵ Beispiele aus der Stichprobe: Interfaith Center on Corporate Responsibility, Medical Mission Sisters, Human Life International, Episcopal Church, Rainforest Action Network, People for the Ethical Treatment of Animals, Pro Vita Advisors.

und 252 von Aktionären gestellten ESG-Anträgen weltweit.¹⁵⁶ Demnach unterstützten die Vermögensverwalter in diesem Jahr weniger ESG-Anträge als im Jahr zuvor. In 49 Fällen der abgelehnten Anträge hätten diese eine Mehrheit gefunden, wenn die Asset Manager ihre Zustimmung erteilt hätten. Dabei lehnen sie häufiger die Anträge ab, die eine notwendige Handlung bei den Unternehmen nach sich ziehen würden als solche Anträge, die lediglich bestimmte Offenlegungspflichten betreffen. Mitglieder der Investoreninitiativen NAMZI und CA100+ unter den beobachteten Asset Managern erteilten dabei öfter ihre Zustimmung als Nichtmitglieder.¹⁵⁷ Insgesamt wurden in dem Betrachtungszeitraum elf Anträge direkt von CA100+ gestellt. Obwohl diese Anträge überdurchschnittlich hohe Zustimmungsqoten von rund 50% erlangten, erreichten lediglich die drei Anträge auf den Hauptversammlungen von Exxon Mobil, Boeing und Chevron die notwendige Mehrheit. Da vier Mitglieder der Initiative selbst bei sieben der elf Anträgen ihre Zustimmung verweigerten, verfehlten sie letztlich die notwendige Mehrheit.¹⁵⁸

Wie sich speziell Fondsmanager von ESG-Fonds bei Aktionärsanträgen zu ESG-Aspekten verhalten, war Gegenstand der Untersuchung von Dikolli und Kollegen. Sie stellten fest, dass ESG-Fonds grundsätzlich häufiger bei ESG-Abstimmungen ihre Zustimmung erteilten als herkömmliche Fonds. Dieser Unterschied erwies sich bei Abstimmungen zu sozialen und ökologischen Belangen stärker als bei Governance-Anträgen. Ein Vergleich unter passiven und aktiven ESG-Fonds hat darüber hinaus gezeigt, dass passive ESG-Fonds häufiger für ESG-Anträge abstimmten als ihre aktiv gemanagten Pendanten.¹⁵⁹ Ein ähnliches Bild zeigte sich auch bei Fondsgesellschaften, die Mitglieder des Investorennetzwerks PRI waren. So stimmten auch innerhalb der PRI-Gruppe die ESG-Fonds häufiger den ESG-Anträgen zu als die herkömmlichen Fonds ohne Nachhaltigkeitskriterien. Des Weiteren wurden in der jüngsten Untersuchung von He et al. Aktionärsanträge zwischen 2004 und 2019 zu ökologischen und sozialen Belangen (ES-Anträge) im Speziellen betrachtet. Sie stellten etwa 25% aller Aktionärsanträge in dem Betrachtungszeitraum dar und wurden überwiegend von Fondsgesellschaften mit treuhänderischer Verpflichtung

¹⁵⁶ Vgl. Gray, C. et al., *Voting Matters*, 2023, S. 5.

¹⁵⁷ Vgl. Gray, C. et al., *Voting Matters*, 2023, S. 6.

¹⁵⁸ Dies betraf AllianceBernstein, JP Morgan Asset Management, BlackRock und State Street Global Advisors hinsichtlich der sieben Anträgen bei Chevron, Exxon Mobil, Phillips 66, Valero und Imperial Oil.

¹⁵⁹ Vgl. Dikolli, S. et al., *ESG Voting*, 2022, S. 890.

gestellt.¹⁶⁰ Allerdings erreichten die meisten dieser Anträge keine mehrheitliche Zustimmung. Jedoch konnte aus der Zustimmungshöhe eines bestimmten ES-Antrags eine Informations- bzw. Prognosefunktion abgeleitet werden. Denn je höher die Zustimmung zu einem ES-Antrag war, desto wahrscheinlicher ist, dass das Unternehmen in den Folgejahren eine virulente Herausforderung in einem sozialen oder ökologischen Kontext zu bewältigen hatte und dadurch außergewöhnliche Verluste abschreiben musste. Dies galt unabhängig von einer etwaigen mehrheitlichen Annahme oder Verwerfung des Antrags.

4.1.1.5 Say-on-Climate-Bewegung

Institutionelle Investoren haben die materiellen Risiken von ESG- und Klimaaspekten für die einzelnen Portfoliounternehmen sowie das Investmentportfolio insgesamt im Blick. Sie entwickelten verschiedene Maßnahmen, um diese Risiken zu erkennen und sich dagegen zu schützen. Krueger, Sautner und Starks befragten mehr als 400 Asset Manager, Banken, Versicherungen und andere Investoren weltweit, wie sie diesen Risiken in den letzten fünf Jahren begegnet sind (vgl. Tabelle 10). Demnach sind die beliebtesten Ansätze Analysemethoden hinsichtlich des CO₂-Fußabdrucks oder des Stranded-Asset-Risikos, an dritter Stelle folgt jedoch bereits die klassische Portfoliodiversifikation.¹⁶¹ Auch verschiedene Engagement-Strategien sind von den Asset Managern genannt worden: So unterstützen 29,3% der Vermögensverwalter die Unternehmen bei der Reduzierung des CO₂-Fußabdrucks, etwa ein Viertel bringt eigene Aktionärsanträge ein und noch jeder Fünfte von ihnen hat in den letzten fünf Jahren zum Mittel des Divestments gegriffen. Lediglich 7,1% der befragten Investoren entwickelten bislang noch keinerlei Maßnahmen.

Tabelle 10: Ansätze institutioneller Investoren gegen Klimarisiken

1	Analyse des CO ₂ -Fußabdrucks der Portfoliounternehmen	38,0%
2	Analyse des Stranded-Asset-Risikos	34,6%
3	Allgemeine Portfoliodiversifikation	33,9%
4	ESG-Integrations-Investmentansatz	31,7%
5	Reduzierung des CO ₂ -Fußabdrucks der Portfoliounternehmen	29,3%

¹⁶⁰ Vgl. He, Y. et al., ES Risks, 2023, S. 36.

¹⁶¹ Stranded Assets („gestrandete Vermögenswerte“) könnten zukünftig z. B. fossile Energieträger sein, die aufgrund des Klimawandels nicht mehr investierbar wären und daher ein Totalverlustrisiko in sich tragen.

6	Nutzung von Unternehmensbewertungsmodellen, die Klimarisiken berücksichtigen	25,9%
7	Berücksichtigung von ESG-Ratings von Drittanbietern	25,6%
8	Aktionärsanträge einbringen	25,1%
9	Absicherungen gegen Klimarisiken	24,6%
10	Negative-Screening-Investmentansätze	23,7%
11	Reduzierung der Stranded-Asset-Risiken	22,9%
12	Divestment	20,2%
13	Keinerlei Maßnahmen	7,10%
14	Andere Maßnahmen	3,70%

Quelle: *Krueger, P. et al.*, *Climate Risks*, 2020, S. 1087

Ein Viertel aller befragten Investoren nutzten bereits Aktionärsanträge, um Klimathemen an die Unternehmen heranzutragen. Diese „Say-on-Climate“ genannten Anträge waren bis vor wenigen Jahren – im Gegensatz zu den USA oder Frankreich – hierzulande noch kaum präsent, gewinnen jedoch an Bedeutung.¹⁶² Investoren versuchen mit derartigen Beschlussvorschlägen die Unternehmen zu ambitionierten Klimazielen zu bewegen und insbesondere die Schadstoffemissionen zu reduzieren. Dass dieser Trend in Deutschland noch nicht großflächig vorzufinden ist, liegt im Wesentlichen an der aktienrechtlichen Kompetenzverteilung zwischen Vorstand und Aktionärsversammlung.¹⁶³ Denn in Fragen der Geschäftsführung kann nach § 119 Abs. 2 AktG die Hauptversammlung nur entscheiden, wenn dies der Vorstand selbst hervorbringt. Da Klima- und Umweltschutz gemäß §§ 76, 77 AktG in den Zuständigkeitsbereich des Vorstandes fällt, ist die Legitimität diesbezüglicher Aktionärsanträge durch Tagesordnungsergänzungsverlangen nach § 122 Abs. 2 AktG zu hinterfragen. Ein solcher Aktionärsantrag wurde beispielsweise von ESG-Aktivisten auf der Hauptversammlung von Volkswagen im Jahr 2022 eingebracht. Jedoch hat der VW-Vorstand diesen Antrag nicht zur Abstimmung zugelassen, da er einen unzulässigen Eingriff in seine Leitungsautonomie nach § 76 Abs. 1 AktG vorliegen

¹⁶² Vgl. *Vetter, J.*, *Say-on-Climate*, 2022, S. 9; *Stobbe, A., Connan, M.-S.*, *Say-on-Climate*, 2023, S. B4.

¹⁶³ Vgl. *Fleischer, H., Hülse, P.*, *Say-on-Climate*, 2023, S. 45 f.

sah.¹⁶⁴ Allerdings stehen in Deutschland bereits Reformvorschläge zur Diskussion. In etwa eine Regelung der Kompetenzverteilung durch einen weiteren Grundsatz im DCGK oder eine analoge Vorschrift zum „Say on Pay“ in § 120a AktG, nach dem der Vorstand regelmäßig eine Erklärung zur Klima- bzw. Nachhaltigkeitsstrategie abgeben müsste.¹⁶⁵

4.1.2 Einflussbereich: Voicing

4.1.2.1 Engagement-Strategien

McCahery, Sautner und Starks befragten europäische sowie US-amerikanische institutionelle Investoren zu ihren Engagement-Aktivitäten und untersuchten ihre Bedeutung für die Corporate Governance von Unternehmen. Sie stellten zunächst fest, dass langfristig orientierte Investoren im Vergleich zu kurzfristig ausgerichteten Investoren umfangreichere Strategien verfolgten.¹⁶⁶ Die beliebtesten Engagement-Instrumente sind demnach persönliche Gespräche mit dem Vorstand oder Aufsichtsrat (vgl. Tabelle 11). In diesen wurden am häufigsten Punkte in Bezug auf die Corporate Governance oder die Unternehmensstrategie besprochen. Auch Divestment-Drohungen sind als probates Mittel genannt worden. Diese waren umso effektiver je mehr Aktienanteile der Investor an dem Unternehmen hielt. Ihre Wirkung wurde darüber hinaus verstärkt, sobald andere Investoren kooperierten und sich dem Engagement bzw. drohendem Divestment anschlossen.

Tabelle 11: Häufig verwendete Engagement-Instrumente

1	Gespräche mit dem Vorstand	63%
2	Abstimmungen gegen den Vorstand	53%
3	Divestment wegen schlechter Aktienperformance	49%
4	Gespräche mit dem Aufsichtsrat	45%
5	Divestment wegen schlechter Governance-Kriterien	39%
6	Konkrete Vorschläge an den Vorstand	35%

¹⁶⁴ Vgl. *Fleischer, H., Hülse, P.*, Say-on-Climate, 2023, S. 46; *Fuhrmann, B., Röseler, S.*, VW Leitungsaunomie, 2022, R153.

¹⁶⁵ Vgl. *Fleischer, H., Hülse, P.*, Say-on-Climate, 2023, S. 49; *Weller, M.-P., Hoppmann, V.*, ESG Kompetenzen, 2022, S. 646 f.

¹⁶⁶ Vgl. *McCahery, J. et al.*, Governance Preferences, 2016, S. 2929.

7	Umfassende Vorstandsfragen auf einer Investorenkonferenz	30%
8	Kritik gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat auf einer HV	18%
9	Veröffentlichung einer Abstimmung gegen den Vorstand	18%
10	Aktionärsanträge einbringen	16%
11	Klage gegen den Vorstand einreichen	15%
12	Öffentlich den Vorstand in den Medien kritisieren	13%
13	Anmeldung SEC-Formular 13D (Proxy Fight)	1%
14	keine	19%

Quelle: *McCahery, J. et al.*, Governance Preferences, 2016, S. 2912

Darüber hinaus zeigten sich auch einige Hindernisse für Engagement-Aktivitäten der Investoren:¹⁶⁷ Diese traten grundsätzlich dann auf, wenn für sie die Gefahr bestand, gegen gesetzliche Regelungen zu verstoßen. Beispielsweise die Diversifikationsvorschriften für Investmentfonds, die eine prozentuale Obergrenze an Investitionsvolumen in ein einzelnes Portfoliounternehmen vorgeben. Daneben werden auch Hindernisse im Kontext von Acting in Concert aufgrund der aus der Stimmrechtszurechnung folgenden Meldepflichten sowie der Pflicht zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots genannt.

4.1.2.2 Wirkung von Engagement auf die Unternehmen

Zahlreiche Forschungspapiere untersuchten die finanziellen und nichtfinanziellen Auswirkungen von Engagement-Aktivitäten bei den Zielunternehmen. Langfristig orientierte institutionelle Anteilseigner stabilisierten i. d. R. die Unternehmen und reduzierten die Gefahr von unternehmensspezifischen Fehlbewertungen, während kurzfristiges institutionelles Eigentum den gegenteiligen Effekt auslöste.¹⁶⁸ Daneben zeigte sich, dass Investoren mit langfristigem Anlagehorizont einen positiven Einfluss auf die Corporate Governance sowie langfristige, überdurchschnittliche finanzielle Performance des Unternehmens hatten und kurzfristige Investoren lediglich zu kurzfristigen Überrenditen führten. Außerdem hatten langfristige Investoren positive Auswirkungen auf die CSR-

¹⁶⁷ Vgl. *McCahery, J. et al.*, Governance Preferences, 2016, S. 2921.

¹⁶⁸ Vgl. *Borochin, P., Yang, J.*, Investor Objectives, 2017, S. 197.

Performance von Unternehmen.¹⁶⁹ Einige Untersuchungen fanden auch Hinweise, dass erfolgreich „engagte“ Unternehmen signifikante Verbesserungen in einer Reihe von relevanten Finanzkennzahlen zur Folge hatten.¹⁷⁰ Umsatz, Gewinn, Aktienkurs, Marktanteil, Liquidität oder Downside-Risiken der Aktien verbesserten sich. Daneben konnten Analystenmeinungen positiv beeinflusst und ESG-Ratings der Unternehmen erhöht werden. Die Untersuchungen von Kölbel und Kollegen zeigten zudem, dass der soziale sowie ökologische Impact der Unternehmen durch die Engagements bedeutend stärker war als die Kapitalallokationswirkung, die durch die Investition hervorgerufen wurde.¹⁷¹

In einer Literaturstudie analysierte Velte 66 Untersuchungen zwischen 1999 und 2021 in Bezug auf CSR bzw. ESG. So zeigt sich insbesondere ein positiver Zusammenhang zwischen langfristigen, nachhaltigen und ausländischen institutionellen Investoren und dem ESG- bzw. CSR-Profil der Unternehmen.¹⁷² Auch die finanzielle Performance sowie die Berichterstattung konnten demnach verbessert werden.¹⁷³ Dabei waren ältere Untersuchungen zu Shareholder Engagement noch pessimistischer und konnten nur wenige Zusammenhänge mit positiver Unternehmensperformance finden.¹⁷⁴ In den 1980er und -90er Jahren nahmen in den USA Aktionärsanträge zu Corporate-Governance-Aspekten von institutionellen Investoren stetig zu.¹⁷⁵ Klima- bzw. ESG-Anträge standen noch kaum auf der Tagesordnung. Zwar waren Aktionärsanträge umso wahrscheinlicher, je niedriger Umsatzrenditen und Umsatzwachstum der Unternehmen waren, allerdings konnten die Anträge anschließend nur geringfügige Effekte hervorrufen.¹⁷⁶ Schließlich wurden nur wenige Verbesserungen in Umsatzrenditen oder -wachstum und kaum Veränderungen in der Unternehmenspolitik erreicht. Ebenso waren die Auswirkungen auf den Aktienkurs der engagten Unternehmen nicht signifikant. Daraus folgend waren überwiegend Unternehmen mit Ertrags- und Leistungsproblemen das Ziel von Aktionärsanträgen.

¹⁶⁹ Vgl. *Gloßner, S.*, Investor Horizons, 2019, S. 94; *Benz, L. et al.*, Ownership Responsibility, 2020, S. 29 f.; *Flammer, C.*, CSR Performance, 2015, S. 2565.

¹⁷⁰ Vgl. *Barko, T. et al.*, Shareholder Engagement, 2022, S. 802 ff.; *Hoepner, A. et al.*, Engagement Downside, 2022, S. 22.

¹⁷¹ Vgl. *Kölbel, J. et al.*, Beyond Returns, 2018, S. 23 f.; *Kölbel, J. et al.*, Sustainable Investing, 2020, S. 570 f.

¹⁷² Vgl. *Velte, P.*, Corporate Sustainability, 2022, S. 67.

¹⁷³ Vgl. auch *Flammer, C. et al.*, Shareholder Activism, 2021, S. 1874 f.

¹⁷⁴ Vgl. *Karpoff, M. et al.*, Shareholder Initiatives, 1996, S. 392 f.

¹⁷⁵ Vgl. *Gillan, S., Starks, L.*, Governance Proposals, 2000, S. 288; *Bizjak, J., Marquette, C.*, Shareholder Proposals, 1998, S. 503; *Romano, R.*, Activism Governance, 1993, S. 851 f.

¹⁷⁶ Vgl. *Karpoff, M. et al.*, Shareholder Initiatives, 1996, S. 392 f.

4.1.2.3 Kollaborative Engagements mit ESG-Bezug

Erste Untersuchungen lieferten bereits Hinweise, dass kollektive Engagements höhere Erfolgchancen haben als Einzel-Engagements.¹⁷⁷ Die kooperierenden Investoren verfügen über wesentlich mehr Stimmrechte, haben i. d. R. einen schnelleren Zugang zu den Vorständen und können häufiger den Unternehmensdialog aufnehmen. Es ergeben sich somit auch bei den Investoren selbst höhere Anreize aktiv zu werden als bei einzeln operierenden Investoren. Es zeigte sich außerdem, dass die Annahmewahrscheinlichkeit von Aktionärsanträgen etwa 58% höher ist, wenn Investorengruppen gemeinsame Engagements voranstellten. Für die Untersuchung von Doidge et al. betraf dies Anträge zur Unternehmens-Governance, Vergütungspolitik oder Vorstandsvergütung. Investoren-Kollektive verbesserten die Governance in den Unternehmen und erhöhten ihre Gewinne.

Auch Dimson, Karakas und Li befassten sich in mehreren, viel beachteten Publikationen mit kooperierenden institutionellen Investoren. Sie untersuchten Engagements mit ESG-Bezug bei US-amerikanischen Zielunternehmen zwischen den Jahren 1999 und 2009. Waren die ESG-Engagements erfolgreich, so folgten im späteren Verlauf überdurchschnittlich hohe Aktienkursgewinne, während erfolglose Engagements keine Überrenditen bei den Unternehmen zur Folge hatten.¹⁷⁸ Dabei wurden oft Unternehmen mit kontroverser Governance zum Ziel von Engagement-Initiativen ausgehend von Pensions- oder SRI-Fonds (Socially Responsible Investing) mit einem sozialen Anlagehintergrund. Die Engagements sind bei jenen Unternehmen überwiegend gelungen, die zuvor bereits einen fragwürdigen Ruf zu bewältigen und höhere Kapazitäten für die Umsetzung von Veränderungen verfügbar hatten. Insbesondere erfolgreiche Engagements zu sozialen oder ökologischen Fragen (ES) generierten in den Monaten danach höhere Aktienkursgewinne als Engagements zu Corporate-Governance-Themen (CG, vgl. Abbildung 6).

In einer jüngsten Arbeit untersuchten die Forscher 31 Projekte mit über 1.654 kollaborativen Engagements auf der PRI-Plattform zwischen 2007 und 2019.¹⁷⁹ Sie differenzierten dabei zwei Gruppen: Langfristig orientierte Investoren mit höheren Beteiligungen und kurzfristig orientierte Investoren mit geringfügigeren Anteilspaketen. Die Kooperationen waren insgesamt dann am erfolgreichsten, wenn der federführende Investor aus dem Land

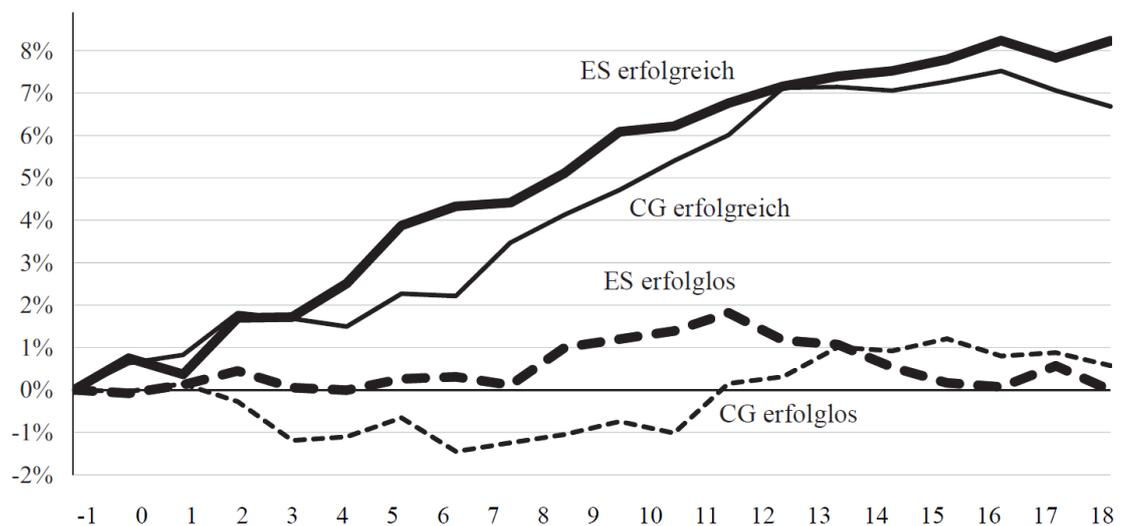
¹⁷⁷ Vgl. Doidge, C. et al., *Collective Action*, 2019, S. 927; Ringe, W.-G., *Investor Empowerment*, 2023, S. 46.

¹⁷⁸ Vgl. Dimson, E. et al., *Active Ownership*, 2015, S. 3260 f.

¹⁷⁹ Vgl. Dimson, E. et al., *Coordinated Engagements*, 2023, S. 38.

des Zielunternehmens kam und die unterstützenden Investoren aus Ländern mit höheren sozialen Normen gekommen sind. Maßgeblich war dabei die Rolle des führenden Investors hinsichtlich seiner Expertise und Ressourcenstärke. Strukturierte und geplante kollaborative Engagement-Strategien waren darüber hinaus erfolgreicher bei der Zielerreichung und verbesserten die Performance bei den Unternehmen. Investoren mit höheren Beteiligungen befanden sich häufiger in einer Führungsrolle und trugen damit auch die höheren Kosten der Engagements. Außerdem erhöhte die geografische Nähe des Fonds-Heimatmarktes zu dem Zielunternehmen den Anreiz für ein Engagement, da das Kundeninteresse an diesen Unternehmen höher ist. Insbesondere ökologische und soziale Engagements erreichten die höchste Erfolgsquote, wenn der führende Investor geografisch, sprachlich, kulturell und sozial nah am Zielunternehmen verortet war. Die unterstützenden Engagement-Partner sollten dagegen eher aus dem Ausland kommen und von Ländern mit hohen sozialen Normen stammen, um die Wirkung bestmöglich zu verstärken.

Abbildung 6: Kumulative Überrenditen nach kollaborativen Engagements



Quelle: Dimson, E. et al., Active Ownership, 2015, S. 3253

4.1.2.4 Kontroverse Debatte über das Engagement von Indexfonds

Institutionellen Investoren mit überwiegend passiven, indexabhängigen Investmentstrategien wird regelmäßig vorgeworfen, sie gingen mit den Stimmrechten ihrer Kunden nicht verantwortungsvoll um.¹⁸⁰ Der US-amerikanische Asset Manager Vanguard ist mit etwa

¹⁸⁰ Vgl. Jahnke, P., Ownership Concentration, 2019, S. 342 ff.

8,4 Billionen USD verwaltetem Vermögen das zweitgrößte Unternehmen der Branche weltweit (für die Liste der 20 größten Asset Manager der Welt siehe Anhang 5).¹⁸¹ Der Unternehmensgründer John Bogle gilt als Vater der kostengünstigen ETFs. Das Unternehmen bietet bis heute überwiegend solche Produkte an. In der Untersuchung von Rose et al. zeigte sich jedoch, dass Vanguard bei Aktionärsanträgen i. d. R. kritiklos der Auffassung des Vorstands gefolgt ist und Klimaanträge gerade von CA100+ überwiegend abgelehnt hat.¹⁸² Der Vermögensverwalter führt ebenso deutlich weniger Gespräche mit den Unternehmen als andere Wettbewerber (vgl. Tabelle 8). Während BlackRock im Jahr 2020 Engagements mit ca. 24% seiner Portfoliounternehmen eingegangen ist, hat Vanguard lediglich mit 5% seiner Unternehmen gesprochen. Am Ende des vergangenen Jahres hat Vanguard darüber hinaus bekannt gegeben, dass sie die Net Zero Asset Manager Initiative (NAMZI), deren Mitglieder sich zum 1,5-Grad-Ziel von Paris bekennen und zur Dekarbonisierung ihrer Anlageportfolios verpflichten, wieder verlassen haben.¹⁸³

Wegen vorgenannter Kritik sind die Stewardship-Aktivitäten von Asset Managern, die indexgeprägte Investmentansätze verfolgen, ein beliebter Forschungsgegenstand. Umfassende Ergebnisse zum Abstimmungsverhalten indexorientierter institutioneller Investoren lieferte z. B. die Untersuchung von Heath und Kollegen für den US-amerikanischen Markt für die Jahre 2004 bis 2018.¹⁸⁴ Die Forscher stellten fest, dass ETFs in den vergangenen 20 Jahren enorme Mittelzuflüsse verzeichneten und die passiven Fonds somit zunehmend mehr Beteiligungspakete an den Portfoliounternehmen halten. Allerdings überwachten sie im Vergleich zu aktiven Fondsmanagern die Unternehmen weniger effektiv und stimmten insbesondere in umstrittenen Governance-Fragen eher in Übereinstimmung mit dem amtierenden Vorstand als gegen diesen ab. Die Tendenz zu dieser vorstandsfreundlichen Haltung war dabei umso stärker, je geringer die ETF-Kosten und damit die verfügbaren Ressourcen für die Fondsgesellschaft waren. Die Autoren stellen daher fest, dass die zunehmende Beliebtheit von Indexfonds bei Privatinvestoren gleichzeitig zu einer Verschlechterung der Corporate Governance in den Unternehmen geführt habe.¹⁸⁵

¹⁸¹ Vgl. *Hodgson, T. et al.*, *Asset Managers*, 2022, S. 46.

¹⁸² Vgl. *Rose, T. et al.*, *Vanguard Group*, 2021, S. 1.

¹⁸³ Vgl. *Maisch, M.*, *Vanguard Rückzug*, 2022, S. 33.

¹⁸⁴ Vgl. *Heath, D. et al.*, *Index Monitor*, 2022, S. 129.

¹⁸⁵ Vgl. ähnliche Hinweise auch bei *Bebchuk, L. et al.*, *Agency Investors*, 2017, S. 108; *Edmans, A. et al.*, *Governance Ownership*, 2019, S. 2704; *Corum, A. et al.*, *Active Passive*, 2022, S. 44.

Auch wenn Indexfonds im Vergleich zu herkömmlichen Fonds weniger aktiv sind und weniger positive Auswirkungen auf die Unternehmen haben sollten, so kann deren Präsenz in einer Aktionärsstruktur dennoch vorteilhaft für das Unternehmen sein. Hinweise dazu konnten Forschungsarbeiten, wie z. B. die Untersuchung von Appel und Kollegen zeigen.¹⁸⁶ Sie betrachteten den US-Markt für die Jahre 1998 bis 2007. Hier deuteten die Ergebnisse darauf hin, dass passive institutionelle Anleger einen positiven Einfluss auf die Governance der Unternehmen haben: Je höher die Beteiligungen passiver Investoren in einem Unternehmen waren, desto unabhängiger waren die Vorstände, desto weniger mussten die Unternehmen Übernahmeofferten abwehren und desto weniger wahrscheinlich war eine Ungleichbehandlung der Aktionäre durch verschiedenartige Aktienklassen. Der beobachtete Unterschied in den realen Governance-Strukturen deutete laut Autoren darauf hin, dass passive Investoren durchaus auf die Corporate Governance von Unternehmen achteten. Sie nutzten aktiv ihre Stimmrechte, um Einfluss auszuüben, da für sie gerade nicht die Möglichkeit, die Aktien zu verkaufen, in Frage komme.¹⁸⁷

4.1.2.5 Kritische Auseinandersetzung mit realer Wirkung

In einem gemeinsamen Artikel setzten sich der Vorsitzende des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen Jörg Rocholl sowie die beiden VWL-Professoren Jan Krahn und Marcel Thum kritisch mit der Wirkung von nachhaltigen Geldanlagen auseinander.¹⁸⁸ Sie kritisieren das fehlerhafte Verständnis darüber, dass durch den Erwerb „grüner“ Aktien, Anleihen oder anderer Geldanlagen bereits eine Wirkung für eine nachhaltigere Welt erreicht werden könne. Eine Kapitalallokationswirkung sei demnach kaum nachzuweisen.¹⁸⁹ Allerdings betonten sie, dass Aktionäre oder Vermögensverwalter durch eine aktive Teilnahme an den Entscheidungsprozessen des Unternehmens die Unternehmensführung zu einem nachhaltigeren Handeln überzeugen könnten. Demnach sollten Anleger, die etwas bewirken wollten, nicht in die „grünen“ Unternehmen investieren, sondern in „braune“ Unternehmen und durch Investition sowie Aktionärsteilnahme die nachhaltige Transformation in den einzelnen Unternehmen beschleunigen.

¹⁸⁶ Vgl. Appel, I. et al., *Passive Investors*, 2016, S. 133 f.

¹⁸⁷ Vgl. Appel, I. et al., *Passive Investors*, 2016, S. 134; ähnliche Hinweise auch bei Iliev, P., Lowry, M., *Active Voters*, 2015, S. 466; Kakhbod, A. et al., *Advising Management*, 2023, S. 1338 f.

¹⁸⁸ Vgl. Krahn, J. et al., *Grüne Geldanlage*, 2021, S. 29.

¹⁸⁹ Vgl. zur Kapitalallokationswirkung von ESG-Fonds Fichtner, J. et al., *ESG Allocation*, 2023, S. 15 f.

4.1.3 Einflussbereich: Divestment

4.1.3.1 Divestment-Strategien als letzte Eskalationsstufe

In seinem viel beachteten Grundlagenwerk von 1970 (Originalfassung) beschreibt der Volkswirt und Sozialwissenschaftler Albert Hirschman die Optionen Abwanderung (Exit) und Widerspruch (Voice) als Reaktion auf einen Leistungsabfall in einer sozialen Beziehung gegenüber z. B. Unternehmen, Organisationen oder Staaten.¹⁹⁰ Welche Alternative die Akteure wählen, hänge von verschiedenen interdependenten Bedingungen ab:¹⁹¹ Erfolgchancen, Bereitschaft zur Beschwerde, mögliche Alternativen, Anzahl der Mitglieder, Langlebigkeit und Standardisierung der Leistung oder Existenz von Institutionen und Mechanismen, die beim Widerspruch unterstützen können. Insbesondere die Loyalität zu der Organisation sei dabei entscheidend für eine Verbesserung. So sei eine Exitstrategie erst durch den Verbleib in dem Unternehmen am wirkungsvollsten. Exit-Drohungen würden aber gerade in den Fällen nicht ausgeführt werden, wo ein Wechsel zu anderen Unternehmen aufgrund von Alternativlosigkeit nicht möglich ist. Paradoxerweise erscheine hauptsächlich dort die Loyalität zum Unternehmen und die ausgesprochene Exit-Drohung am wirkungsvollsten, wo es keine sinnvollen Alternativen gebe.¹⁹²

Exit- bzw. Divestment-Strategien sind v. a. im Kapitalmarktcontext stark diskutierte und häufig untersuchte Investmentansätze, gerade für institutionelle Investoren mit treuhänderischen Verpflichtungen. Becht und Kollegen stellten in ihrer Untersuchung für emissionsreiche Unternehmen fest, dass medien- und öffentlichkeitswirksame Divestment-Drohungen mit Unterstützung von prominenten Organisationen eine effektivere Wirkung entfalten konnten.¹⁹³ Sie führten zu einer Änderung in den sozialen Präferenzen der Unternehmen sowie zu neuen Dekarbonisierungsverpflichtungen. Des Weiteren hat Alda Pensions- und Investmentfonds mit und ohne Nachhaltigkeitsbezug für den Markt in Großbritannien beobachtet und gezeigt, wie die jeweiligen Fondsmanager auf öffentliche Kontroversen in Bezug auf CSR- bzw. ESG-Aspekten bei den Portfoliounternehmen reagierten. Während klassische Pensionsfonds sowie nachhaltige Investmentfonds keine Änderungen in den Portfolios vornahmen und die Aktien der kontroversen Unternehmen

¹⁹⁰ Vgl. *Hirschman, A.*, Abwanderung Widerspruch, 1974, S. 3 f.

¹⁹¹ Vgl. *Hirschman, A.*, Abwanderung Widerspruch, 1974, S. 30 ff.

¹⁹² Vgl. *Hirschman, A.*, Abwanderung Widerspruch, 1974, S. 69.

¹⁹³ Vgl. *Becht, M. et al.*, Voice Divestment, 2023, S. 23.

behielten, gingen die aktiven Fondsmanager von herkömmlichen Investmentfonds eher dazu über, die kontroversen Unternehmen aus deren Fondsportfolios auszuschließen.¹⁹⁴ Diese Haltung stimme laut Autoren mit der sozialen Ausrichtung von Pensionsfonds und den Nachhaltigkeitsgrundsätzen der SRI-Fonds überein, die ein aktives Aktionärsengagement verlangen, um die langfristige Nachhaltigkeit der Unternehmen zu verbessern. Im Gegensatz dazu gingen die Fondsmanager der herkömmlichen Investmentfonds dem Konflikt aus dem Weg, indem sie ihre Beteiligungen an den kontroversen Gesellschaften reduzierten. Berk und Binsbergen stellten aufgrund ihrer Untersuchung jedoch fest, dass Divestment keine signifikanten ESG-bezogenen Auswirkungen auf die Portfoliounternehmen hätten. Im Einklang mit der Intension von Impact Investing sollten daher die Aktien der Unternehmen gehalten und die Eigentumsrechte aktiv ausgeübt werden, um eine Änderung in der Unternehmensstrategie oder -führung herbeizuführen.¹⁹⁵

4.1.3.2 Dekarbonisierung institutioneller Portfolios

Die Dekarbonisierung der Wirtschaft spielt im Zusammenhang mit dem Klimawandel eine zentrale Rolle und ist daher ebenso relevant für Investitionsentscheidungen von institutionellen Anlegern. Atta-Darkua et al. untersuchten Divestments zwischen 2005 und 2019, die auf einer Dekarbonisierungsstrategie auf Portfolio-Ebene zurückzuführen waren.¹⁹⁶ Sie betrachteten klimabewusste Investoren, die Mitglied bei den Initiativen Carbon Disclosure Project (CDP) oder CA100+ sind.¹⁹⁷ Die Forscher stellten fest, dass die Dekarbonisierungsstrategie davon abhängt, ob in den Heimatländern der Investoren bereits Emissionsschutzrichtlinien bestehen. CDP-Investoren aus Emissionsschutzländern würden überwiegend dadurch ihre Portfolios dekarbonisieren, indem sie ihre Bestände reallokierten, d. h. emissionsreiche Unternehmen zu Gunsten emissionsarmer Unternehmen verkauften. Im Gegensatz dazu deuteten Hinweise bei CDP-Investoren außerhalb eines Emissionsschutzregimes darauf hin, dass die Emissionsreduzierungen in ihren Portfolios durch Engagements bei den Unternehmen zurückzuführen waren. Die Autoren konnten in ihrer Untersuchung keine Belege für eine Reallokation hin zu kapitalbedürftigen Unternehmen finden, die grüne Technologien entwickeln oder umweltfreundliche Produkte

¹⁹⁴ Vgl. *Alda, M.*, *Controversies Investors*, 2022, S. 18 f.

¹⁹⁵ Vgl. *Berk, J., Binsbergen, J.*, *Impact Investing*, 2022, S. 25.

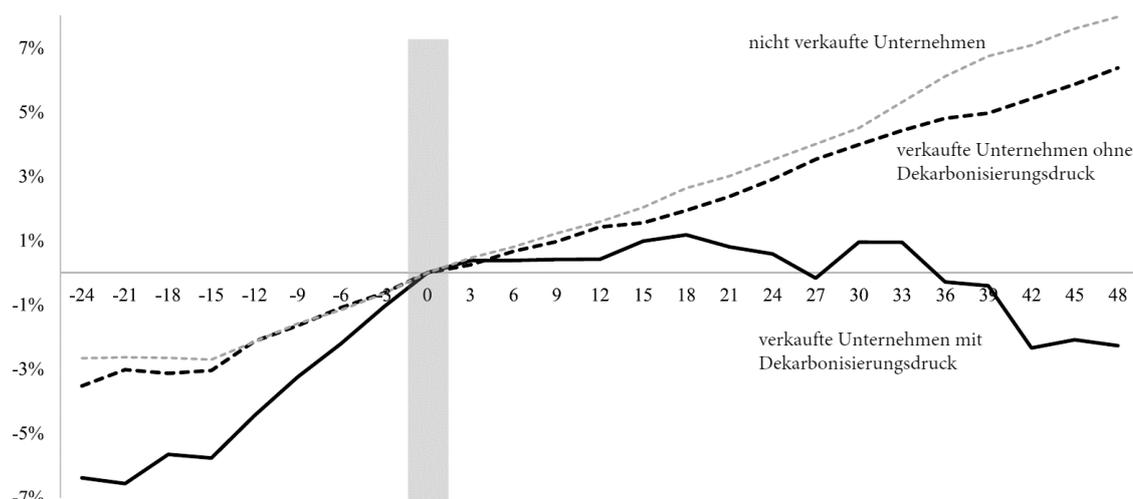
¹⁹⁶ Vgl. *Atta-Darkua, V. et al.*, *Decarbonizing Portfolios*, 2023, S. 27.

¹⁹⁷ Das CDP ist eine Klimaschutzinitiative, die sich auf die Offenlegung von Schadstoffemissionen bei den Unternehmen fokussiert.

oder Dienstleistungen anbieten. Sie kritisierten, dass eine oberflächliche Portfolioumstrukturierung keinen wesentlichen Beitrag für die nachhaltige Transformation der Wirtschaft generieren könnte, da Aktienverkäufe die Dekarbonisierungsaufgabe lediglich auf einen anderen Investor übertragen würde. Dieser neue Investor könnte zudem noch weniger motiviert sein, die CO₂-Emissionen des Unternehmens zu reduzieren.¹⁹⁸

Die deutsche Forschergruppe der Universität Augsburg Rohleder, Wilkens und Zink veröffentlichte im vergangenen Jahr unter bedeutender wissenschaftlicher Aufmerksamkeit eine Studie zu den Auswirkungen von Divestment im Zuge einer Dekarbonisierungsstrategie. Sie untersuchten die Aktienkurse und CO₂-Emissionen für annähernd 10.000 Portfoliounternehmen aus US-amerikanischen und europäischen Aktienfonds für den Zeitraum von 2010 bis 2017 und deckten damit etwa 87% des globalen Aktienmarktes ab.¹⁹⁹ Sie stellten fest, dass dekarbonisierungsinduzierte Anteilsverkäufe der Fondsmanager in den Monaten danach die Aktienkurse der Unternehmen fallen ließen und als Reaktion darauf die Unternehmen ihre CO₂-Emissionen schließlich doch reduzierten (vgl. Abbildung 7). Zwei Kontrollgruppen aus Aktiengesellschaften ohne Verkaufsdruck und verkaufte Unternehmen ohne Dekarbonisierungsdruck bestätigten diesen Effekt, da diese Unternehmen keine Emissionsreduzierungen in den Folgemonaten zu verzeichnen hatten.

Abbildung 7: Kumulative CO₂-Emissionsveränderungen bei Divestment



Quelle: Rohleder, M. et al., Effects Decarbonization, 2022, S. 10

¹⁹⁸ Vgl. Atta-Darkua, V. et al., Decarbonizing Portfolios, 2023, S. 27 f.

¹⁹⁹ Vgl. Rohleder, M. et al., Effects Decarbonization, 2022, S. 3.

Auch Edmans, Levit und Schneemeier analysierten in ihrer Forschungsarbeit Dekarbonisierungsstrategien institutioneller Portfolios und plädieren allerdings dafür, „schmutzige“ Unternehmen nicht zu verkaufen, sondern sie in ihrer nachhaltigen Transformation aktiv zu begleiten.²⁰⁰ Denn eine Exklusionsstrategie im Rahmen eines vorgelagerten Entscheidungsprozesses, wie sie in etwa bei Negative-Screening-Ansätzen häufig vorkommt, gebe die geringsten Anreize für Unternehmen zu einer nachhaltigen Veränderung.²⁰¹ Dagegen führe das Aussitzen bzw. Halten der Aktien eher zu einer Reduzierung der Schadstoffemissionen des Unternehmens, wenn das Unternehmen seine transformativen Ambitionen erhöht und entsprechende Maßnahmen einleitet, die der Investor als fruchtbar erachtet. Die Autoren schließen aus ihren Ergebnissen, dass Regulatoren nicht automatisch Einwände dagegen haben sollten, wenn als nachhaltig deklarierte Investmentfonds „braune“ Unternehmen hielten. So verhinderten regulatorische Vorschriften, wie Art. 9 SFDR bei der Klassifikation von besonders nachhaltigen Fonds, dass solche Anlageprodukte auch die Transformation von noch nicht nachhaltigen Unternehmen beschleunigen könnten.²⁰² Regulatoren sollten eher darauf achten, ob sich aktiv gemanagte Fonds aufgrund von vorgelagerten Ausschlussprozessen wie Indexfonds verhielten und dies entsprechend ahnden. Des Weiteren heben die Autoren die Vorteile von „Best-in-Class“-Ansätzen hervor, bei denen auch Unternehmen aus „schmutzigen“ Branchen inkludiert wären oder umgekehrten „Worst-in-Class“-Ansätzen, bei denen die weniger mustergültigen Unternehmen aus grünen Sektoren ausgeschlossen werden. Kombiniert mit Divestment-Strategien, entstünden die höchsten Anreize für die nachhaltige Transformation, da Unternehmen aus den Portfolios ausgeschlossen werden, wenn sie in ihrem Transformationsprozess im Branchenvergleich zurückfallen und nicht mehr Klassenbester sind.²⁰³

Auch Baker et al. untersuchten Divestments im Kontext von Schadstoffemissionen. Sie kommen zu dem Schluss, dass Divestments nur effektiv seien, wenn die (kooperierenden) Investoren einen signifikanten Anteil an dem Unternehmen hielten und Investoren daher nur dann (gemeinsam) desinvestieren, wenn sie eine kritische Masse erreichten.²⁰⁴

²⁰⁰ Vgl. zur Dekarbonisierung durch Engagement Azar, J. et al., Big Three, 2021, S. 691 f.

²⁰¹ Vgl. Edmans, A. et al., Responsible Divestment, 2023, S. 28 f.; ESG-Fonds folgen häufig einem Negative-Screening-Ansatz und sortieren anhand von Ausschlusskriterien die unerwünschten, „schmutzigen“ Unternehmen bereits im Vorfeld aus dem potenziellen Investitionsuniversum aus.

²⁰² Vgl. Edmans, A. et al., Responsible Divestment, 2023, S. 30.

²⁰³ Vgl. Edmans, A. et al., Responsible Divestment, 2023, S. 31.

²⁰⁴ Vgl. Baker, S. et al., Portfolios Externalities, 2022, S. 1455.

4.1.4 Treuhänderische Grenzen für nachhaltige Vermögensverwalter

In ihrem theoriegeleiteten Fachbeitrag finden Gosling und MacNeil Argumente, die Grenzen der treuhänderischen Pflichten von Vermögensverwaltern in Bezug auf die Bekämpfung des Klimawandels nennen.²⁰⁵ Verpflichten sie sich z. B. durch Teilnahme an der Net Zero Asset Manager Initiative (NZAMI) auf das 1,5-Grad-Ziel von Paris, so könnte dies ihren fiduziarischen Pflichten entgegenstehen, sofern kein konkreter Kundenauftrag zur Dekarbonisierung vorliege. Sie bewerten gängige „Nettonull“-Anlagestrategien wie Portfolio-Dekarbonisierung, Tilting, Active Ownership, ESG-Integration und Impact Investing hinsichtlich der treuhänderischen Pflicht und der tatsächlichen Wirksamkeit bei der Bekämpfung des Klimawandels.²⁰⁶ Je wahrscheinlicher es sei, dass eine Strategie realiter zu einer Reduzierung von Kohlenstoffemissionen führe, desto wahrscheinlicher sei es, dass sie treuhänderische Bedenken hervorrufe. Auch wenn die Autoren nicht davon ausgehen, dass Asset Manager deswegen zur Rechenschaft gezogen werden, so sei es dennoch wahrscheinlich, dass sie deshalb lediglich milde oder gar unwirksame Dekarbonisierungsstrategien anwenden, um aufgrund von Pflichtverletzungen nicht rechtlich haftbar zu sein. Aufgrund dieser materiellrechtlicher Haftungsrisiken könnten NZAMI-Unterzeichner eher solche Anlagestrategien übernehmen, die zwar den treuhänderischen Pflichten gegenüber den Kunden nachkommen, allerdings nur einen eingeschränkten Beitrag zur Bekämpfung des Klimawandels leisteten. Die Autoren empfehlen daher mit Aktionärsengagement und Dialog, die verantwortlichen Vorstände von einer schnelleren nachhaltigen Transformation des Unternehmens zu überzeugen, da ein solcher Ansatz keine treuhänderischen Bedenken hervorrufen würde.²⁰⁷ Des Weiteren könnte politisches Engagement und Lobbyarbeit ein geeigneter Weg sein. Die Kosten hierfür seien gering und allgemeine politische Vorgaben für Nettonullemissionen wären vorteilhaft für Kunden, Wirtschaft und Rendite. Sie empfehlen daher eine Neuausrichtung der Investoreninitiativen im Einklang mit der Treuhandpflicht gegenüber den Kunden.

Auch Plantinga und Scholtens nehmen die Frage nach der treuhänderischen Pflicht im Rahmen ihrer empirischen Analyse von rund 7.000 Unternehmen über einen Zeitraum

²⁰⁵ Vgl. Gosling, T., MacNeil, I., *Investors Planet*, 2023, S. 190 f.

²⁰⁶ Beim Tilting werden einzelne Portfolioteile nach einer gewünschten Strategie übergewichtet, um eine Überrendite gegenüber dem Markt zu erzielen.

²⁰⁷ Vgl. Gosling, T., MacNeil, I., *Investors Planet*, 2023, S. 193.

von mehr 40 Jahren auf (1973-2016).²⁰⁸ Sie untersuchten die Aktienkurse und Risiken in den Fondsportfolios vor und nach Divestments von Unternehmen mit dem Schwerpunkt fossiler Energie. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Divestments keinen signifikanten Einfluss auf Rendite und Risiko der Fonds hatten, da aufgrund der globalen Portfolio-Diversifikation die Aussortierung von Einzelpositionen nur eine marginale Wirkung habe. Somit sei kein Einfluss auf das finanzielle Gesamtrisiko spürbar. Auch eine mögliche Outperformance von Öl-Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt sehen sie im Portfoliokontext unbedenklich, da die höheren Renditen gleichzeitig mit höheren Risiken für die Anleger einhergingen und eine Veräußerung eine Risikoreduzierung bedeute. Somit entstünde kein Widerspruch mit der treuhänderischen Pflicht der Vermögensverwalter. Die Autoren plädieren darüber hinaus für politische Divestment-Richtlinien für bestimmte Anlegergruppen wie z. B. Pensionsfonds, die fossile Aktien verbindlich desinvestieren sollten, um Stranded-Asset-Risiken zu reduzieren. Durch das Divestment solcher Aktien von breiten Investorenkreisen würde bei den betroffenen Unternehmen der transformative Druck erhöht und somit wirksam Treibhausgasemissionen reduziert werden können.

Schließlich hat Edmans einen ebenso kritischen literaturbasierten Diskussionsbeitrag geliefert und im Speziellen das Für und Wider von ESG-Investing durch Vermögensverwalter dargestellt. Edmans betont zwar die heutige hohe Relevanz von Nachhaltigkeitsaspekten, stellt jedoch fest, dass ESG-Investing oder ESG-Engagement nichts Besonderes sei und nicht als etwas Besonderes behandelt werden sollte.²⁰⁹ Da ESG-Risiken materielle Risiken sind, sollten sie für Investoren den gleichen bedeutsamen Stellenwert einnehmen wie andere materielle Risiken ohne ESG-Bezug. Problematisch sei auch die unterschiedliche Auffassung über positive ESG-Performance. Diese Definitionsunterschiede seien ebenso Streitbar wie die unterschiedliche Meinung darüber, welche Führungsqualitäten ein Vorstand haben, welche strategische Ausrichtung das Unternehmen vornehmen oder wie das Personalmanagement in dem Unternehmen ausgerichtet sein sollte. Sind aus den ESG-Aspekten im Unternehmens- und Portfoliokontext finanzielle Einbußen ableitbar, sind sie laut Edmans schon allein deshalb relevant für langfristig investierte Investoren, die eine langfristige Wertsteigerung bei ihren Portfoliounternehmen anstreben.

²⁰⁸ Vgl. *Plantinga, A., Scholtens, B., Fossil Divestment, 2021, S. 116.*

²⁰⁹ Vgl. *Edmans, A., End ESG, 2023, S. 15; kritisch auch Ekkenga, J., Investmentfonds Kontrollagenten, 2020, S. 1674.*

4.2 Acting in Concert: Vergleich und öffentliche Besprechung

4.2.1 Acting in Concert im europäischen Vergleich

4.2.1.1 Revision der europäischen Übernahmerichtlinie

Europäische Vorschläge für eine einheitliche Übernahmerichtlinie sahen noch bis Ende der 1980er Jahre eine vollständige Harmonisierung des Übernahmerechts vor.²¹⁰ Nach langjährigen Verhandlungen konnte sich jedoch im Jahr 2004 lediglich auf eine Rahmenrichtlinie im Sinne einer Mindestharmonisierung geeinigt werden (vgl. Abschnitt 2.4.2). Dies hat zu wesentlichen Spannweiten in den nationalen Umsetzungen geführt und bis heute ein allgemeines europäisches „Level Playing Field“ für gleiche Wettbewerbsbedingungen verhindert.²¹¹ Mit diesem Bewusstsein wurde in Art. 20 der Übernahmerichtlinie eine Revisionsklausel eingefügt, wonach die Europäische Kommission bis zum Mai 2011 die Umsetzung der Richtlinie in den Mitgliedsstaaten zu überprüfen hatte.²¹² Eine bei internationalen Rechtsanwaltskanzleien durchgeführte Studie untersuchte dies für nahezu alle Mitgliedstaaten und hat 12 zentrale Erkenntnisse über die nationale Umsetzung zusammengefasst.²¹³ Die Studienautoren leiteten daraus Handlungsempfehlungen für mögliche Anpassungen im europäischen Übernahmerecht zur weiteren Harmonisierung ab. Trotz der Mindestharmonisierung hatte die Übernahmerichtlinie teilweise wesentliche Gesetzesanpassungen im nationalen Übernahmerecht der Mitgliedsstaaten zur Folge (vgl. Tabelle 12). Da in Deutschland mit der Einführung des WpÜG im Jahr 2001 vorausschauend bereits überwiegend das zukünftige EU-Recht berücksichtigt wurde, waren bei der letzten Einführung nur noch wenige Anpassungen notwendig (vgl. Abschnitt 2.4.2).

Tabelle 12: Nationale übernahmerechtliche Reaktionen auf die Übernahme-RL

Umsetzung	Wesentliche Anpassungen	Einige Anpassungen	Unwesentliche Anpassungen
aktionärsorientiert	Zypern, Tschechien, Estland, [Deutschland], Griechenland, [Ungarn], Luxemburg, Niederlande, Polen, Slowakei, Spanien	Belgien, Finnland	[Deutschland], Rumänien

²¹⁰ Vgl. Stiegler in Jung/Krebs/Stiegler, Hdb. GesR EU, § 29 Rn. 11.

²¹¹ Vgl. Winner, M., Übernahmerecht EU, 2022, S. 136.

²¹² Vgl. Europäische Kommission, Bericht Übernahmerichtlinie, 2012, S. 10 f.

²¹³ Vgl. Clerc, C. et al., Assessment Takeover, 2012, S. 4 ff.

stakeholderorientiert	[Ungarn], Italien	Frankreich, Irland, Portugal	
neutral			Dänemark, Österreich, Schweden, Ver. Königreich

Quelle: *Clerc, C. et al.*, Assessment Takeover, 2012, S. 121

4.2.1.2 Unterschiedliche Definitionen von Acting in Concert

In der von der Kommission beauftragten Studie wurde festgestellt, dass sich die unterschiedlichen nationalen Definitionen von Acting in Concert für die Praxis unterschiedlich auf die Erreichung der Kontrollschwelle sowie die Pflichtangebotsabgabe auswirken.²¹⁴ Denn auch für die Angebotspflicht gibt es keine einheitliche Regel. Zwar liegt die Standard-Kontrollschwelle bei 30%, allerdings geben Staaten auch höhere Schwellen vor oder haben komplexere Regeln zum Pflichtangebot. Letztere dienen insbesondere dazu, gegen das Problem des Lowballings vorzugehen, bei dem Investoren absichtlich niedrige, nicht marktgerechte Angebote abgeben, um eine Annahme möglichst zu verhindern.²¹⁵ Demnach konnten zwei Gruppen mit zwei verschiedenen Definitionen bestimmt werden: Die erste Gruppe von Mitgliedsstaaten habe sich lediglich an der Definition von Acting in Concert i. S. d. Übernahmerichtlinie orientiert, während eine andere Gruppe zusätzlich die Definition der Transparenzrichtlinie berücksichtigt und somit ein strengeres nationales Acting-in-Concert-Regime etabliert habe. In ihrer zuletzt 2019 aktualisierten White-list führt die ESMA bis heute auf, welcher Definition von Acting in Concert die einzelnen Mitgliedsstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) folgen (vgl. Tabelle 13).

Schließlich empfehlen die Studienautoren eine weitere Harmonisierung in Bezug auf die Kontrollschwelle, der Definition von Acting in Concert und möglicher Ausnahmen für die Angebotspflicht.²¹⁶ Eine EU-weite Angleichung könnte mehr Rechtssicherheit für internationale Investoren bedeuten, die miteinander kooperieren wollen. Allerdings sollte den Aufsichtsbehörden dabei ausreichend Spielraum gelassen werden, da bei den in der Realität häufig komplexen Sachverhalten das Betrugs- und Missbrauchspotenzial hoch sei. Wohl auch aus diesem Grund hat die Europäische Kommission in ihrem Prüfbericht

²¹⁴ Vgl. *Clerc, C. et al.*, Assessment Takeover, 2012, S. 59.

²¹⁵ Vgl. *Rothenfuß* in Paschos/Fleischer, WpÜG, § 11 Rn. 407.

²¹⁶ Vgl. *Clerc, C. et al.*, Assessment Takeover, 2012, S. 111 ff.

zur Übernahmerichtlinie vorgeschlagen, dass sie selbst oder die ESMA Leitlinien zum Konzept des Acting in Concert entwickeln sollte (vgl. Abschnitt 2.4.4). Sie betont dabei, dass diese Erleichterungen für kooperierende Investoren zu langfristig und nachhaltig ausgerichteten Eigentumsverhältnissen, zu besseren Corporate-Governance-Standards und zum nachhaltigen Wachstum im europäischen Binnenmarkt beitragen könnten.²¹⁷

Tabelle 13: EWR-Staaten mit unterschiedlichen Definitionen von Acting in Concert

Definition gem. Art. 2 Buchst. d) Übernahme-RL:	Zusätzlich gem. Art. 10 Buchst. a) Transparenz-RL:
„Gemeinsam handelnde Personen“ sind natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter oder der Zielgesellschaft auf der Grundlage einer ausdrücklichen oder stillschweigenden, mündlich oder schriftlich getroffenen Vereinbarung zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erhalten bzw. den Erfolg des Übernahmeangebots zu vereiteln.“	„[...] Stimmrechte, die von einem Dritten gehalten werden, mit dem diese natürliche oder juristische Person eine Vereinbarung getroffen hat, die beide verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des betreffenden Emittenten zu verfolgen, in dem sie die von ihnen gehaltenen Stimmrechte einvernehmlich ausüben.“
→ Dänemark, Griechenland, Irland, Island, Italien, Lettland, Luxemburg, Malta, Niederlande, Slowakei, Slowenien, Ungarn, Vereinigtes Königreich, Zypern	→ Belgien, Bulgarien, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Kroatien, Litauen, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Spanien, Tschechien

Quelle: ESMA, Shareholder Cooperation, 2019, S. 16

4.2.1.3 Acting in Concert bei Vorstands- und Aufsichtsratswahlen

Die Wahlen zu Vorstand und Aufsichtsrat stellen einen sensiblen Punkt für die Corporate Governance eines Unternehmens dar. Der Aufsichtsrat kontrolliert den Vorstand, der das Unternehmen leitet. Personelle Veränderungen beider Gremien können daher mittelbar und unmittelbar Einfluss auf Strategie und Geschäftsführung nehmen. In Bezug auf Acting in Concert hat die ESMA folgende Ansätze bei den Mitgliedsstaaten festgestellt:²¹⁸

1. In einigen Ländern gelten Kooperationen zwischen Aktionären, die sich zur Wahl von Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern abstimmen, nicht als Acting in Concert,

²¹⁷ Vgl. Europäische Kommission, Bericht Übernahmerichtlinie, 2012, S. 11.

²¹⁸ Vgl. ESMA, Shareholder Cooperation, 2019, S. 18 f.

- da diese de jure unabhängig und nicht weisungsgebunden sind (dies trifft für Irland, Österreich und das Vereinigte Königreich zu). Dies gilt auch dann, wenn eine Wahlabsprache über eine Mehrheit in dem jeweiligen Gremium getroffen wird.
2. Wahlverabredungen unter Aktionären können als Acting in Concert gewertet werden, obwohl die Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieder als unabhängig angesehen werden (Deutschland, Italien, Lettland, Rumänien, Spanien).
 3. Entscheidend für ein vorliegendes Acting in Concert ist die Anzahl der zu wählenden Gremienmitglieder. In Italien beispielsweise beginnt das Acting in Concert erst bei einer Wahlabsprache über mehr als die Hälfte der Mitglieder des jeweiligen Gremiums. Eine ähnliche Regelung gilt in Tschechien.
 4. Einzelfallausnahme: Bezieht sich die Kooperation auf eine Mehrheit zu wählender Gremienmitglieder, liegt kein Acting in Concert vor, wenn es sich dabei um einen Einzelfall der Zusammenarbeit handelt (Finnland, Norwegen, Schweden). In anderen Ländern gilt dies dagegen nicht grundsätzlich (Dänemark, Deutschland, Frankreich, Spanien).
 5. In der Praxis wurden Wahlabsprachen im Einzelfall in Bezug auf ein einzelnes Gremienmitglied überwiegend nicht als Acting in Concert eingeschätzt (Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Island, Italien, Litauen, Norwegen, Österreich, Rumänien, Slowakei, Spanien, Schweden, Vereinigtes Königreich).

Die auf Mindestvorgaben konzentrierte europäische Übernahmerichtlinie hat in den Mitgliedsstaaten zu unterschiedlichen übernahmerechtlichen Regelungen sowie Definitionen von Acting in Concert geführt.²¹⁹ Die sprachlich abweichende Definition in der Transparenzrichtlinie verkompliziert die Problematik zusätzlich. Die ESMA-Whitelist hat diese Divergenz nicht aufheben können, da sie sich lediglich auf die Übernahmerichtlinie bezieht und die Beteiligungstransparenz gemäß der Transparenzrichtlinie ausblendet.²²⁰ Institutionelle Investoren stellt dies mit ihren internationalen Portfolios vor Herausforderungen, da sie diese Unterschiede insbesondere in Bezug auf die folgenreiche Angebotspflicht aufgrund der wechselseitigen Stimmrechtszurechnung beachten müssen. Die Vorschriften in Deutschland sind dabei unter den restriktiveren Normen einzuordnen.

²¹⁹ Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, § 28 Rn. 38.

²²⁰ Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, § 28 Rn. 39; *Ghetti, R.*, Acting Concert, 2014, S. 630; *Stiegler* in *Jung/Krebs/Stiegler*, Hdb. GesR EU, § 29 Rn. 53.

4.2.2 Acting in Concert im angloamerikanischen Kapitalmarktrecht

4.2.2.1 Angloamerikanische Corporate Governance

Seit den 1980er Jahren ist mit den Regierungszeiten von Ronald Reagan in den USA und Margret Thatcher im Vereinigten Königreich (UK) der angloamerikanische Rechtskreis erheblich wirtschaftsliberaler geworden („Reaganomics“ und „Thatcherism“).²²¹ Weitreichende wirtschaftspolitische Maßnahmen und Deregulierungen auf den Finanzmärkten führten zu Wirtschaftswachstum und einem Ausbau der jeweiligen Finanzplätze. In beiden Ländern wird bis heute eine „Short-termism“-Debatte geführt, die eine zu kurzfristige Sichtweise bzw. ein zu kurzfristiges Handeln mit negativen Auswirkungen auf dem Aktien- und Kapitalmarkt kritisiert.²²² Relevant ist dies beispielsweise im Kontext von Corporate Governance, insbesondere in der Unternehmensübernahmepaxis, der Bedeutung von institutionellen Investoren und der Lesart von Unternehmensführung.²²³ Der Begriff sowie das Verständnis von Corporate Governance entstammt dem angloamerikanischen Rechtsraum und hat ab den 1990er Jahren auch in Europa an Bedeutung gewonnen.²²⁴ Corporate Governance bezieht sich auf eine verantwortungsvolle Unternehmensführung und Unternehmensüberwachung. Dabei ist entscheidend, ob das vorherrschende Corporate-Governance-System von einem Shareholder-Ansatz (z. B. USA) oder einem Stakeholder-Ansatz (z. B. UK, Deutschland) geprägt ist.²²⁵ Schließlich hängen hiervon auch Transparenz- und Meldevorschriften, Übernahmerecht sowie Regelungen bei Acting in Concert zum Schutz der Minderheitsaktionäre und der Marktintegrität ab.

4.2.2.2 Acting in Concert in Großbritannien

Das englische Wertpapiertransparenzrecht ist in den Disclosure Guidance and Transparency Rules (DTR) festgelegt und greift in Teilen noch auf die europäische Transparenzrichtlinie zurück.²²⁶ So gelten die meldepflichtigen Schwellenwerte für Stimmrechte gemäß Art. 9 Abs. 1 Transparenzrichtlinie bei 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75% in Großbritannien für ausländische Emittenten gemäß Abschnitt 5.1.2 (1) DTR. Für inländische

²²¹ Vgl. *Solomon, R.*, *World Economy*, 1994, S. 29 ff.

²²² Vgl. *Bueren, E.*, *Short-termism*, 2022, S. 268.

²²³ Vgl. *Bueren, E.*, *Short-termism*, 2022, S. 270 ff.

²²⁴ Vgl. *Jung/Stiegler* in *Jung/Krebs/Stiegler*, *Hdb. GesR EU*, § 33 Rn. 1.

²²⁵ Vgl. *Hopt, K.*, *Corporate Governance*, 2011, S. 6.

²²⁶ Vgl. *FCA*, *Handbook*, 2023, o. S.

Emittenten dagegen gilt eine umfangreiche Meldepflicht bei allen vollen Prozentpunkten von 3% bis 100%. Nach Art. 10 Buchst. a) Transparenzrichtlinie zählen auch Stimmrechte hinzu, die von einem Dritten gehalten werden, wenn mit diesem eine Vereinbarung zur gemeinsamen Stimmrechtsausübung getroffen wurde. Die Absprache muss langfristig ausgerichtet sein und eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des Emittenten betreffen. Diese Mitteilungspflicht wurde in Abschnitt 5.2.1 (a) DTR verankert. Eine weitere Definition von Acting in Concert erfolgt hingegen nicht. Diese spielt allerdings in den übernahmerechtlichen Vorschriften des City Code on Takeovers and Mergers (TC) eine wesentliche Rolle. In dem Definitionsabschnitt des britischen Übernahmekodex erfolgt eine ausführliche Beschreibung von Acting in Concert.²²⁷ Wie bereits gezeigt, ist die britische Definition von Acting in Concert übernahme- bzw. kontrollrechtlich geprägt und geht auf die europäische Übernahmerichtlinie zurück. So enthält Rule 9.1 TC die Angebotspflicht ab Erreichung der Kontrollschwelle von 30% Aktienbeteiligung. In den angefügten Hinweisen findet darüber hinaus eine Abgrenzung von Acting in Concert und kollaborativem Engagement gemäß Rule 9.1 Notes 2 TC („collective shareholder action“) statt. Demnach ist die Kontrollschwelle aufgrund einer Stimmrechtszurechnung erst relevant, wenn es sich um die Verabredung zur gemeinsamen Stimmrechtsausübung in Bezug auf die Geschäftsführung oder der Änderung der Geschäftspolitik des Unternehmens handelt. Gespräche oder gemeinsame Präsentationen zwischen Investoren und Emittenten werden hingegen von einem Acting in Concert ausgeschlossen. In einem von PRI beauftragten Rechtsgutachten wurden die Acting-in-Concert-Bestimmungen des britischen Kapitalmarktrechts hinsichtlich möglicher Einschränkungen für kollaborative Engagements geprüft.²²⁸ In diesem Gutachten wurden 18 konstruierte Beispielfälle für Kollaborationen zwischen Investoren von PRI vorgegeben (detailliert in Abschnitt 4.2.3.1) und anschließend von Juristen unter die Vorschriften bei abgestimmtem Handeln subsumiert. Nach rechtlicher Einschätzung der Autoren sei kein einziger der 18 Fälle nach dem UK-Übernahmekodex für eine Stimmrechtszurechnung relevant. Allerdings könnten beteiligungstransparenzrechtlich für fünf der 18 Fälle meldepflichtige Tatbestände vorliegen, sofern eine Kontrollübernahme von den Beteiligten angestrebt werde.

²²⁷ Vgl. *The Takeover Panel*, Takeover Code, C1 ff.

²²⁸ Vgl. *Bevan, P. et al.*, Acting Concert, 2019, o. S. (Anhang 7); Anm.: Das Rechtsgutachten wurde kurze Zeit vor dem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs erstellt. Bis auf die hier genannten Änderungen sind allerdings keine weiteren relevanten Rechtsanpassungen im Kontext von Acting in Concert bekannt.

Im vergangenen Jahr führte das UK Takeover Code Komitee ein Konsultationsverfahren zum Übernahmekodex durch und hat anschließend die Regelungen zu Acting in Concert mit Wirkung zum 20. Februar 2023 angepasst.²²⁹ Dies betrifft im Wesentlichen die übernahmerechtliche 20%-Schwelle für verbundene Unternehmen. Bislang galten Unternehmen innerhalb eines Konzerns ab einer Beteiligung von 20% als verbundene Unternehmen. Das Gesetz hat unterstellt, dass in Bezug auf ein drittes Unternehmen diese verbundenen Unternehmen abgestimmt handeln und dies zu einer Zurechnung von Stimmrechten führen würde. Diese Beteiligungsschwelle wurde nun auf 30% angehoben und damit an die übernahmerechtliche Kontrollschwelle gemäß Rule 9.1 TC angeglichen.

4.2.2.3 Acting in Concert in den USA

Auch in den USA existieren verschiedene Rechtsvorschriften bei Acting in Concert, die den einzelnen Aktionär vor Benachteiligung sowie die Unternehmen vor Übernahmerrisiken schützen sollen. Dadurch gibt es Hinweise, dass Investoren aufgrund dieser kapitalmarktrechtlichen Hürden eine Zusammenarbeit mit anderen Investoren scheuen.²³⁰

Eine hohe Praxisrelevanz ist mit dem „Formular 13D“ verbunden, über das die Investoren eine Änderung der wirtschaftlichen Eigentumsverhältnisse anmelden müssen.²³¹ Dieses Formular bezieht sich auf den Abschnitt 13(d) des U. S. Securities Exchange Acts von 1934. Demnach müssen Personen, die direkt oder indirekt Aktien eines Emittenten halten und die 5%-Beteiligungsschwelle überschreiten, binnen einer Frist von zehn Tagen eine Meldung an die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC (US Securities and Exchange Commission) abgeben. Entscheidend ist, dass einzelne oder mehrere gemeinsam handelnde Akteure von der Regelung betroffen sind. Letztere werden nach Abschnitt 13(d)(3) des Gesetzes als eine einheitliche Person behandelt, d. h. sie müssen sich ihre Stimmrechte zurechnen, wenn sie sich verabreden, gemeinsam Aktien eines Emittenten zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen. Dieser Vorgang muss mittels 13D-Formular an die SEC gemeldet werden, die daraufhin dem betroffenen Unternehmen und der Öffentlichkeit einen Kontrollwechsel anzeigt. Dabei muss in dem Formular auch der Zweck der Transaktion erläutert werden und ob Pläne für eine Fusion, Umstrukturierung oder

²²⁹ Vgl. Charnley, W., Young, M., Acting Concert, 2023, o. S.

²³⁰ Vgl. Morley, J., Big Activist, 2019, S. 1429; Klöhn, L., Investoren Aktivisten, 2021, S. 205; McCahery, J. et al., Governance Preferences, 2016, S. 2921.

²³¹ Vgl. Sacco Ginevri, A., Acting Concert, 2017, S. 48.

Liquidation des Emittenten vorliegen. Acting in Concert ist somit auch im US-Recht übernahme- und kontrollrechtlich geprägt und bezieht eine Änderung der Geschäftspolitik des Unternehmens durch eine stimmrechtsbezogene Transaktion ein („Proxy Fights“).²³² Neben den genannten Offenlegungspflichten besteht auf Bundesebene im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht keine Angebotspflicht bei Überschreiten einer definierten Kontrollschwelle.²³³ Lediglich in drei einzelnen Bundesstaaten sind derartige Vorschriften vorhanden, die allerdings keine Pflicht für den Bieter, sondern ein Recht der übrigen Aktionäre gegenüber dem kontrollierenden Investor darstellen.²³⁴ Die Minderheitsaktionäre können von dem Investor verlangen, dass er ihre Anteile zu einem „fairen Wert“ kauft.

4.2.2.4 ESG-Gegenbewegung in den USA

In der jüngeren Vergangenheit entwickelte sich in den USA eine Anti-ESG-Bewegung, die überwiegend von Mitgliedern und Präsidentschaftskandidaten der republikanischen Partei getragen wird.²³⁵ Mittlerweile wurden in mehr als 18 Bundesstaaten Anti-ESG-Gesetze erlassen. Sie verbieten beispielsweise den Vermögensverwaltern der öffentlichen Pensionskassen bei ihren Anlageentscheidungen ESG-Kriterien zu berücksichtigen oder untersagen den öffentlichen Behörden mit Banken zusammenzuarbeiten, die Waffenproduzenten und Unternehmen der fossilen Energiewirtschaft keine Kredite vergeben.

Neuer Höhepunkt des Streits bildet ein offener Brief von den Generalstaatsanwälten aus 23 US-Bundesstaaten an die Net-Zero Insurance Alliance (NZIA).²³⁶ Die Organisation stellt das Pendant der Versicherer zur Initiative NZAMI der Asset Manager dar. Die Generalstaatsanwälte kritisieren, dass die Absprachen der Versicherer hinsichtlich gemeinsamer Klimaziele und zur Dekarbonisierung gegen US-amerikanisches Kartellrecht verstießen und daher unzulässig seien. Zwischenzeitlich sind einige namhafte und kapitalstarke Versicherer wie die Allianz, Münchener Rück, Hannover Rück, Zurich Insurance oder Swiss Re aus dem Klimabündnis ausgetreten. Von den zeitweise über 30 Mitgliedern sind nun lediglich noch 14 Versicherer geblieben.

²³² Vgl. *Sacco Ginevri, A.*, Acting Concert, 2017, S. 48; *Balp, G., Strampelli, G.*, Collective Engagements, 2020, S. 172.

²³³ Vgl. *Emmerich, A. et al.*, United States, 2020, S. 52.

²³⁴ Die Kontrollschwellen sind in den betroffenen Bundesstaaten Pennsylvania bei 20%, in Maine bei 25% und in South Dakota bei 50% definiert.

²³⁵ Vgl. *Petersdorff, W., Lindner, R.*, „Woke“-Kapitalismus, 2023, S. 23.

²³⁶ Vgl. *Wehnert, A.*, Five Boroughs, 2023, S. 2.

4.2.3 Öffentliche Besprechung der deutschen Acting-in-Concert-Normen

4.2.3.1 Untersuchung von PRI

Die UN-Investoreninitiative PRI lobt die europäische Sustainable-Finance-Politik und hebt dabei den EU-Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums hervor, der einen signifikanten Schwerpunkt auf die Umlenkung der Kapitalströme hin zu nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten fördere.²³⁷ Dennoch legt das Investorennetzwerk in einem Positionspapier fünf Empfehlungen dar, wie die Europäische Kommission Stewardship-Aktivitäten von Investoren in der EU erhöhen könnte. Neben einer stärkeren Anerkennung von verantwortungsvollem Stewardship im Allgemeinen, der Erhöhung von Transparenzpflichten oder der Betonung der treuhänderischen Verantwortung der Investoren gegenüber den Kunden fordert PRI eine regulatorische Klarstellung von Acting in Concert, um kollaboratives Engagement zu begünstigen.²³⁸ Die Organisation hat erkannt, dass trotz der ESMA-Leitlinien erhebliche nationale Unterschiede in Bezug auf das Konzept des gemeinsamen Handelns vorhanden sind und Investoren aufgrund von Rechtsunsicherheiten Kooperationen vermeiden. Daher hat PRI beispielsweise Rechtsgutachten zu nationalen Acting-in-Concert-Bestimmungen in Auftrag gegeben, um mögliche Auswirkungen auf kollaboratives Engagement zu prüfen. Wie das o. g. Rechtsgutachten für das UK enthält auch die Untersuchung für Deutschland die gleichen 18 hypothetischen Fälle von Kollaborationen. Diese Beispielfälle werden unter die übernahme-, kontroll-, transparenz-, kartell- und marktmissbrauchsrechtliche Vorschriften für Acting in Concert subsumiert.²³⁹

- Zusammenarbeit in einer Arbeitsgruppe zur Nachhaltigkeitswirkung des Emittenten mit schriftlicher Vereinbarung oder mit mündlicher Absprache
- Gegenseitige Offenlegung, wie Investoren über einzelne Punkte einer Hauptversammlung abstimmen werden
- Absprache darüber, gemeinsam zu HV-Anträgen abzustimmen, wie z. B. Vorstandspersonalien, Vorstandsvergütung, Vergütungspolitik oder Abschlussprüfer
- Gemeinsam Briefe schreiben, z. B. zur Dekarbonisierungsstrategie des Emittenten
- Gemeinsam Gespräche mit dem Emittenten führen, z. B. zu den Arbeitsbedingungen

²³⁷ Vgl. *PRI*, Strengthening Stewardship, 2021, S. 2; *Europäische Kommission*, Aktionsplan, 2018, o. S.

²³⁸ Vgl. *PRI*, Strengthening Stewardship, 2021, S. 13.

²³⁹ Vgl. *Herkströter, C. et al.*, Collaborative Engagement, 2020, S. 6 ff. (Anhang 7).

- Gemeinsam Anträge auf der Hauptversammlung stellen
- Teilen verschiedener Informationen in Bezug auf einen Emittenten
- Absprache darüber, dem Emittenten mit Divestment zu drohen, wenn er keinen Nachhaltigkeitsbericht erstellt und veröffentlicht

Die Gutachter kommen zu dem Schluss, dass es überwiegend unwahrscheinlich sei, dass die 18 Fälle zu Zurechnungstatbeständen führten und dass die nationalen Vorschriften bei Acting in Concert kollaboratives Engagement für Investoren nicht unmöglich machten.²⁴⁰ Sie stellen dennoch fest, dass einige Aspekte mit regulatorischen Unsicherheiten verbunden sind. Eine weitere Klärung seitens des Regulators sollte daher mehr Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer darüber schaffen, welche Kooperationen unkritisch zu sehen sind.

4.2.3.2 Stellungnahme des deutschen Fondsverbandes BVI

Als die BaFin im Jahr 2018 eine Konsultation zur Überarbeitung ihres Emittentenleitfadens ankündigte (vgl. Abschnitt 2.5), nahm der deutsche Fondsverband BVI dies zum Anlass eine ausführliche Stellungnahme zu veröffentlichen und ging darin speziell auf Acting in Concert und kollektives Aktionärsengagement ein.²⁴¹ Er moniert darin die bestehende Rechtsunsicherheit im Zusammenhang mit den Meldetatbeständen, das europaweit uneinheitliche Verständnis von Acting in Concert sowie die über die Mindestanforderungen hinausgehende Umsetzung der Transparenzrichtlinie in Deutschland. Auch damit verbundene Strafen bzw. Folgen gingen in Deutschland über die Mindestvorgaben hinaus. Das daraus entstandene Spannungsverhältnis zwischen abgestimmtem Verhalten und kollaborativem Aktionärsengagement würde dazu führen, dass Fondsgesellschaften im Inland nicht im gleichen Maße miteinander kooperieren könnten wie in anderen europäischen Staaten. Dabei müssten die Asset Manager schon wegen ihrer fiduziarischen Pflicht das Risiko der Rechtsfolgen der Stimmrechtszurechnung minimieren und daher Kooperationen grundsätzlich vermeiden.

Des Weiteren wird von dem deutschen Fondsverband kritisiert, dass die kooperierenden Fondsgesellschaften wegen der Zurechnung ihre genaue Aktienanzahl der einzelnen Portfoliounternehmen offenlegen und somit konkrete Geschäftsdetails in Bezug auf die Zusammensetzung der Fondsportfolios preisgeben müssten. Dies sei weder mit dem Markt-

²⁴⁰ Vgl. *Herkströter, C. et al.*, Acting Concert, 2020, S. 2 (Anhang 7).

²⁴¹ Vgl. *Mecklenburg, M., Backmann, J.*, BVI-Stellungnahme, 2018, S. 1.

missbrauchsrecht vereinbar noch praktikabel durchführbar. Dabei hebt der BVI hervor, dass kollaboratives Engagement sowohl für die Emittenten als auch für die Investoren von Vorteil sein könne, wenn es zu umfassenderen Analysen und offeneren Diskussionen zur Unternehmensstrategie des Emittenten führt. Es könnte Aktionären zudem erleichtern, die Unternehmensleitung für ihr Handeln zur Verantwortung zu ziehen und somit Standards der guten Corporate Governance zu fördern. Schließlich sei dies ein von der Politik angestrebtes Ziel und auch aus der europäischen Aktionärsrechterichtlinie ableitbar. Der Fondsverband hält einen europaweiten einheitlichen Ansatz für Acting in Concert für wünschenswert und verlangt von der BaFin in Bezug auf dem Emittentenleitfaden zumindest die Aufnahme von Praxisbeispielen, die kein Acting in Concert darstellen, ähnlich der Whitelist der ESMA. Der BVI schlägt der Aufsichtsbehörde beispielhaft vor:²⁴²

- Stellungnahmen im Hinblick auf spezifische Themen, wie z. B. Nachhaltigkeit: Entwicklung gemeinsamer Positionen, Veröffentlichung gemeinsamer Positionen, gemeinsame Schreiben an Portfoliounternehmen mit gemeinsamer Position, Abstimmung eines einzelnen Investors im Einklang mit der gemeinsamen Position
- Formulierung gemeinsamer Erwartungen zu grundsätzlichen Governance-Themen abstrakter Natur in den Gremien
- Gespräche über Themen, die an ein Unternehmen adressiert werden könnten: auch in Bezug auf Tagesordnungspunkte einer HV, allerdings ohne eine Vereinbarung über die gemeinsame Abstimmung dieser Punkte

4.2.3.3 Positionspapier des Berufsverbandes DVFA

Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) ist ein Berufsverband für Investment-Professionals für deutsche Finanz- und Kapitalmärkte. Die mit Investorenvertretern und Wissenschaftlern besetzte „DVFA Kommission Governance & Stewardship“ hat sich in einem eigenen Positionspapier im Dezember 2021 zu kollaborativem Aktionärsengagement geäußert. Sie beschreibt darin die Bedeutung von Engagement in Bezug auf den Klimawandel und der Umlenkung der Kapitalströme zu einer nachhaltigen Verwendung.²⁴³ Durch eine aktive und verantwortungsvolle Einflussnahme von Asset Ownern und Asset Managern könnte die Aufmerksamkeit der gemeinsamen

²⁴² Vgl. *Mecklenburg, M., Backmann, J.*, BVI-Stellungnahme, 2018, S. 2 f.

²⁴³ Vgl. *DVFA*, Collaborative Engagement, 2021, S. 1.

Portfoliounternehmen stärker auf Umwelt, Sozial- und Governance-Themen gerichtet werden. Dabei bieten Kollaborationen unter den Investoren entscheidende Vorteile.²⁴⁴

- Spezialisierte Engagement-Plattformen fördern den Austausch unter den Investoren und unterstützen sie bei der Vertretung ihrer fiduziarischen Interessen.
- Langfristig orientierter Unternehmensdialog ist ressourcenintensiv und kann gerade von kleineren Vermögensverwaltern oft nicht geleistet werden. Kollaborationen jedoch bündeln Kräfte und ermöglichen auch kleineren Investoren Engagement.
- Unternehmen bevorzugen aufgrund von Ressourcenknappheit bei ihren Investor Relations Investoren mit höheren Beteiligungen und kleinere Investoren könnten vernachlässigt werden. Bei kollaborativen Engagements wäre es auch diesen Investoren möglich, ihre kritischen Fragen an die Unternehmen zu richten.
- Auch Unternehmen selbst können daher Ressourcen schonen, wenn sie mit mehreren Investoren gemeinsame Gespräche führen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass nach ARUG II ein aktiver Austausch von Investoren mit den Unternehmen erwartet wird, können die Unternehmen gleichzeitig eine breitere Aktionärsbasis erreichen.

Auch die DVFA moniert, dass sich Investoren in Deutschland aufgrund rechtlicher Unsicherheiten bislang von Kooperationen zurückhielten.²⁴⁵ Sie ist der Ansicht, dass die Melde- und Halteverpflichtungen bei Acting in Concert technisch nicht darstellbar und geschäftspolitisch problematisch sind. Die Verpflichtungen stünden damit dem eigentlichen Zweck der Zusammenarbeit, die effektive und effiziente Interessensvertretung gegenüber den Eigentümern, entgegen. Mangelnde Rechtssicherheit sei auch in Bezug auf die nicht vollständig anerkannte ESMA-Whitelist gegeben. Die DVFA fordert daher eine Klarstellung seitens der Aufsichtsbehörden sowie eine Gesetzesinitiative seitens der entsprechenden Ministerien.²⁴⁶ Die Whitelist der ESMA sollte rechtsverbindlich anerkannt und in die nationale Gesetzgebung integriert werden. Außerdem sollte das sanktionierte Acting in Concert rechtssicher zu erlaubtem kollaborativem Engagement abgegrenzt werden. Schließlich fordert die DVFA, in Anlehnung an die Absicht des Sustainable-Finance-Beirats eine Engagement-Plattform aufzubauen, dass Aufsichtsbehörden und Ministerien bei der Schaffung einer zentralen Kollaborationsplattform unterstützen sollten.

²⁴⁴ Vgl. DVFA, Collaborative Engagement, 2021, S. 1 f.

²⁴⁵ Vgl. DVFA, Collaborative Engagement, 2021, S. 3.

²⁴⁶ Vgl. DVFA, Collaborative Engagement, 2021, S. 4.

4.2.3.4 Empfehlungen des deutschen Sustainable-Finance-Beirats

Die letzte Bundesregierung setzte 2019 den ersten deutschen Sustainable-Finance-Beirat als Beratergremium zur Entwicklung einer deutschen Sustainable-Finance-Strategie ein. Vor dem Ende der Legislaturperiode legte die Gruppe, bestehend aus Experten aus Finanz- und Realwirtschaft, Zivilgesellschaft sowie Wissenschaft, ihren Abschlussbericht mit dem Titel „Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die große Transformation“ vor. Er enthält 31 Empfehlungen, die Deutschland zu einem führenden Sustainable-Finance-Standort machen sollten, wie z. B. die Schaffung einer Infrastruktur für ESG-Engagement.²⁴⁷ Der Beirat forderte eine Gesetzesinitiative zur Überarbeitung der Regulierung von Acting in Concert zur rechtlich sicheren Abgrenzung von kollaborativem Engagement. Dies sei notwendig für den Aufbau einer deutschen Plattform für kollaboratives Engagement, die später auf europäischer Ebene erweitert werden solle. Außerdem sollte ein Stewardship-Kodex für Deutschland entwickelt werden, der auch als Rahmenwerk für die Engagement-Plattform dienen könne. Auch wenn diese Forderungen in der noch im selben Jahr verabschiedeten „Deutsche Sustainable Finance-Strategie“ nicht berücksichtigt wurden, hat der neu gewählte Sustainable-Finance-Beirat der neuen Bundesregierung diese Themen wieder im Fokus.²⁴⁸ Denn aktuell arbeitet er an der konkreten Umsetzung einer Kollaborationsplattform für Investoren in Deutschland.²⁴⁹

Eine empirische Untersuchung zur Nachhaltigkeit und Shareholder Engagement in Deutschland hat u. a. deutsche Asset Manager zu diesen Punkten befragt. 41% der befragten Vermögensverwalter äußerten darin den Wunsch, mehr Engagement betreiben zu wollen, allerdings stünden ihnen hierfür nicht ausreichend Ressourcen zur Verfügung.²⁵⁰ Einen Stewardship-Kodex für Deutschland befürworteten 86% der Befragten und weitere 8% hielten solche Richtlinien darüber hinaus für dringend notwendig.²⁵¹ Auf die Frage nach einer Engagement-Plattform für Deutschland begrüßten 60% der befragten Asset Manager eine derartige Kooperationsplattform, allerdings äußerten auch die Hälfte von ihnen Sorgen vor rechtlichen Unsicherheiten bei Acting in Concert und 16% bezweifelten daher, ob ausreichend Teilnehmer für eine erfolgreiche Plattform mitwirken würden.

²⁴⁷ Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Abschlussbericht, 2021, S. 128 ff.

²⁴⁸ Vgl. *BMF et al.*, SF-Strategie, 2021, S. 6; Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, SF-Strategie, 2021, S. 1.

²⁴⁹ Vgl. *Schmidt, M.*, Engagement-Plattform, 2022, S. 8

²⁵⁰ Vgl. *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2022, S. 182.

²⁵¹ Vgl. *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2022, S. 183.

4.3 Bestandsaufnahme kollaborativer Engagements in Deutschland

4.3.1 Engagements auf der PRI-Plattform

Die Untersuchung von Dimson et al. beinhaltet 31 globale kollaborative Engagement-Projekte auf der Kollaborations-Plattform von PRI. In dem Betrachtungszeitraum Januar 2007 bis Mai 2019 sind insgesamt 1.654 Engagements an 960 Zielunternehmen durchgeführt worden (vgl. Tabelle 14). Am häufigsten fanden Engagements in den USA, Frankreich und dem UK statt, allerdings wurden auch 44 kollaborative Engagements bei deutschen Unternehmen gezählt. Dies entspricht 5% aller Engagements im gesamten Betrachtungszeitraum oder sechs Engagements pro Jahr, die in Deutschland durchgeführt wurden. In welcher Form die einzelnen Engagements stattfanden, welcher Investor die Engagements angeführt hat oder wie die Investoren gegenüber den Zielunternehmen aufgetreten sind, war jedoch nicht Gegenstand der Untersuchung und kann daher nicht bewertet werden.

Tabelle 14: Verteilung kollaborativer Engagements nach Zielland

Zielland	Zielunternehmen		Engagements	
USA	161	17%	286	17%
Frankreich	61	6%	122	7%
UK	67	7%	110	7%
Japan	62	6%	95	6%
Deutschland	44	5%	83	5%
Kanada	50	5%	79	5%
Indien	57	6%	78	5%
...
Insgesamt	960	100%	1.654	100%

Quelle: Dimson, E. et al., Coordinated Engagements, 2023, S. 69

4.3.2 Engagements bei Climate Action 100+

Bei CA100+ werden zwar keine aggregierten Zahlen zu den kollaborativen Engagements auf Länderebene veröffentlicht, dennoch gibt es einige Hinweise zu Engagements der

Klimainitiative mit Deutschlandbezug. So befinden sich derzeit unter den mehr als 700 Mitgliedern von CA100+ 12 Unterzeichner aus Deutschland, davon sechs Asset Manager und sechs Asset Owner.²⁵² Sie haben sich das Ziel gesetzt, die nachhaltige Transformation bei den 171 Unternehmen mit den weltweit höchsten Schadstoffemissionen zu beschleunigen. In den jährlichen Arbeitsberichten werden auch Engagements bei einzelnen Zielunternehmen als Fallstudien herausgestellt. Hierunter sind zwei kollaborative Engagements bei deutschen Zielunternehmen aufgeführt: Volkswagen und Heidelberg Materials.

Das Engagement bei dem deutschen Automobilhersteller Volkswagen wurde laut CA100+ von den beiden britischen Asset Managern Hermes Investment Management sowie BMO Global Asset Management angeführt.²⁵³ Sie haben sich mehrere Male mit Unternehmensvertretern getroffen, nahmen ihr Rederecht auf der Hauptversammlung wahr und stellten einen Aktionärsantrag. Infolgedessen hat Volkswagen seine erneuerten und vorverlegten Klimaziele im März 2019 bekannt gegeben: Bis zum Jahr 2028 sollen 70 Elektrofahrzeugmodelle entwickelt werden, bis 2030 soll 40% der gesamten Fahrzeugflotte auf Elektrofahrzeuge umgestellt sein und bis 2050 Klimaneutralität erreicht werden.

Bei dem Baustoffkonzern Heidelberg Materials (ehemals HeidelbergCement) wurden die Engagements federführend von dem – ebenfalls britischen – Pensionfonds RPMI Railpen durchgeführt.²⁵⁴ Mithilfe politischer Lobbyarbeit konnte das Unternehmen im Jahr 2019 dazu bewegt werden, seine Klimaambitionen zu erhöhen. Als erstes Unternehmen seiner Branche hat sich Heidelberg Materials schließlich ein Dekarbonisierungsziel gesetzt: Bis zum Jahr 2050 möchte der Zementhersteller CO₂-Neutralität erreichen.

Neben den beiden genannten Unternehmen befinden sich zehn weitere deutsche Gesellschaften unter den Fokusunternehmen des Klimabündnisses: BASF, Bayer, BMW, Mercedes-Benz, E.On, RWE, Siemens Energy und ThyssenKrupp. Ob bei diesen Unternehmen ebenfalls Engagements durchgeführt wurden, ist nicht bekannt. Des Weiteren gibt es unter allen veröffentlichten Berichten keine Hinweise, dass deutsche Investoren unter den Mitgliedern von CA100+ an den Engagements der Zielunternehmen beteiligt waren.

²⁵² Asset Manager: Allianz Global Investors, DWS Investment GmbH, ESG Portfolio Management, LBBW Asset Management, MEAG Munich Ergo Asset Management GmbH, MEAG Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH, MPC Renewable Energies, Quoniam Asset Management GmbH, Union Investment; Asset Owner: Allianz, Debeka Versicherungen, Gothaer Asset Management, Munich Re, SV Sparkassenversicherung, VERKA VK Kirchliche Vorsorge VVaG.

²⁵³ Vgl. *Climate Action 100+*, Progress Report, 2020, S. 43.

²⁵⁴ Vgl. *Climate Action 100+*, Progress Report, 2020, S. 48.

4.3.3 Engagements bei Shareholders for Change

Shareholders for Change (SfC) ist ein europäisches Investorennetzwerk mit insgesamt 17 Mitgliedern, darunter zwei aus Deutschland: Die Bank für Kirche und Caritas sowie GLS Investments.²⁵⁵ Der Fokus des Netzwerks in Bezug auf die Zielunternehmen richtet sich auf soziale Themen sowie die 17 Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen (SDGs). Seit der Gründung im Dezember 2017 wurden kollaborative Engagements in insgesamt 25 Ländern durchgeführt. Durchschnittlich sind dies etwa 90 Engagements pro Jahr (vgl. Tabelle 15, vollständige Liste siehe Anhang 6). Dabei stammten die Zielgesellschaften überwiegend aus Frankreich, Deutschland und Italien. In Summe fanden jedes Jahr durchschnittlich 51% aller Engagements in diesen drei Ländern statt. Die deutschen Engagements wurden weitestgehend bei DAX-Gesellschaften, teilweise aber auch bei MDAX- oder SDAX-Unternehmen durchgeführt. Darüber hinaus engagten die SfC-Mitglieder auch (deutsche) Asset Manager und Investmentfonds, um diese von ihren Ideen zu überzeugen. Die deutschen Engagements wurden zumeist auch von den deutschen Mitgliedern geleitet. Sie schrieben Briefe und Fragebogen, besuchten die Aktionärsversammlungen, nahmen an Telefonkonferenzen teil und traten in den Unternehmensdialog.

Tabelle 15: Verteilung von SfC-Engagements nach Zielland

	2018	2019	2020	2021	2022	Mittelwert
Anzahl der Engagements	15	76	101	107	146	89
Frankreich	27%	17%	12%	26%	23%	21%
Deutschland	20%	12%	16%	16%	13%	15%
Italien	27%	22%	18%	6%	3%	15%
USA	0%	17%	9%	14%	22%	12%
Spanien	7%	7%	8%	7%	7%	7%
UK	0%	8%	6%	6%	6%	5%
Schweden	7%	1%	5%	4%	3%	4%

Quelle: SfC, Engagement Reports für die Geschäftsjahre 2018-2022, o. S.

²⁵⁵ Vgl. SfC, Engagement Report, 2023, S. 2 f.

5 Diskussion

5.1 Interpretation der Ergebnisse

5.1.1 Investoren als verantwortungsbewusste Transformatoren

In dieser Untersuchung wurde gezeigt, dass verantwortungsbewusste institutionelle Investoren eine positive Wirkung auf die Nachhaltigkeitsziele bei den Unternehmen haben können. Durch eine stetig steigende Nachfrage nach nachhaltigen Investmentfonds und den zunehmenden Regulierungsvorschriften im ESG-Kontext nimmt der Druck auf die Asset Manager zu, die von ihnen verwalteten Eigentumsrechte aktiv wahrzunehmen. Aus dem ihnen verfügbaren Werkzeugkasten bevorzugen sie den Dialog mit den Unternehmensvertretern und suchen konstruktive Lösungsansätze auf einer langfristigen Beziehungsbasis.²⁵⁶ Dies schließt ein, dass Abstimmungen auf Aktionärsversammlungen auch gemeinsam mit der Unternehmensleitung erfolgen oder dass Aktionärsanträge aus taktischen Erwägungen zurückgezogen werden, wenn das Management in persönlichen Gesprächen ein Einlenken gezeigt hat.²⁵⁷ Dabei unterscheiden sich die Investoren in ihrem Auftritt und in der Auswahl ihrer Instrumente. Einige Investoren sehen Klimathemen zweitrangig, andere Investoren engagieren sich dagegen in Klimainitiativen und forcieren regelmäßig Klimaanträge. Dennoch vereint sie das Verständnis darüber, dass Nachhaltigkeitsrisiken materielle Risiken sind und im Rahmen ihrer Treuhandpflicht gegenüber den Kunden bei den Unternehmen adressiert werden müssen. Die verschiedenen verfügbaren Strategien haben in ihrer Breite eine Relevanz und erhöhen ihre Wirkung in einem interdependenten Zusammenspiel. Die Vermögensverwalter verwenden diese nach individueller Kosten-Nutzen-Analyse unterschiedlich. Die abweichende Ausprägung hängt u. a. davon ab, ob ein Kundenauftrag zu einer besonderen (nachhaltigen) Investmentstrategie vorliegt, welche Unternehmenskultur gelebt wird und welche rechtlichen Rahmenbedingungen der einzelne Markt vorgibt. Investoren entscheiden sich auch bewusst dazu, in ESG-Aspekten passiv zu bleiben. Grund hierzu liefern Kosten- und Wettbewerbsargumente. Dies öffnet allerdings auch Raum für Greenwashing-Vorwürfe, wenn Klimabündnisse offiziell unterstützt, deren Aktionärsanträge allerdings mit Gegenstimmen zum Scheitern gebracht werden. Dann stellen sich Investoren aus Marketinggründen grüner

²⁵⁶ Vgl. *McCahery, J. et al.*, Governance Preferences, 2016, S. 2912.

²⁵⁷ Vgl. *Dressler, E., Mugeran, Y.*, Voting Power, 2023, S. 1105.

dar als sie sind und verhindern die nachhaltige Transformation der Unternehmen, obwohl mitunter auch ein risikobezogener fiduziarischer Kundenauftrag abzuleiten wäre. Gordon hat in seinem Beitrag ein theoretisches Konzept für systematisches Stewardship für Asset Manager von großen, marktbreiten Investmentfonds und im Speziellen Indexfonds vorgeschlagen.²⁵⁸ Hierbei stehen Investorennutzen und der allgemeine, soziale Nutzen im Einklang. Die Auseinandersetzung mit systematischen Risikofaktoren hat demnach oberste Priorität für Treuhänder. Kostengünstige, diversifizierte Indexfonds könnten sowohl beim Streben nach verbesserter Leistung als auch bei der systematischen Risikoreduzierung mit den übrigen Marktteilnehmern wie Performance- oder ESG-Aktivisten zusammenarbeiten, um gemeinsam einen Mehrwert im Sinne aller Beteiligten zu generieren.

Die Diskussion um die treuhänderischen Pflichten von Vermögensverwaltern in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte wird bisher nur am Rande der Sustainable Finance geführt. Es sind noch weitere Beiträge von Juristen sowie Ökonomen nötig, damit die Diskussion fruchtbarer werden kann. Denn bislang wurden noch nicht ausreichend Argumente ausgetauscht, um eine fundierte oder gar abschließende Bewertung vornehmen zu können.

5.1.2 Vorteile des kollaborativen Aktionärsengagements

Investoren, die zusammenarbeiten und gemeinsame Ziele bei gemeinsamen Portfoliounternehmen verfolgen, können einen wohlfahrtsökonomischen Mehrwert für alle Beteiligten generieren. Zusammen verfügen sie über mehr stimmberechtigtes Eigenkapital und damit über eine größere Verhandlungsmacht gegenüber der Unternehmensführung. Kollaborierende Investoren sind effektiver im Unternehmensdialog und deren Aktionärsanträge haben eine 58% höhere Annahmewahrscheinlichkeit.²⁵⁹ Insbesondere kleinere Asset Manager können sich keine intensiven Engagement-Aktivitäten oder größere Stewardship-Teams leisten. Auch Indexfondsanbieter stehen unter einem Kosten- sowie Wettbewerbsdruck und sind weniger aktiv in der Ausübung ihrer Aktionärsrechte.²⁶⁰ Diese Investorengruppen können dennoch einen Beitrag leisten und den Nutzen von Kooperationen erhöhen, wenn sie ebenso integriert werden. Bedenken in Bezug auf Moral Hazard und das Trittbrettfahrerproblem könnten in Teilen relevant sein, allerdings

²⁵⁸ Vgl. *Gordon, J.*, Systematic Stewardship, 2022, S. Conclusion 52.

²⁵⁹ Vgl. *Doidge, C. et al.*, Collective Action, 2019, S. 897.

²⁶⁰ Vgl. *Heath, D. et al.*, Index Monitor, 2022, S. 129.

profitieren wohlfahrtsökonomisch alle Beteiligten. Unabhängig davon, ob sich Investoren aktiv einbringen oder passiv im Hintergrund bleiben, werden sie alle davon profitieren, wenn der Unternehmenswert schließlich langfristig gesteigert werden kann. Denn sie können gemeinsam die Unternehmen positiv beeinflussen, wenn sich finanzielle sowie nichtfinanzielle Kennzahlen verbessern. Unternehmen mit institutionellen Anlegern sind i. d. R. von einer besseren Corporate Governance geprägt und können langfristige Unternehmensgewinne steigern. Gerade ökologische und soziale Belange, die an die Unternehmen herangetragen wurden, waren im Vorteil gegenüber den alltäglicheren Governance-Themen und konnten nach erfolgreichen Engagements höhere Erträge generieren.²⁶¹

Des Weiteren sind auch Vorteile für die Investor Relations der Unternehmen gegeben. Wenn mehrere Investoren gemeinsam oder im Namen mehrerer Investoren auftreten und Unternehmensvertreter nicht mit jedem Investor einzeln sprechen müssen, werden Ressourcen geschont. Sie bevorzugen Anteilseigner mit größeren Aktienpaketen, können aber durch Kollaborationen eine breitere Aktionärsbasis erreichen und dadurch mit einem größeren Teil ihrer Eigentümer mittelbar in Kontakt treten.²⁶² Gleichzeitig können die Interessen von mehr Aktionären in den Unternehmensentscheidungen berücksichtigt werden.

5.1.3 Acting in Concert – Hemmschuh für kollaboratives Engagement

Die Rechtfertigung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften für Acting in Concert liegen im Schutz der Minderheitsaktionäre vor einer unangemessenen Benachteiligung sowie der Unternehmen vor einer ungewollten feindlichen Übernahme. Sie sollen insgesamt Marktmissbrauch verhindern und die Marktintegrität wahren. Dabei werden auch kartellrechtliche Schutzbedürfnisse tangiert. Es wurde gezeigt, dass der deutsche Gesetzgeber bei den Regeln für Acting in Concert einen restriktiveren Weg gegangen ist. Die europäischen Mindestvorgaben wurden hierzulande strenger ausgelegt als in anderen EU-Mitgliedsstaaten (vgl. Abschnitt 4.2.1). Zwar ist zu betonen, dass auch hierzulande kollaborative Engagements bei deutschen Unternehmen stattfinden und auch deutsche Asset Manager sowie andere institutionelle Investoren sich in Investorennetzwerken und -initiativen engagieren, dennoch scheint eine Zurückhaltung bei konkreten, gemeinsamen Engagements auf dem deutschen Kapitalmarkt zu bestehen. Rechtsexperten fordern u. a.

²⁶¹ Vgl. *Dimson, E. et al.*, *Active Ownership*, 2015, S. 3253.

²⁶² Vgl. *DVFA*, *Collaborative Engagement*, 2021, S. 1 f.

deshalb bereits seit Längerem die Unsicherheiten des Konzepts von abgestimmten Handlungen zu beseitigen. Dies fordert explizit auch der deutsche Fondsverband BVI, der als Sprachrohr für die größten deutschen Investoren anzusehen ist, der Berufsverband der Investmentprofessionals DVFA und zuletzt auch das Beratergremium der Bundesregierung in Bezug auf die nationale Sustainable-Finance-Strategie. Der Sustainable-Finance-Beirat hat die Aufgabe, Deutschland zu einem führenden Sustainable-Finance-Standort auszubauen und hat in seinen Empfehlungen an die Bundesregierung die Beseitigung der rechtlichen Unsicherheiten bei Acting in Concert als einen Stellhebel genannt.²⁶³

5.1.4 Auswirkungen auf eine deutsche Engagement-Plattform

Der neue Sustainable-Finance-Beirat der aktuellen Bundesregierung hat seine Arbeit mit Beginn der Legislaturperiode in neuer Besetzung aufgenommen und sich seither mit der Konzeptionierung einer deutschen Plattform für kollaboratives Engagement beschäftigt.²⁶⁴ Ihre Fertigstellung ist für das erste Halbjahr 2023 geplant und steht demnach kurz bevor. Die Kollaborations-Plattform soll es Asset Managern sowie Asset Ownern unterschiedlicher Größe erleichtern, miteinander zu kooperieren und gemeinsam Themen an die Portfoliounternehmen heranzutragen. Dieses Projekt könnte wegen der rechtlichen Risiken bei Acting in Concert von den Marktteilnehmern nur mit Zurückhaltung angenommen werden. Eine Befragung von deutschen Asset Managern im Jahr 2021 stützt diese Vermutung.²⁶⁵ Dabei bietet eine derartige neue ESG-Infrastruktur Chancen für den Kapitalmarkt und für die nachhaltige Transformation der Wirtschaft. So wie Asset Manager bereits verstärkt die Dienstleistungen von Proxy-Beratungsfirmen in Anspruch nehmen und deren Expertise konsultieren, um eine qualifiziertere eigene Meinung auszubilden, könnten sie zukünftig auch derartige Kollaborations-Plattformen als festen Bestandteil ihres Stakeholder-Netzwerkes nutzen. Insbesondere kleinen Vermögensverwaltern könnte dadurch erstmals ein Zugang zu Engagement und dem Austausch mit vielen ihrer Portfoliounternehmen ermöglicht werden. Darüber hinaus würde dies ihre Wettbewerbsfähigkeit im Markt stärken können. Engagement-Plattformen und Investorenetzwerke in toto fördern schließlich nicht nur einen ökonomischen Nutzen, sondern können auch die Ausübung der treuhänderischen Pflichten von institutionellen Investoren verbessern.

²⁶³ Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Abschlussbericht, 2021, S. 128 ff.

²⁶⁴ Vgl. *Schmidt, M.*, Engagement-Plattform, 2022, S. 8 ff.

²⁶⁵ Vgl. *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2022, S. 183.

5.1.5 Beantwortung der Forschungsfrage und Handlungsempfehlungen

In den vorangehenden Abschnitten wurden die Ergebnisse dieser Untersuchung interpretiert und konnten somit eine Antwort auf die Forschungsfrage geben. Die Forschungsfrage lautete, welche Bedeutung die kapitalmarktrechtlichen Sanktionen bei Acting in Concert für die nachhaltige Transformation in Deutschland haben. Es ist festzustellen, dass die Sanktionen eine gewisse Relevanz hierzulande besitzen. Das Acting-in-Concert-Regime in Deutschland verhindert nicht, dass Investoren miteinander sprechen und zusammenarbeiten. Derartige Kooperationen finden auch auf dem deutschen Markt statt, allerdings sind die rechtlichen Rahmenbedingungen nicht förderlich. Rechtsexperten und Marktteilnehmer fordern die Lockerungen dieser Vorschriften. Ferner wird die nachhaltige Transformation in Deutschland aufgrund dieser Regeln nicht unterbunden, weil Investoren weniger zusammenarbeiten. Der deutsche Beitrag für die Bekämpfung des Klimawandels könnte allerdings erhöht werden, wenn Kooperationen unter Investoren häufiger vorkommen. Sie könnten die Unternehmen auf eine sinnvolle und konstruktive Art bei ihrer nachhaltigen Transformation unterstützen und damit die Transformation zu einer nachhaltigen Wirtschaft in Deutschland insgesamt nennenswert beschleunigen.

Etwa 20 Jahre sind mittlerweile seit Verabschiedung der Transparenz- und Übernahmerrichtlinie der EU vergangen. Marktbedürfnisse, Unternehmenspraxis sowie Aktionärsstrukturen haben sich zwischenzeitlich weiterentwickelt. Eine neuerliche Überprüfung des europäischen Übernahmerechts könnte politische Reformbestrebungen in Gang setzen und wird bereits verschiedentlich gefordert.²⁶⁶ Diskutiert werden sollte neben einer einheitlichen Definition von Acting in Concert und der Zurechnungstatbestände auch eine Standardisierung der Kontrollschwelle und des Pflichtangebots.²⁶⁷ Ausnahmen könnten in bestimmten Fällen für institutionelle Investoren bei Kooperationen gemacht werden. Allerdings könnte auch der Weg einiger US-amerikanischer Bundesstaaten vorteilhaft sein, der die Angebotspflicht in ein Recht der Minderheitsaktionäre umwandelt. So bleibt die Entscheidungshoheit, ob er seine Anteile verkaufen möchte oder nicht, beim Minderheitsaktionär im Einzelnen. Dies könnte das Risiko für den institutionellen Investor in Teilen reduzieren, wenn weniger Einzelaktionäre dieses Recht in Anspruch nehmen und

²⁶⁶ Vgl. *Jung/Stiegler* in *Jung/Krebs/Stiegler*, Hdb. GesR EU, § 33 Rn. 75; *Stiegler* in *Jung/Krebs/Stiegler*, Hdb. GesR EU, § 29 Rn. 7; *Hippeli, M.*, Reformbedarf Übernahmerecht, 2022, S. 1056.

²⁶⁷ Vgl. *Clerc, C. et al.*, Assessment Takeover, 2012, S. 111 ff.

aktiv einfordern als umgekehrt ihnen der Investor ein annahmefertiges Angebot unterbreitet. Daneben fordern u. a. Mülbert und Sajnovits, dass eine gemeinsame Regulierung auf EU-Ebene stattfinden und die ESMA ihre Whitelist erneut aktualisieren sollte.²⁶⁸ Denkbar wäre auch eine gesellschaftsrechtliche „Safe-Harbour“-Regelung, bei deren Tatbestandserfüllung keine rechtlichen Nachteile für den Normadressaten entstehen würden.²⁶⁹ Ein Beispiel liefert das Marktmissbrauchsrecht. Schon im deutschen Kapitalmarktrecht befreite § 20a Abs. Nr. 3 WpHG a. F. die Rückkaufprogramme von Aktien durch die Unternehmen explizit von einem Verdacht auf Marktmanipulation. Diese Regelung wurde später zu Gunsten der inhaltsgleichen europäischen Vorschrift nach Art. 5 MAR aufgehoben. Die von der ESMA oder auch seit kurzem von der BaFin konstruierten Positiv-Fälle könnten als Vorlage für derartige „Safe-Harbour“-Ausnahmen dienen. Zumindest würde eine Vollharmonisierung ein einheitliches, übernahmerechtliches Level Playing Field für Europa schaffen. Dies könnte den europäischen Finanzplatz und seine Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den anderen großen Märkten stärken.²⁷⁰ Damit wären Vorteile insbesondere für institutionelle Investoren mit internationaler Tätigkeit und Netzwerken verbunden, wenn die noch divergierenden von einheitlichen Rechtsverhältnissen abgelöst werden. Jüngste Bestrebungen zu Mehrstimmrechtsaktien sollten hingegen verworfen werden, da sie das aktuelle Governance-Gefüge erheblich beeinträchtigen und institutionelle Investoren infolgedessen wieder an Bedeutung verlieren könnten.

Schon Black hat in seinem Beitrag aus dem Jahr 1992 Vorteile und Bedenken hinsichtlich des Einflusses und der Kontrollfunktion von institutionellen Investoren bei den Unternehmen beschrieben.²⁷¹ Institutionelle Anteilseigner seien gleichwohl nicht die perfekten Kontrolleure, allerdings sind sie die einzig möglichen, die der Kapitalmarkt bietet. Sie haben einen exklusiven, persönlichen und internen Zugang zu den Unternehmensleitungen und können die Unternehmensentwicklung im Sinne der Unternehmen und der Eigentümer in gesamtgesellschaftlicher Verantwortung maßgeblich beeinflussen. Letztlich sollten jedoch alle Stakeholder wie Lieferanten, Kunden, Mitarbeiter, NGOs oder staatliche Stellen für den nachhaltigen Wandel eingebunden werden: ein kollektives Shareholder- und Stakeholder Engagement für eine erfolgreiche Bekämpfung des Klimawandels.

²⁶⁸ Vgl. Mülbert, P., Sajnovits, A., Collaborative Engagement, 2022, S. 38.

²⁶⁹ Vgl. Fleischer, H., Problemlösungsmodelle Gesellschaftsrecht, 2006, S. 700.

²⁷⁰ Vgl. Winner, M., Übernahmerecht EU, 2022, S. 136 ff.

²⁷¹ Vgl. Black, B., Institutional Voice, 1992, S. 31.

5.2 Limitationen und Anknüpfungspunkte für weitere Forschung

Im Zuge dieser Forschungsarbeit sind zwei Limitationen hervorgetreten, die gleichzeitig Anlass für weitere Forschung geben. Zum einen konnte diese Arbeit lediglich einen eingeschränkten internationalen Rechtsvergleich der Sanktionen bei Acting in Concert vornehmen. Es musste sich im Wesentlichen auf die Untersuchungen von ESMA und PRI sowie weitere Literatur gestützt werden. In einer neuen Forschungsarbeit könnte ein ausführlicher internationaler Rechtsvergleich mit allen unterschiedlichen rechtlichen Dimensionen in Bezug auf Acting in Concert für die EU, die USA, das UK und weiteren Ländern vorgenommen werden. Hierbei könnten insbesondere die kontrastiven Acting-in-Concert-Regimes im Fokus stehen. Die Analyse von eher restriktiveren Jurisdiktionen auf der einen Seite und den wirtschaftsliberaleren Regulierungen auf der anderen Seite könnten dabei helfen Vor- und Nachteile abzuwägen sowie Best-Practice-Beispiele darzustellen, um schließlich Empfehlungen für Gesetzesreformvorschläge daraus ableiten zu können.

Zum anderen gibt es bislang nur wenig empirische Evidenz für einen kausalen Zusammenhang zwischen den strengen Acting-in-Concert-Regeln und dem Defizit an Investorenkollaborationen in Deutschland. Die rechtswissenschaftliche Literatur bestätigt zwar überwiegend die Rechtsunsicherheiten bei abgestimmten Handlungen, jedoch hat bislang keine wissenschaftliche Untersuchung gezeigt, dass dies die tatsächlichen Gründe dafür sind, dass Asset Manager in Deutschland nicht miteinander kooperieren. Gewisse Hinweise hierzu konnte lediglich eine Befragung von Asset Managern hinsichtlich einer Engagement-Plattform liefern, bei der diesbezügliche Bedenken geäußert wurden.²⁷² Hinzu kommt die Feststellung, dass die Acting-in-Concert-Restriktionen hierzulande ausgeprägter sind als in anderen Ländern und gleichzeitig weniger Kooperationen unter Investoren entstanden sind. Dies alles sollte ausreichend Anlass geben, Regulatoren und Gesetzgeber aufmerksam werden zu lassen. Grundlage für neue Forschung bietet daher eine umfangreiche Befragung von Investoren zu dieser Fragestellung. Diese könnte mittels qualitativer Methoden durchgeführt werden, da sie durch eine intuitive Fragenstellung besonders geeignet sind, die wahren zu Grunde liegenden Motive aufzudecken. Mögliche andere Gründe, wie z. B. Moral Hazard und das Trittbrettfahrerproblem oder Wettbewerbs- bzw. Konkurrenzgedanken könnten somit ausgeschlossen werden.

²⁷² Vgl. Ruppert, B., Shareholder Engagement, 2022, S. 183.

6 Zusammenfassung und Fazit

Das Ziel dieser Thesis ist, die Bedeutung der kapitalmarktrechtlichen Sanktionen bei Acting in Concert für die nachhaltige Transformation in Deutschland herauszustellen. Dies wurde erreicht, indem zunächst die grundlegenden Rechtsvorschriften von Acting in Concert dargelegt und der Nutzen von Kooperationen von Investoren gegenübergestellt wurde. Es wurde gezeigt, welchen Einfluss institutionelle Investoren auf die Zielunternehmen haben und wie sie die nachhaltige Transformation z. B. durch Dekarbonisierungsstrategien beschleunigen können. Die Rechtsunsicherheiten, die inländische Investoren im Kontext von Acting in Concert begleiten, könnten sie allerdings davon abhalten, kollaborative Engagements bei gemeinsamen Portfoliounternehmen durchzuführen. Da bisher noch keine wissenschaftliche Arbeit diese Frage aufgenommen und Kapitalmarktrecht, Corporate Governance sowie Sustainable Finance in dieser Art miteinander verbunden hat, ist diese Analyse einzigartig. Etwa 200 Sustainable-Finance-Forschungspapiere wurden hierbei berücksichtigt, von denen mehr als 76% in den letzten fünf Jahren in überwiegend begutachteten wissenschaftlichen Fachzeitschriften publiziert wurden.

Im Ergebnis hat sich gezeigt, dass ungeachtet der Rechtsvorschriften bei Acting in Concert Kooperationen zwischen institutionellen Investoren in Deutschland stattfinden können. Sie scheuen die Gratwanderung zwischen den transparenzrechtlichen und übernahmerechtlichen Vorschriften nicht. Dennoch verlangen die Marktteilnehmer von Gesetzgebern und Aufsichtsbehörden, auf nationaler wie europäischer Ebene, eine Lockerung dieser kapitalmarktrechtlichen Restriktionen.²⁷³ Juristische Schützenhilfe erhalten sie von rechtswissenschaftlichen Experten, die die Rechtsunsicherheiten bei abgestimmtem Handeln ebenso monieren. Die jüngsten BGH-Urteile konnten diese Unsicherheiten nicht weiter abbauen. Dagegen könnte die im März 2023 veröffentlichte Abgrenzung von kollaborativem Engagement und Acting in Concert durch die BaFin ein „Game Changer“ für die Zusammenarbeit von Investoren darstellen. Allerdings gibt es bislang noch keine ausreichende Rückmeldung aus der Praxis. Der deutsche Sustainable-Finance-Beirat wird demnächst seine neue Engagement-Plattform vorstellen. Dies bedeutet für das deutsche Acting-in-Concert-Regime ein Praxistest auf großer Bühne. Ob eine weitere regulatorische Anpassung erfolgen muss, bleibt letztlich eine politische Entscheidung. In Bezug

²⁷³ Vgl. DVFA, Collaborative Engagement, 2021, S. 4.

auf den Klimawandel und die regelmäßigen Rekordmeldungen der Meteorologen zeigt sich jedoch, dass bei dieser gesamtgesellschaftlichen Aufgabe jede Unterstützung genutzt werden sollte, die aus Wissenschaft und Praxis vorgeschlagen wird. Nun hat jüngst auch die japanische Finanzaufsicht angekündigt, ihre nationalen Regeln für Acting in Concert auf den Prüfstand zu stellen, um eventuelle Hindernisse für Kollaborationen unter Investoren zu erkennen und zu beseitigen.²⁷⁴ Dabei ist das Land kapitalmarktrechtlich eher mit dem liberalen angloamerikanischen Aktienrecht vergleichbar, weshalb die bestehenden Vorschriften entsprechend weit gefasst sind. Umso mehr unterstreicht auch diese Ankündigung die hohe internationale Relevanz von Acting in Concert im Kapitalmarktrecht.

²⁷⁴ Vgl. *Azizuddin, K.*, Japan reviews, 2023, o. S.

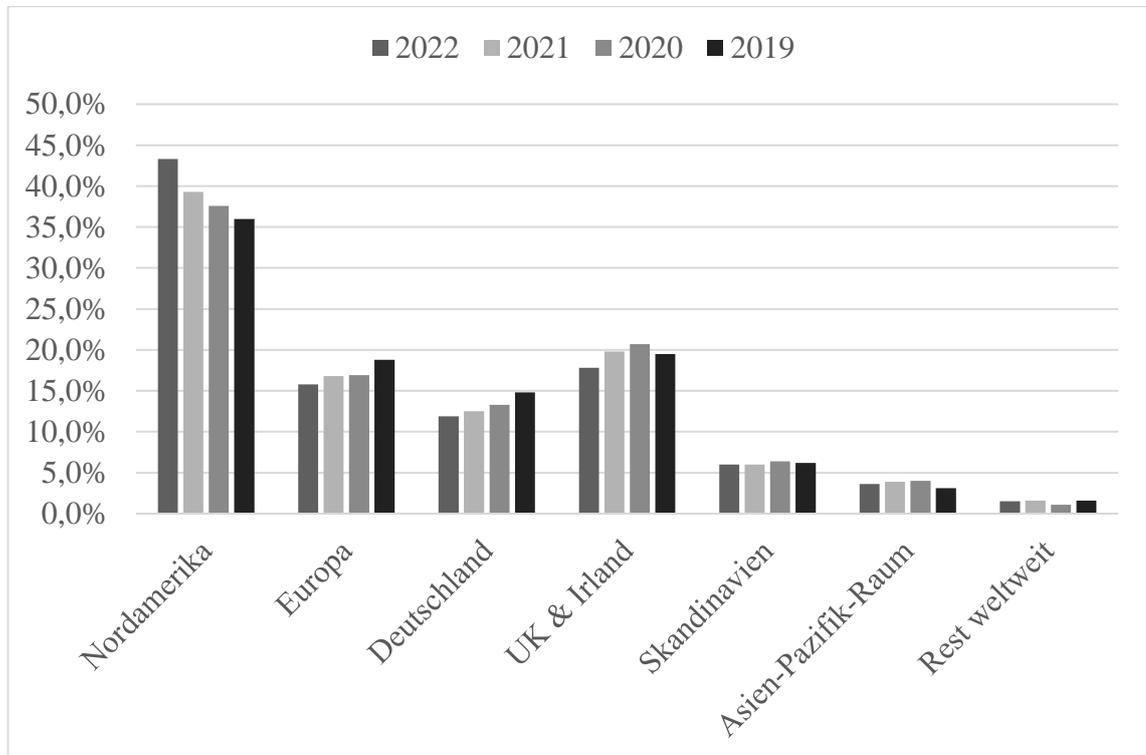
Anhang

Anhang 1: DAX-Investoren nach Anteilshöhe	85
Anhang 2: DAX-Investoren nach Region	86
Anhang 3: Die 25 größten Investmentfonds nach DAX-Anteilen	87
Anhang 4: Net Zero Company Benchmark von CA100+	89
Anhang 5: Die 20 größten Asset Manager weltweit	90
Anhang 6: Verteilung von SfC-Engagements nach Zielland	91
Anhang 7: PRI-Untersuchungen	93
Anhang 8: BVI-Daten	93
Anhang 9: Belege zu den Internetquellen	93
Anhang 10: Katalogisierung der Literaturrecherche	93

Anhang 1: DAX-Investoren nach Anteilshöhe

	Firmengruppe	DAX-Anteile	Investmentstil	Hauptsitz
1.	BlackRock, Inc.	10,4%	Aktiv & Passiv	USA
2.	The Vanguard Group, Inc.	6,1%	Passiv	USA
3.	SAS Rue la Boetie (Amundi, Lyxor)	3,9%	Aktiv & Passiv	Frankreich
4.	Norges Bank Norway	3,7%	Aktiv & Passiv	Norwegen
5.	The Capital Group Companies, Inc.	3,7%	Aktiv	USA
6.	State Street Corporation	3,1%	Aktiv & Passiv	USA
7.	Deutsche Bank AG	3,0%	Aktiv & Passiv	Deutschland
8.	BPCE S.A. (Harris Associates)	2,1%	Aktiv	Frankreich
9.	FMR, LLC	1,8%	Aktiv	USA
10.	DZ Bank	1,7%	Aktiv & Passiv	Deutschland
11.	DekaBank Deutsche Girozentrale	1,6%	Aktiv & Passiv	Deutschland
12.	Sun Life Financial, Inc. (MFS)	1,6%	Aktiv	Kanada
13.	T. Rowe Price Group, Inc.	1,4%	Aktiv	USA
14.	UBS Group AG	1,4%	Aktiv & Passiv	Schweiz
15.	Geode Holdings Trust	1,2%	Passiv	USA
16.	Allianz SE	1,2%	Aktiv	Deutschland
17.	Franklin Resources, Inc.	1,1%	Aktiv	UK
18.	Northern Trust Corporation	1,0%	Aktiv & Passiv	USA
19.	J.P. Morgan Chase and Company	1,0%	Aktiv & Passiv	USA
20.	Government of Canada	0,9%	Aktiv	UK
	Summe	51,7%		

Quelle: Tobias, P. et al., Ownership DAX, 2023, S. 16

Anhang 2: DAX-Investoren nach Region

Quelle: Tobias, P. et al., Ownership DAX, 2023, S. 10; Tobias, P. et al., Ownership DAX, 2022, S. 10

Anhang 3: Die 25 größten Investmentfonds nach DAX-Anteilen

	Investmentfonds	Asset Manager	DAX -An- teile	Investment- stil, Fonds- art	Haupt- sitz
1.	The Government Pension Fund Global	Norges Bank Investment Management	4,3%	Aktiv/Passiv, Pensionsfonds	Norwegen
2.	Vanguard Total International Stock Index Fund	The Vanguard Group, Inc.	1,9%	Passiv, ETF	USA
3.	American Funds EuroPacific Growth Fund	Capital World Investors (U.S.)	1,2%	Aktiv, Investmentfonds	USA
4.	Vanguard Developed Markets Index Fund	The Vanguard Group, Inc.	1,1%	Passiv, ETF	USA
5.	iShares Core MSCI EAFE ETF	BlackRock Fund Advisors	0,8%	Passiv, ETF	USA
6.	Canada Pension Plan	CPP Investment Board	0,8%	Aktiv, Pensionsfonds	Kanada
7.	iShares Core DAX UCITS ETF (DE)	BlackRock Asset Management (Deutschland) AG	0,7%	Passiv, ETF	Deutschland
8.	Stichting Pensioenfonds ABP (Global Equity Portfolio)	APG Asset Management N.V.	0,6%	Aktiv, Pensionsfonds	Niederlande
9.	Xtrackers DAX UCITS ETF	DWS Investment GmbH	0,5%	Passiv, ETF	Deutschland
10.	California Public Employees' Retirement System	California Public Employees Retirement System	0,5%	Aktiv/Passiv, Pensionsfonds	USA
11.	Oakmark International Fund	Harris Associates, L.P.	0,5%	Aktiv, Investmentfonds	USA
12.	Capital World Growth and Income Fund	Capital World Investors (U.S.)	0,5%	Aktiv, Investmentfonds	USA
13.	iShares Trust MSCI EAFE ETF	BlackRock Fund Advisors	0,5%	Passiv, ETF	USA

14.	DekaFonds CF	Deka Investment GmbH	0,4%	Aktiv, Investmentfonds	Deutschland
15.	Fidelity International Index Fund	Geode Capital Management, LLC	0,4%	Passiv, ETF	USA
16.	DWS Aktien Strategie Deutschland	DWS Investment GmbH	0,4%	Aktiv, Investmentfonds	Deutschland
17.	DWS ESG Investa	DWS Investment GmbH	0,4%	Aktiv, Investmentfonds	Deutschland
18.	American Funds Growth Fund of America	Capital World Investors (U.S.)	0,3%	Aktiv, Investmentfonds	USA
19.	CREF Stock Account	TIAA-CREF Investment Management, LLC	0,3%	Passiv, ETF	USA
20.	Flossbach von Storch SICAV – Multiple Opportunities	Flossbach von Storch AG	0,3%	Aktiv, Investmentfonds	Deutschland
21.	American Funds New Perspective Fund	Capital World Investors (U.S.)	0,3%	Aktiv, Investmentfonds	USA/ UK
22.	American Funds Capital Income Builder Fund	Capital Research Global Investors (U.S.)	0,3%	Aktiv, Investmentfonds	USA
23.	Vanguard European Stock Index Fund	The Vanguard Group, Inc.	0,3%	Passiv, ETF	USA
24.	DWS Deutschland	DWS Investment GmbH	0,3%	Aktiv, Investmentfonds	Deutschland
25.	UniFonds	Union Investment Privatfonds GmbH	0,3%	Aktiv, Investmentfonds	Deutschland
Summe			18,0%		

Quelle: Tobias, P. et al., Ownership DAX, 2023, S. 21

Anhang 4: Net Zero Company Benchmark von CA100+

1.	Nettonull GHG-Emissionsziel bis 2050 (oder früher)
2.	Langfristige GHG-Reduktionziele (2036-2050)
3.	Mittelfristige GHG-Reduktionsziele (2027-2035)
4.	Kurzfristige GHG-Reduktionsziele (bis spätestens 2026)
5.	Dekarbonisierungsstrategie
6.	Kapitalallokation
7.	Klimapolitik-Engagement
9.	Klima-Governance
10.	Konkrete Transition
11.	TCFD-Offenlegung
12.	Historische GHG-Emissionsreduktion [Beta Indikator ab 2023]

Quelle: *Climate Action 100+*, Benchmark, 2023, S. 6

Anhang 5: Die 20 größten Asset Manager weltweit

	Asset Manager	Heimatmarkt	Vermögen (Bill. USD)
1.	BlackRock	USA	10,010
2.	Vanguard Group	USA	8,466
3.	Fidelity Investments	USA	4,233
4.	State Street Global	USA	4,138
5.	J.P. Morgan Chase	USA	3,113
6.	Allianz Group	Deutschland	2,954
7.	Capital Group	USA	2,715
8.	Goldman Sachs Group	USA	2,470
9.	BNY Mellon	USA	2,434
10.	Amundi	Frankreich	2,332
11.	UBS	Schweiz	2,124
12.	Legal & General Group	UK	1,917
13.	Prudential Financial	USA	1,742
14.	Rowe Price Group	USA	1,687
15.	Invesco	USA	1,610
16.	Northern Trust	USA	1,607
17.	Franklin Templeton	USA	1,578
18.	Morgan Stanley Inv. Mgmt.	USA	1,492
19.	BNP Paribas	Frankreich	1,439
20.	Wellington Mgmt.	USA	1,425

Quelle: *Hodgson, T. et al.*, Asset Managers, 2022, S. 46²⁷⁵

²⁷⁵ In der Untersuchung von *Hodgson, T. et al.* ist eine Auflistung der 500 größten Asset Manager der Welt per Dezember 2021 nachzulesen.

Anhang 6: Verteilung von SfC-Engagements nach Zielland

	2018	2019	2020	2021	2022	Mittelwert
Anzahl der Engagements	15	76	101	107	146	89
Frankreich	27%	17%	12%	26%	23%	21%
Deutschland	20%	12%	16%	16%	13%	15%
Italien	27%	22%	18%	6%	3%	15%
USA	0%	17%	9%	14%	22%	12%
Spanien	7%	7%	8%	7%	7%	7%
UK	0%	8%	6%	6%	6%	5%
Schweden	7%	1%	5%	4%	3%	4%
Schweiz	0%	3%	3%	5%	5%	3%
Belgien	7%	1%	2%	2%	2%	3%
Japan	0%	3%	9%	0%	1%	3%
Finnland	0%	3%	4%	1%	2%	2%
Niederlande	0%	0%	2%	4%	4%	2%
EU	7%	1%	0%	0%	0%	2%
Dänemark	0%	1%	2%	2%	1%	1%
Österreich	0%	0%	1%	4%	1%	1%
Norwegen	0%	1%	0%	1%	2%	1%
Kanada	0%	1%	0%	0%	2%	1%
Irland	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Namibia	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Brasilien	0%	0%	0%	2%	1%	1%
Indien	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Luxemburg	0%	0%	0%	1%	1%	0%

Russland	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Australien	0%	0%	0%	0%	1%	0%
China	0%	0%	1%	0%	0%	0%

Quelle: *SfC*, Engagement Reports 2018-2022, o. S.

Die folgenden Anhänge werden in einer separaten Datei zur Verfügung gestellt.

Anhang 7: PRI-Untersuchungen

Anhang 8: BVI-Daten

Anhang 9: Belege zu den Internetquellen

Anhang 10: Katalogisierung der Literaturrecherche

Literaturverzeichnis

- AGI* (Stewardship Report, 2023): Sustainability and Stewardship Report 2022 – Shaping sustainable pathways towards change, Frankfurt am Main: Allianz Global Investors, 2023
- Alda, Mercedes* (Controversies Investors, 2022): The reaction to CSR controversies by institutional investors, in: BRQ, forthcoming, doi: 10.1177/23409444221110, 2022
- Angerer, Lutz / Brandi, Tim Oliver / Süßmann, Rainer*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) – Kommentar, 4., überarb. Aufl., München 2023 (zit.: Meyer in Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG)
- Anzinger, Heribert M.* (Rechtskontrolle Finanzaufsichtsagenturen, 2018): Rechtskontrolle informeller Verlautbarungen der europäischen Finanzaufsichtsagenturen, in: RdF, 8 (2018), Nr. 3, S. 181-188
- Appel, Ian R. / Gormley, Todd A. / Keim, Donald B.* (Passive Investors, 2016): Passive investors, not passive owners, in: JFE, 121 (2016), Nr. 1, S. 111-141
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf / Buck-Heeb, Petra*, Handbuch des Kapitalanlage-rechts, 5., neubearb. Aufl., München 2020 (zit.: Süßmann in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-Hdb.)
- Assmann, Heinz-Dieter* (Übernahmekodex, 1995): Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, Begriffsbestimmungen Öffentliche Angebote, in: AG, 40 (1995), Nr. 12, S. 563-572
- Atta-Darkua, Vaska / Glossner, Simon / Krueger, Philipp / Matos, Pedro* (Decarbonizing Investor, 2023): Decarbonizing Institutional Investor Portfolios: Helping to Green the Planet or Just Greening Your Portfolio? Doi: 10.2139/ssrn.4212568, 2023
- Azar, José / Duro, Miguel / Kadach, Igor, Ormazabal, Gaizka* (Big Three, 2021): The Big Three and corporate carbon emissions around the world, in: J Financ Econ, 142 (2021), Nr. 2 S. 674-696
- BaFin* (Emittentenleitfaden, 2005): Emittentenleitfaden der BaFin, Bonn: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), 2005
- BaFin* (Emittentenleitfaden B, 2018): Emittentenleitfaden der BaFin – Modul B: Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile/Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren, 5. Aufl., Bonn: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), 2018
- Balzert, Helmut / Schröder, Marion / Schäfer, Christian* (Wissenschaftliches Arbeiten, 2017): Wissenschaftliches Arbeiten – Ethik, Inhalt & Form wiss. Arbeiten, Handwerkszeug, Quellen, Projektmanagement, Präsentation, 2. Aufl., Berlin, Dortmund: Springer Campus, 2017
- Balp, Gaia / Strampelli, Giovanni* (Collective Engagements, 2020): Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs, in: Ohio St Bus Law J, 14 (2020), Nr. 2, S. 135-209

- Barko, Tamas / Cremers, Martijn / Renneboog, Luc* (Shareholder Engagement, 2022): Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance, in: *J Bus Ethics*, 180 (2022), Nr. 2, S. 777-812
- Bauer, Rob / Moers, Frank / Viehs, Michael* (Withdraws Proposals, 2015): Who Withdraws Shareholder Proposals and Does It Matter? An Analysis of Sponsor Identity and Pay Practices, in: *Corp Gov Int Rev*, 23 (2015), Nr. 6, S. 472-488
- Bebchuk, Lucian A. / Cohen, Alma / Hirst, Scott* (Agency Investors, 2017): The agency problems of institutional investors, in: *JEP*, 31 (2017), Nr. 3, S. 89-102
- Becht, Marco / Pajuste, Anete / Toniolo, Anna* (Voice Divestment, 2023): Voice Through Divestment, ECGI Finance Working Paper No. 900/2023, März 2023
- Benz, Lukas / Paulus, Stefan / Rohleder, Martin / Wilkens, Marco* (Ownership Responsibility, 2020): Ownership Comes with Responsibility – the Impact of Ownership Characteristics on CSR, doi: 10.2139/ssrn.3606143, 2020
- Berk, Jonathan B. / Binsbergen, Jules H.* (Impact Investing, 2022): The Impact of Impact Investing, Stanford University Graduate School of Business Research Paper, Law & Economics Center at George Mason University Scalia Law School Research Paper Series No. 22-008, doi: 10.2139/ssrn.3909166, 2022
- Bevan, Peter / Barling, Sebastian / Salem, Omar* (Acting Concert, 2019): Acting in Concert and collaborative shareholder engagement: U.K. guidance, London: Linklaters LLP, 2019
- Bizjak, John M. / Marquette, Christopher J.* (Shareholder Proposals, 1998): Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills, in: *JFQA*, 33 (1998), Nr. 4, S. 499-521
- Black, Bernard S.* (Institutional Voice, 1992): Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice, in: *J App Corp Financ*, 5 (1992), Nr. 3, S. 19-32
- BlackRock* (Stewardship Report, 2023): Investment Stewardship, Annual Report, January 1 – December 31, 2022, New York: BlackRock, Inc., 2023
- Borochin, Paul / Yang, Jie* (Investor Objectives, 2017): The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance, in: *JFE*, 126 (2017), Nr. 1, S. 171-199
- Brellocks, Michael* (Institutionelle Investoren, 2021): Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: *ZHR*, 185 (2021), Nr. 02-03, S. 319-372
- Brellocks, Michael* (Konkretisierung BGH, 2019): Konkretisierung des Acting in Concert durch den BGH – Kommentar zu BGH v. 25.9.2018 – II ZR 190/17, AG 2018, 37, in: *AG*, 64 (2019), Nr. 1-2, S. 29-33
- Buck-Heeb, Petra* (Gesplaltene Auslegung, 2020): Aufsichts- und zivilrechtliche Normen im Bank- und Kapitalmarktrecht: einheitliche oder gesplaltene Auslegung? In: *WM*, 71 (2020), Nr. 4, S. 157-164

- Buck-Heeb, Petra* (Verhaltensabstimmung Einzelfall, 2019): Acting in Concert und Verhaltensabstimmung im Einzelfall – zugleich Besprechung von BGH, 25.9.2018 – II ZR 190/17, in: BKR, 19 (2019), S. 8-12
- Buhleier, Claus* (Reform DCGK, 2022): Reform des DCGK 2022 – Nachhaltigkeit und Finanzmarktintegrität im Fokus, in: DB, 74 (2022), Nr. 23-24, S. M4-M5
- Bundesministerium der Finanzen / Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit / Bundesministerium für Wirtschaft und Energie* (SF-Strategie, 2021): Deutsche Sustainable Finance-Strategie, Berlin: Bundesministerium der Finanzen, Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2021
- Bueren, Eckart* (Short-termism, 2022): Short-termism im Aktien und Kapitalmarktrecht – Ideengeschichte, Rechtsvergleichung, Rechtsökonomie, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022
- Bürgers, Tobias / Körber, Torsten / Lieder, Jan*, Aktiengesetz, 5., neu bearb. Aufl., Karlsruhe 2021 (zit.: *Bürgers/Fischer* in *Bürgers/Körber/Lieder, AktG*)
- Busch, Timo / Bruce-Clark, Peter / Derwall, Jeroen / Eccles, Robert / Hebb, Tessa / Hoepner, Andreas / Klein, Christian / Krueger, Philipp / Paetzold, Falko / Scholtens, Bert / Weber, Olaf* (Impact Investments, 2021): Impact Investments: a call for (re)orientation, in: SN Bus Econ, 1 (2021), Nr. 2, S. 1-13
- Busch, Timo / Scheitza, Lisa / Bauckloh, Tobias / Klein, Christian* (ESG Proposals, 2023): ESG and Firm Value Effects of Shareholder Proposals, doi: 10.2139/ssrn.4341964, 2023
- Buttlar, Julia von* (Sanktionsbefugnisse EU-Kapitalmarktrecht, 2020): Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht, in: EuZW, 31 (2020), Nr. 14, S. 598-603
- BVI* (Analyse-Leitlinien, 2023): BVI-Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen 2023, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2023
- BVI* (Fokus Nachhaltigkeit, 2023): Fokus Nachhaltigkeit – Der nachhaltige Fondsmarkt im ersten Quartal 2023, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2023
- BVI* (Wohlverhaltensregeln, 2019): Wohlverhaltensregeln des BVI, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2019
- BVI* (Stellungnahme ZuFinG, 2023): BVI-Position zum Referentenentwurf von BMF und BMJ: Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2023
- Calkoen, Willem / Wissing, Stefan* (Hrsg.) (Shareholder Activism, 2022): Shareholder Activism & Engagement, London: Law Business Research, 2022
- Casper, Matthias* (Zukunftsfinanzierungsgesetz, 2023): Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Zwischen Griff in die historische Mottenkiste und behutsamer Fortentwicklung der Unternehmensfinanzierung, in: ZHR, 187 (2023), Nr. 1, S. 5-47

- Christ, Jan* (Impact Investments, 2022): Impact Investments – Können Investoren eine transformative Wirkung erzielen? In: *CF*, 11 (2022), Nr. 07-08, S. 208-215
- Clerc, Christophe / Demiragny, Fabrice / Valiante, Diego / Manuel Aramendia, Mirzha de* (Assessment Takeover, 2014): A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, Paris, Brüssel: Marccus Partners and Centre for European Policy Studies, 2014
- Climate Action 100+* (Benchmark, 2023): Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark 2.0, Paris: Climate Action 100+, 2023
- Climate Action 100+* (Progress Report, 2020): 2019 Progress Report, Paris: Climate Action 100+, 2020
- Climate Action 100+* (Progress Update, 2022): Progress Update 2022 – Five years of Climate Action 100+, Paris: Climate Action 100+, 2022
- Corum, Adrian A. / Malenko, Andrey / Malenko, Nadya* (Active Passive, 2022): Corporate governance in the presence of active and passive delegated investment, ECGI Finance Working Paper No. 695/2020, August 2022
- CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage* (Hrsg.) (Nachhaltige Finanzen, 2020): Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken, Wiesbaden: Springer, 2020
- Dikolli, Shane S. / Frank, Mary M. / Guo, Zhe M. / Lynch, Luann J.* (ESG Voting, 2022): Walk the talk: ESG mutual fund voting on shareholder proposals, in: *Rev Acc Stud*, 27 (2022), Nr. 3, S. 864-896
- Dimson, Elroy / Karakas, Oguzhan / Li, Xi* (Active Ownership, 2015): Active Ownership, in: *Rev Financ Stud*, 28 (2015), Nr. 12, S. 3225-3268
- Dimson, Elroy / Karakas, Oguzhan / Li, Xi* (Coordinated Engagements, 2023): Coordinated Engagements, ECGI Finance Working Paper No. 721/2021, Mai 2023
- Doidge, Craig / Dyck, Alexander / Mahmudi, Hamed / Virani, Aazam* (Collective Action, 2019): Collective Action and Governance Activism, in: *Rev Financ*, 23 (2019), Nr. 5, S. 893-933
- Dressler, Efrat* (Voice Power, 2020): Voice and power: Do institutional shareholders make use of their voting power? In: *JCF*, 65 (2020), 101716
- Dressler, Efrat / Mugerma, Yevgeny* (Voting Power, 2023): Doing the Right Thing? The Voting Power Effect and Institutional Shareholder Voting, in: *JBE*, 183 (2023), Nr. 4, S. 1089-1112
- DVFA* (Collaborative Engagement, 2021): DVFA Position zu Collaborative Engagement in Deutschland, Frankfurt am Main: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, 2021
- DVFA* (Stewardship-Leitlinien, 2020): DVFA Stewardship-Leitlinien, Frankfurt am Main: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, 2020
- DWS* (Active Ownership, 2023): Active Ownership – Engagement and Proxy Voting Report 2022, Frankfurt am Main: DWS Group GmbH, 2023

- DWS (Engagement Policy, 2022): Engagement Policy – DWS Investment GmbH, DWS International GmbH und DWS Investment SA, DWS Group GmbH, 2022
- Edmans, Alex (End ESG, 2023): The end of ESG, in: *Financ Man*, 52 (2023), Nr. 1, S. 3-17
- Edmans, Alex / Kacperczyk, Marcin (Sustainable Finance, 2022): Sustainable Finance, in: *Rev Financ*, 26 (2022), Nr. 6 S. 1309-1313
- Edmans, Alex / Levit, Doron / Reilly, Devin (Governance Ownership, 2019): Governance under common ownership, in: *Rev Financ Stud*, 32 (2019), Nr. 7, S. 2673-2719
- Edmans, Alex / Levit, Doron / Schneemeier, Jan (Responsible Divestment, 2023): Socially Responsible Divestment, ECGI Finance Working Paper No. 823/2022, April 2023
- EFAMA (Stewardship Code, 2018): EFAMA Stewardship Code – Principles for asset managers’ monitoring of, voting in, engagement with investee companies, Brüssel: European Fund and Asset Management Association, 2018
- Ehrlicke, Ulrich / Ekkenga, Jens / Oechsler, Jürgen, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz: WpÜG – Kommentar, 2. Aufl., München 2021 (zit.: Ekkenga/Schulz in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG)
- Ekkenga, Jens (Investmentfonds Kontrollagenten, 2020): Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer nachhaltigen Realwirtschaft, in: *WM*, 71 (2020), Nr. 36, S. 1664-1673
- Emmerich, Adam O. / Norwitz, Trevor / Cohen / Steven / Niles, Sebastian V. / Munshi, Raeesa I. (United States, 2020): United States, in: *Calkoen, Willem / Wissing, Stefan* (Hrsg.), *Shareholder Activism & Engagement*, 2022, S. 47-56
- Emmerich, Volker / Habersack, Matthias, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, 10. Aufl., München 2022 (zit.: Habersack in Emmerich/Habersack, WpHG)
- ESMA (Report Greenwashing, 2023): Progress Report on Greenwashing – Response to the European Commission’s request for input on “greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies”, Paris: European Securities and Markets Authority, 2023
- ESMA (Shareholder Cooperation, 2013): Public Statement: Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, ESMA/203/1642, Paris: European Securities and Markets Authority, 2013
- ESMA (Shareholder Cooperation, 2019): Public Statement: Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, ESMA31-65-682, Paris: European Securities and Markets Authority, 2019
- Europäische Kommission (Bericht Übernahmerichtlinie, 2012): Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote, Brüssel: Europäische Kommission, 2012

- Europäische Kommission* (Aktionsplan, 2018): Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, der Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, Brüssel: Europäische Kommission, 2018
- FCA* (Handbook, 2023): FCA Handbook, Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook, Release 28, April 2023, London: Financial Conduct Authority, 2023
- Fichtner, Jan / Jaspert, Robin / Petry, Johannes* (ESG Allocation, 2023): Mind the ESG capital allocation gap: The role of index providers, standard-setting, and “green” indices for the creation of sustainability impact, in: Reg Gov, forthcoming, doi: 10.1111/rego.12530, 2023
- Flammer, Caroline* (CSR Performance, 2015): Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach, in: *ManSci*, 61 (2015), Nr. 11, S. 2549-2568
- Flammer, Caroline / Toffel, Michael W. / Viswanathan, Kala* (Shareholder Activism, 2021): Shareholder Activism and firms’ voluntary disclosure of climate change risks, in: *Strat Mgmt*, 42 (2021), Nr. 10, S. 1850-1879
- Fleischer, Holger* (Problemlösungsmodelle Gesellschaftsrecht, 2004): Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht – Prolegomena zu einer Theorie gesellschaftsrechtlicher Regelsetzung, in: *ZHR*, 168 (2004), Nr. 6, S. 673-707
- Fleischer, Holger / Hülse, Philipp* (Say-on-Climature, 2023): Klimaschutz und aktienrechtliche Kompetenzverteilung: Zum Für und Wider eines „Say on Climate“, in: *DB*, 75 (2023), Nr. 1-2, S. 44-53
- Fleischer, Holger / Strothotte, Christian* (Stewardship Code, 2011): Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa? In: *AG*, 55 (2011), Nr. 7, S. 221-233
- FRC* (Stewardship Code, 2020): The UK Stewardship Code 2020, London: Financial Reporting Council, 2020
- FRC* (Stewardship Code, 2010): The UK Stewardship Code 2010, London: Financial Reporting Council, 2010
- Friede, Gunnar / Busch, Timo / Bassen, Alexander* (ESG Performance, 2015): ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, in: *JSFI*, 5 (2015), Nr. 4, S. 210-233
- Fuchs, Andreas*, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, 2. Aufl., München 2016 (zit.: *Zimmermann* in Fuchs, WpHG)
- Fuhrmann, Ben W. / Röseler, Sandra* (VW Leitungsautonomie, 2022): VW und die Leitungsautonomie – legitime Schranke für ESG-Aktivismus in Deutschland? In: *AG*, 67 (2022), Nr. 11, S. R153-R155

- Fuhrmann, Ben W.* (Stimmrechtszurechnung Interessenschutzklauseln, 2023): Stimmrechtszurechnung aufgrund von Interessenschutzklauseln und anderen Vereinbarungen in Share Purchase Agreements, in: AG, 68 (2023), Nr. 11, S. 377-388
- Fukami, Kenta / Blume, Daniel / Magnusson, Carl M.* (Institutional Investors, 2022): Institutional investors and stewardship, OECD Corporate Governance Working Papers No. 25, Paris: Corporate Governance and Corporate Finance Division, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, OECD, 2022
- Gegler, Felix* (Einzelfallausnahme, 2020): Die Einzelfallausnahme des übernahmerechtlichen Acting in Concert, in: NZG, 23 (2020), Nr. 24, S. 931-937
- Ghetti, Riccardo* (Acting Concert, 2014): Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights, in: ECFR, 11 (2014), Nr. 4, S. 594-632
- Gillan, Stuart L. / Starks, Laura T.* (Governance Proposals, 2000): Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors, in: JFE, 57 (2000), Nr. 2, S. 275-305
- Ginzburg, Boris / Guerra, José-Alberto / Lekfuangfu, Warn N.* (Expressive Voting, 2020): Counting on My Vote Not Counting: Expressive Voting in Committees, Working Paper, Documento CEDE No. 26, doi: 10.2139/ssrn.3651458, 2020
- Gloßner, Simon* (Investor Horizons, 2019): Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility, in: JBF, 103 (2019), S. 78-97
- Goette, Wulf / Habersack, Mathias / Kalss, Susanne*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl., München 2023 (zit.: *Wackerbarth* in MüKoAktG, WpÜG)
- Gordon, Jeffrey N.* (Systematic Stewardship, 2022): Systematic Stewardship, ECGI Law Working Paper No. 566/2021, Januar 2022
- Gosling, Tom / MacNeil, Ian* (Investors Planet, 2023): Can investors save the planet? NZAMI and fiduciary duty, in: CMLJ, 18 (2023), Nr. 2, S. 172-193
- Gray, Claudia / Nagrawala, Felix / Monnickendam, Izzy / Stewart, Katie* (Voting Matters, 2023): Voting Matters 2022 – Are asset managers using their proxy votes for action on environmental and social issues? London: ShareAction, 2023
- Grundmann, Stefan / Merkt, Hanno / Mülbert, Peter O. / Baum, Harald / Fleckner, Andreas M. / Hein, Jan v. / Hippel, Thomas v. / Kumpan, Christoph / Leyens, Patrick C. / Pistor, Katharina / Roth, Markus / Schweitzer, Heike / Steffek, Felix / Wellenhofer, Marina*, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020, Berlin 2020 (zit.: *Leyens* in Grundmann/Merkt/Mülbert, FS Hopt)
- Gutsche, Gunnar / Klein, Christian / Ziegler, Andreas / Zwergel, Bernhard* (German Investors, 2017): Characterizing German (sustainable) investors, in: CF, 8 (2017), Nr. 3-4, S. 77-81
- Gutsche, Gunnar / Ziegler, Andreas* (Sustainable WTP, 2019): Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments, in: JBF, 102 (2019), S. 193-214

- Hasselbach, Kai / Stepper, Simon* (Entwicklung Übernahmerecht, 2023): Entwicklung des Übernahmerechts 2022 – Aktuelle Themen des Rechts der börsennotierten Unternehmen, in: *BB*, 78 (2023), Nr. 10, S. 515-523
- Heath, Davidson / Macciocchi, Daniele / Michaely, Roni / Ringgenberg, Matthew C.* (Index Monitor, 2022): Do Index Funds Monitor? In: *Rev Financ Stud*, 35 (2022), Nr. 1, S. 91-131
- Heeb, Florian / Kölbel, Julian F. / Paetzold, Falko / Zeisberger, Stefan* (Investors Care, 2023): Do Investors Care about Impact? In: *Rev Financ Stud*, 36 (2023), Nr. 5, S. 1737–1787
- Heithecker, Dirk*, Handbuch Nachhaltige Finanzwirtschaft, Heidelberg 2021 (zit.: *Klein/Eckert/Dumrose* in Heithecker, Hdb. NaFi)
- Hell, Patrick* (Stewardship ESG, 2019): Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, in: *NZG*, 22 (2019), Nr. 9, S. 321-360
- Henneke, Peter* (Neuerungen Gesellschaftsrecht, 2020): Neuerungen im Gesellschaftsrecht: ARUG II und DCGK, in: *ZUJ*, 1 (2020), Nr. 3, S. 25-28
- Henssler, Martin / Strohn, Lutz*, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., München 2021 (zit.: *Keßler* in Henssler/Strohn, WpHG)
- Herkströter, Caroline / Werner, Michael J. / Born, Michael / Mann, Jochen* (Acting Concert, 2020): Acting in concert and collaborative shareholder engagement – Germany, London: Norton Rose Fulbright LLP, 2020
- He, Yazhou E. / Kahraman, Bige / Lowry, Michelle* (ES Risks, 2023): ES Risks and Shareholder Voice, in: *Rev Financ Stud*, forthcoming, doi: 10.1093/rfs/hhad033, 2023
- Hippeli, Michael* (Reformbedarf Übernahmerecht, 2022): Reformbedarf im öffentlichen Übernahmerecht in Deutschland, in: *WM*, 73 (2022), Nr. 22, S. 1051-1056
- Hirschman, Albert O.* (Abwanderung und Widerspruch, 1974): Abwanderung und Widerspruch: Reaktionen auf Leistungsabfall bei Unternehmungen, Organisationen und Staaten, Tübingen: Mohr, 1974
- Hirte, Heribert / Heidel, Thomas*, Das neue Aktienrecht nach ARUG II und Corona-Gesetzgebung, Baden-Baden 2020 (zit.: *Kell* in Hirte/Heidel, ARUG II)
- Hitzer, Martin / Hauser, Patrick* (ESMA Statusbericht, 2015): ESMA – Ein Statusbericht, in: *BKR*, 15 (2015), Nr. 2, S. 52-59
- Hockmann, Heinz J. / Thießen, Friedrich* (Hrsg.) (Geschäftsfelder Investmentbanking, 2021): Geschäftsfelder des Investmentbanking – Kapitalmärkte – Handel – Assetmanagement, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2021
- Hodgson, Tim / Hall, Marisa / Urwin, Roger / Deane-Williams, Paul / Gao, Jessica / Martin, Isabella / Johnson, Anastasia* (Asset Managers, 2022): The world's largest 500 asset managers – A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study – October 2022, Dublin: Willis Towers Watson, 2022
- Hölters, Wolfgang / Weber, Markus*, Aktiengesetz, 4. Aufl., München 2022 (zit.: *Drinhausen* in Hölters/Weber, AktG)

- Hoepner, Andreas G. F. / Oikonomou, Ioannis / Sautner, Zacharias / Starks, Laura T. / Zhou, Xiao Y.* (Engagement Downside, 2022): ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, ECGI Finance Working Paper No. 671/2020, November 2022
- Hopt, Klaus J.* (Corporate Governance, 2011): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, ECGI Law Working Paper No. 170/2011, Januar 2011
- Horcher, Dirk / Kovacs, Keve* (Reichweite Stimmrechtszurechnung, 2019): Die Reichweite der Stimmrechtszurechnung wegen Acting in Concert nach dem BGH-Urteil v. 25.9.2018 (II ZR 190/17), in: DStR, 57 (2019), Nr. 8, S. 388-392
- Iliev, Peter / Lowry, Michelle* (Active Voters, 2015): Are Mutual Funds Active Voters? In: Rev Financ Stud, 28 (2015), Nr. 2, S. 446-485
- IPCC* (Synthesis Report, 2023): Synthesis Report of the IPCC Sixth Assessment Report (AR6) – Longer Report, Cambridge/New York: Cambridge University Press., 2023
- Jahnke, Patrick* (Ownership Concentration, 2019): Ownership concentration and institutional investors' governance through voice and exit, in: Bus Pol, 21 (2019), Nr. 3, S. 327-350
- Jaspers, Philipp* (Shareholder Activism, 2022): Sustainable Shareholder Activism – Neue Herausforderung für die aktienrechtliche Beratung, in: AG, 67 (2022), Nr. 5, S. 145-157
- Jung, Stefanie / Krebs, Peter / Stiegler, Sascha*, Gesellschaftsrecht in Europa – Handbuch, Baden-Baden 2019 (zit: Stiegler in Jung/Krebs/Stiegler, Hdb. GesR EU)
- Karpoff, Jonathan M. / Malatesta, Paul H. / Walkling, Ralph, A.* (Shareholder Initiatives, 1996): Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence, in: JFE, 42 (1996), Nr. 3 S. 365-396
- Kashi, Aghilasse / Shah, Mohamed E.* (Sustainable Finance, 2023): Bibliometric Review on Sustainable Finance, in: Sustain, 15 (2023), Nr. 9, 7119
- Katelouzou, Dionysia / Puchniak, Dan W.* (Stewardship Complexities, 2021): Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges, and Possibilities, ECGI Law Working Paper No. 595/2021, Juli 2021
- Kakhbod, Ali / Loginova, Uliana / Malenko, Andrey / Malenko, Nadya* (Advising Management, 2023): Advising the Management: A Theory of Shareholder Engagement, in: Rev Financ Stud, 36 (2023), Nr. 4, S. 1319-1363
- Klöhn, Lars* (Investoren Aktivisten, 2021): Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts, in: ZHR, 185 (2021), Nr. 2-3, S. 182-225
- Klöhn, Lars / Moch, Sebastian*, Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin 2019 (zit.: Fleischer/Chatard in Klöhn/Moch, FS WpHG)

- Kocher, Dirk* (Postbank-Entscheidung, 2023): Neue Unsicherheiten bei Transaktionen mit börsennotierten Aktien – die zweite Postbank-Entscheidung des BGH – zugleich Besprechung des BGH-Urteils vom 13.12.2022 – II ZR 14/21, in: *DB 75* (2023), Nr. 13, S. 757-758
- Koch, Uwe*, Aktiengesetz: AktG – Kommentar, 17. Aufl., München 2023 (zit.: *Koch* in *Koch*, AktG)
- Kölbl, Julian F. / Heeb, Florian / Paetzold, Falko / Busch, Timo* (Beyond Returns, 2018): Beyond Returns: Investigating the Social and Environmental, doi: 10.2139/ssrn.3289544, 2018
- Kölbl, Julian F. / Heeb, Florian / Paetzold, Falko / Busch, Timo* (Sustainable Investing, 2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the mechanisms of investment impact, in: *Organ Environ*, 33 (2020), Nr. 4, S. 554-574
- Krahn, Jan / Rocholl, Jörg / Thum, Marcel* (Grüne Geldanlage, 2021): Warum grüne Geldanlage nichts taugt – es mag ein gutes Gewissen verschaffen, sein Geld ökologisch zu investieren. Dem Klima ist damit aber nicht gedient. In: *FAZ*, 73 (2021), Nr. 24, S. 29
- Kremer, Thomas / Bachmann, Gregor / Lutter, Marcus / Werder, Axel*, Deutscher Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar, 8. Aufl., München 2021 (zit.: *Werder* in *Kremer/Bachmann/Lutter/Werder*, DCGK)
- Krueger, Philipp / Sautner, Zacharias / Starks, Laura T.* (Climate Risks, 2020): The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, in: *Rev Financ Stud*, 33 (2020), Nr. 3, S. 1067-1111
- Kumar, Satish / Sharma, Dipasha / Rao, Sandeep / Lim, Weng M. / Mangla, Sachin K.* (Sustainable Finance, 2022): Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research, in: *Ann Oper Res*, forthcoming, doi: 10.1007/s10479-022-04535-4, 2022
- Ladentrog, Rainer / Meggiolaro, Mauro / Piemonte, Tommy* (Engagement-Aktivitäten, 2020): Shareholders for Change – Engagement-Aktivitäten in Europa entfalten, in: *CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage* (Hrsg.), *Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken*, 2020, S. 220-237
- Larosière, Jacques de / Balcerowicz, Leszek / Issing, Otmar / Masera, Rainer / McCarthy, Callum / Nyberg, Lars / Pérez, José / Ruding, Onno* (Report, 2009): Report, Brüssel: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, 2009
- Letzel, Hans-Joachim* (Pflichtangebot WpÜG, 2002): Das Pflichtangebot nach dem WpÜG, in: *BKR*, 2 (2002), Nr. 7, S. 289-336
- Liang, Hao / Renneboog, Luc* (Sustainable Finance, 2020): Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature, ECGI Finance Working Paper No. 701/2020, September 2020

- Lorz, Rainer / Pfisterer, Benedikt / Gerber, Olaf*, Beck'sches Formularbuch Aktienrecht, 2., überarb. und erw. Aufl., München 2020 (zit.: *Lorz* in *Lorz/Pfisterer/Gerber*, FormB AktR)
- Lutter, Marcus / Bayer, Walter / Schmidt, Jessica*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 6., neu bearb. und erw. Aufl., Berlin 2017 (zit.: *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR)
- Mack, Kevin / Needham, Sean / Müller, Stefan* (Weiterentwicklung DCGK, 2020): Weiterentwicklung der Corporate Governance nach ARUG II und DCGK 2020 – Erkenntnisse aus der Analyse des britischen Corporate-Governance-Systems, in: *ZCG*, 15 (2020), Nr. 5, S. 197-201
- Magers, Jens / Eschenfelder, Christina / Krause-Wichmann, Leo* (Sustainable Governance): Sustainable Corporate Governance – Aktienrechtliche Grundlagen einer nachhaltigen Unternehmensführung, Wiesbaden: Springer Gabler, 2022
- Maisch, Michael* (Vanguard Rückzug, 2022): Vanguard – Rückzug aus der Klima-Initiative – Die Fondsbranche gerät beim Thema Nachhaltigkeit in die Defensive – und unter Druck, in: *HBl*, 77 (2022), Nr. 239, S. 33
- Marti, Emilio / Fuchs, Martin / DesJardine, Mark R. / Slager, Rieneke / Gond, Jean-Pascal* (Sustainable Investing, 2023): The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review, in: *J Man Stud*, forthcoming, doi: 10.1111/joms.12957, 2023
- Maug, Ernst / Rydqvist, Kristian* (Voting Behavior, 2009): Do Shareholders Vote Strategically? Voting Behavior, Proposal Screening, and Majority Rules, in: *Rev Financ*, 13 (2009), Nr. 1, S. 47-79
- McCahery, Joseph A. / Sautner, Zacharias / Starks, Laura T.* (Governance Preferences, 2016): Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, in: *J Financ*, 71 (2016), Nr. 6, S. 2905-2932
- MCCG* (Dutch Code, 2022): The Dutch Corporate Governance Code, Den Haag: Corporate Governance Code Monitoring Committee, 2008
- Mecklenburg, Marcus / Backmann, Julia* (BVI-Stellungnahme, 2018): BVI-Stellungnahme im Rahmen der Konsultation 12/2018 Überarbeitung von Teilen des Emittentenleitfadens, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2018
- Morley, John D.* (Big Activist, 2019): Too big to be Activist, in: *South Cal Law Rev*, 92 (2019), Nr. 6, S. 1407-1454
- Mülbart, Peter O.* (Entwicklung Übernahmerecht, 2022): Entwicklung des Übernahmerechts – Betrachtungen aus der Perspektive der Wissenschaft, in: *Veil, Rüdiger / Grigoleit, Hans Christoph / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Öffentliche Unternehmensübernahmen – Grundsatz- und Praxisfragen des Übernahmerechts – 20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone, 2022, S. 3-26
- Mülbart, Peter O. / Sajnovits, Alexander* (Collaborative Engagement, 2022): Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement, ECGI Law Working Paper No. 668/2022, Dezember 2022

- Oppenhoff, Stephan F.* (Unternehmerische Ausrichtung, 2019): Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten, in: NJW, 72 (2019), Nr. 4, S. 219-224
- Paschos, Nikolaos / Dandack, Arne Le* (Abgestimmtes Verhalten, 2023): Abgestimmtes Verhalten kann teuer werden – Der BGH knüpft sich die Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank vor. Das hat Folgen. In: FAZ, 75 (2023), Nr. 51, S. 16
- Paschos, Nikolaos / Fleischer, Holger*, Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München 2017 (zit.: *Rothenfuß* in Paschos/Fleischer, Hdb. WpÜG)
- Petersdorff, Winand von / Lindner, Roland* („Woke“-Kapitalismus, 2023): Kampf dem "Woke"-Kapitalismus – Die Nachhaltigkeitskriterien ESG sind in Amerika zum Politikum geworden. Der konservative Hoffnungsträger Ron DeSantis will sich mit dem Thema profilieren – und hat nun einen Konkurrenten. In: FAZ, 75 (2023), Nr. 46
- Plantinga, Auke / Scholtens, Bert* (Fossil Divestment, 2021): The financial impact of fossil fuel divestment, in: Clim Pol, 21 (2021), Nr. 1, S. 107-119
- Pluskat, Sorika* (Scheitern Übernahmerrichtlinie, 2001): Das Scheitern der europäischen Übernahmerrichtlinie, in: WM, 55 (2001), Nr. 41, S. 1937-1942
- Poelzig, Dörte* (Stimmrechtsberater, 2021): Stimmrechtsberater – ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen, in: ZHR, 185 (2021), Nr. 2-3, S. 373-413
- Pontzen, Henrik* (Nachhaltigkeit Transformation, 2023): Nachhaltigkeit durch glaubwürdige Transformation: Das UniESG Transformationsrating, in: *Zwick, Yvonne / Jeromin, Kristina* (Hrsg.), Mit Sustainable Finance die Transformation dynamisieren – Wie Finanzwirtschaft nachhaltiges Wirtschaften ermöglicht, 2023, S. 109-122
- PRI* (Annual Report, 2022): Annual Report 2022, London: PRI Principles for Responsible Investment Association, 2022
- PRI* (Strengthening Stewardship, 2021): Strengthening Stewardship in the EU – 5 Key Recommendations to the European Commission, London: PRI Principles for Responsible Investment Association, 2021
- PRI* (Verantwortliches Investieren, 2019): Broschüre „Prinzipien für verantwortliches Investieren – Eine Investoreninitiative in Partnerschaft mit der UNEP Finance Initiative und dem UN Global Compact“, London: PRI Principles for Responsible Investment Association, 2021
- Regierungskommission DCGK* (DCGK, 2017): Deutscher Corporate Governance Kodex, in der Fassung vom 7. Februar 2017 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 7. Februar 2017, Berlin: Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2017
- Regierungskommission DCGK* (DCGK, 2022): Deutscher Corporate Governance Kodex, in der Fassung vom 28. April 2022, Berlin: Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2022
- Riedel, Silke / Schneeweiß, Antje* (Aktives Aktionärstum, 2008): Chancen und Entwicklungsmöglichkeiten für ein Aktives Aktionärstum in Deutschland – eine

- Machbarkeitsstudie, Hannover: imug Beratungsgesellschaft für sozial-ökologische Innovationen mbH, SÜDWIND e.V. Institut für Ökonomie und Ökumene, 2008
- Ringe, Wolf-Georg* (Stewardship Germany, 2021): Stewardship and Shareholder Engagement in Germany, in: EBOR, 22 (2021), Nr. 1, S. 87-124
- Ringe, Wolf-Georg* (Investor Empowerment, 2023): Investor Empowerment for Sustainability, in: Rev Econ, 74 (2023), Nr. 1, S. 21-52
- Rohleder, Martin / Wilkens, Marco / Zink, Jonas* (Effects Decarbonization, 2022): The Effects of Mutual Fund Decarbonization on Stock Prices and Carbon Emissions, in: JBF, 134 (2022), 106352
- Romano, Roberta* (Activism Governance, 1993): Public pension fund activism in corporate governance reconsidered, in: Col Law Rev, 93 (1993), Nr. 4, S. 795-853
- Rose, Trista / Buckley, Tim / Brown, Melissa* (Vanguard Group, 2021): Vanguard Group: Passive About Climate Change – Despite Net Zero Pledges, Vanguard Is Indifferent to Climate and Investors’ Best Interests, Lakewood: The Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA), 2021
- Ross, Verena* (Transparenz Greenwashing, 2023): Mit mehr Transparenz gegen Greenwashing – ESMA-Chefin erläutert ihre Sustainable-Finance-Politik und plädiert für EU-einheitliche Regeln in der Anlageberatung – Interview mit Andreas Heitker, in: Böz: 71 (2023), Nr. 65, S. 5
- Rosty, Nicolas von* (Aktivistische Investoren, 2020): Aktivistische Investoren in den Startblöcken – Der Druck aktivistischer Aktionäre wird wachsen – was Vorstand und Aufsichtsrat dagegen tun können, in: AR, 20 (2020), Nr. 12, S. 172-173
- Ruppert, Benjamin* (Acting Concert, 2022): Acting in Concert – kapitalmarktrechtliche Hürden für einen nachhaltigen Finanzmarkt, in: ZfgK, 75 (2022), Nr. 18, S. 26-31
- Ruppert, Benjamin* (Shareholder Engagement, 2021): Shareholder Engagement – Wie nachhaltig ist Asset Management? In: ZfgK, 74 (2021), Nr. 18, S. 26-29
- Ruppert, Benjamin* (Shareholder Engagement, 2022): Shareholder Engagement im Kontext von Sustainable Finance – Eine Mixed-Methods-Studie zu Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland, in: ZfWU, 23 (2022), Nr. 2, S. 163-194
- Sacco Ginevri, Andrea* (Acting Concert, 2017): Sustainable Governance and Regulation of Banks and Public Companies: A Study of the Concept „Acting in Concert“, in: Corp Gov Sustain Rev, 1 (2019), Nr. 1, S. 42-50
- Sajnovits, Alexander* (GameStop MAR, 2021): GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker, in: ZGR, 50 (2021), Nr. 5, S. 804-855
- Schmiady, Hendrik* (Perspektive BaFin, 2022): Entwicklung des Übernahmerechts – Betrachtungen aus der Perspektive der BaFin, in: *Veil, Rüdiger / Grigoleit, Hans Christoph / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Öffentliche Unternehmensübernahmen – Grundsatz- und Praxisfragen des Übernahmerechts – 20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone, 2022, S. 27-36

- Schmidt, Michael* (Engagement-Plattform, 2022): Engagement-Plattform breit aufstellen – Der Sustainable-Finance-Beirat will deutsche Investoren auf Transformationspotenziale hinweisen, ihre Kräfte bündeln, Hürden beseitigen und Einfluss für mehr Nachhaltigkeit ermöglichen. Ein Gespräch. In: HBl, 77 (2022), Nr. 12, S. 8-11
- Schmitt, Christian / Storck, Christian / Wollenhaupt, Markus* (Greenwashing Finanzbranche, 2023): Environment - Social - Governance 2023: Greenwashing, Green Bleaching und Green Hushing in der Finanzbranche - quo vadis? In: DB, 75 (2023), Nr. 21-02, S. 19-21
- Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020 (zit.: *Noack/Zetzsche* in Schwark/Zimmer, WpÜG)
- Seulen, Günter* (Formale Bestimmung, 2019): Formale Bestimmung des „Einzelfalls“ beim Acting in Concert, in: DB, 71 (2019), Nr. 6, S. 293
- SfC* (Engagement Report, 2019): Engagement Report – Statements, Votes, Dialogues – The SfC - Shareholders for Change network’s activities in the AGM Season 2018, Florenz: SfC - Shareholders for Change, 2019
- SfC* (Engagement Report, 2020): Engagement Report – Statements, Votes, Dialogues – The SfC - Shareholders for Change network’s activities in the AGM Season 2019, Florenz: SfC - Shareholders for Change, 2020
- SfC* (Engagement Report, 2021): Engagement Report – Statements, Votes, Dialogues – The SfC - Shareholders for Change network’s activities in the AGM Season 2020, Florenz: SfC - Shareholders for Change, 2021
- SfC* (Engagement Report, 2022): Engagement Report – Statements, Votes, Dialogues – The SfC - Shareholders for Change network’s activities in the AGM Season 2021, Florenz: SfC - Shareholders for Change, 2022
- SfC* (Engagement Report, 2023): Engagement Report – Statements, Votes, Dialogues – The SfC - Shareholders for Change network’s activities in the AGM Season 2022, Florenz: SfC - Shareholders for Change, 2023
- Shanaev, Savva / Ghimire, Binam* (ESG Rating, 2022): When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns, in: *Financ Res Let*, 46 (2022), A, 102302
- Solomon, Robert* (World Economy, 1994): The Transformation of the World Economy, 1980-93, London: Palgrave Macmillan, 1994
- Speich, Ingo* (Nachhaltigkeit Aktionärsdialog, 2023): Nachhaltigkeit im Aktionärsdialog – Aktives Engagement spielt eine wichtige Rolle – Das neue Format der virtuellen Hauptversammlung ist nicht gleichwertig mit einer Präsenz-Veranstaltung, in: *BöZ*, 71 (2023), Nr. 55, S. B3
- Sperber, Herbert* (Finanzmärkte, 2020): Finanzmärkte – Eine praxisorientierte Einführung, 2., überarb. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- Stobbe, Antje / Connan, Marie-Sybille* (Say-on-Climate, 2023): “Say on Climate” – noch nicht weit genug verbreitet – Initiative sollte beratend bleiben, wodurch Unternehmen ihre Führungsrolle und Verantwortung für Klimaschutzpläne demonstrieren können, in: *BöZ*, 71 (2023), Nr. 55, S. B4

- Stoltenberg, Silke* (Greenwashing-Streit, 2023): Neuer Nährboden für Greenwashing-Streit – Vorgaben der EU-Kommission lassen Heraufstufungen von Fonds erwarten, in: *BöZ*, 71 (2023), Nr. 94, S. 3
- Stüber, Katharina* (Einfluss Proxies, 2020): Der Einfluss von "Proxies" in der Hauptversammlung, in: *WM*, 71 (2020), Nr. 5, S. 211-217
- Sustainable-Finance-Beirat* (Abschlussbericht, 2021): Shifting the Trillions – ein nachhaltiges Finanzsystem für die große Transformation, Berlin: Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung c/o Bundesministerium der Finanzen, 2021
- Sustainable-Finance-Beirat* (Satzung, 2019): Satzung des „Sustainable Finance-Beirats“ der deutschen Bundesregierung, Berlin: Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung c/o Bundesministerium der Finanzen, 2019
- Sustainable-Finance-Beirat* (SF-Strategie, 2021): Pressemitteilung vom 05.05.2021: Beirat begrüßt Strategie der Bundesregierung zu Sustainable Finance, Berlin: Sustainable-Finance-Beirat Geschäftsstelle, 2021
- Thießen, Friedrich* (Asset Management, 2021): Grundlagen des Asset Managements, in: *Hockmann, Heinz J. / Thießen, Friedrich* (Hrsg.), Geschäftsfelder des Investmentbanking – Kapitalmärkte – Handel – Assetmanagement, 2021, S. 279-295
- Tobias, Patrick / Frank, Frederik / Bommer, Kay* (Ownership DAX, 2019): Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 – A joint study of IHS Markit and DIRK, Sixth Edition – June 2020, New York: IHS Markit Customer Care, 2019
- Tobias, Patrick / Frank, Frederik / Bommer, Kay* (Ownership DAX, 2022): Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 40 in 2021 – A joint study of S&P Global Market Intelligence and Deutscher Investor Relations Verband (DIRK), Ninth Edition – June 2022, New York: S&P Global Inc., 2022
- Tobias, Patrick / Frank, Frederik / Bommer, Kay* (Ownership DAX, 2023): Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2022 – A joint study of S&P Global Market Intelligence and DIRK – Deutscher Investor Relations Verband, Tenth Edition – June 2023, New York: S&P Global Inc., 2023
- Vanguard* (Stewardship Report, 2023): Investment Stewardship – 2022 Annual Report, Valley Forge: The Vanguard Group, Inc., 2023
- Veil, Rüdiger* (Europäische Kapitalmarktunion, 2019): Europäische Kapitalmarktunion Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“, in: *ZGR*, 43 (2014), Nr. 5, S. 544-607
- Veil, Rüdiger / Grigoleit, Hans C. / Habersack, Mathias* (Hrsg.) (Öffentliche Unternehmensübernahmen, 2022): Öffentliche Unternehmensübernahmen – Grundsatz- und Praxisfragen des Übernahmerechts – 20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022

- Velte, Patrick* (Corporate Sustainability, 2023): Which institutional investors drive corporate sustainability? A systematic literature review, in: *Bus Strat Env*, 32 (2023), Nr. 1, S. 42-71
- Velte, Patrick* (Sustainable Governance, 2021): Sustainable Corporate Governance: Integration von Nachhaltigkeit in das Aktien- und Bilanzrecht (Teil I), in: *DB*, 73 (2021), Nr. 20, S. 1054-1062
- Velte, Patrick* (Proxy Advisors, 2020): Proxy Advisors nach ARUG II, in: *AR*, 17 (2020), Nr. 3, S. 44
- Vetter, Jochen* (Say-on-Climat, 2022): Say-on-Climat-Voten international im Trend – Investoren wollen auf den Hauptversammlungen über Klimaschutzaktivitäten befinden – Es sollte kein Formalismus werden, in: *BöZ*, 70 (2022), Nr. 93, S. 9
- Voss, Rüdiger* (Wissenschaftliches Arbeiten, 2022): Wissenschaftliches Arbeiten: ... leicht verständlich! 8., überarb. und erw. Aufl., München: UVK, 2022
- Wehnert, Alex* (Five Boroughs, 2023): Rauch über den Five Boroughs, in: *BöZ*, 71 (2023), Nr. 108, S. 2
- Weller, Marc-Philippe / Hoppmann, Vincent* (ESG Kompetenzen, 2022): Environment Social Governance (ESG) – Neue Kompetenzen der Hauptversammlung? In: *AG*, 67 (2022), Nr. 18, S. 640-647
- Whelan, Tensie / Atz, Ulrich / Van Holt, Tracy / Clark, Casey* (ESG Performance, 2021): ESG and financial performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020, New York: Center of Sustainable Business, Rockefeller Center Asset Management, 2021
- Wilkins, Marco, Klein, Christian* (Transformative Wirkungen, 2021): Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), Berlin: Verbraucherzentrale Bundesverband e.V., 2021
- Willms, Nicole / Stark, Carola* (DCGK-Novelle, 2022): DCGK-Novelle 2022 – Die Rolle des Aufsichtsrats im Transformationsprozess, in: *AR*, (2022), Nr. 7-8, S. 104-106
- Winner, Martin* (Übernahmerecht EU, 2022): Übernahmerecht – Die europäische Perspektive, in: *Veil, Rüdiger / Grigoleit, Hans Christoph / Habersack, Mathias* (Hrsg.), Öffentliche Unternehmensübernahmen – Grundsatz- und Praxisfragen des Übernahmerechts – 20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone, 2022, S. 135-152
- Wulf, Inge / Velte, Patrick* (Kodex Nachhaltigkeit, 2022): Deutscher Corporate Governance Kodex 2022 mit Fokus auf Nachhaltigkeit – Darstellung und kritische Würdigung der Neufassung, in: *StuB*, 21 (2022), Nr. 14, S. 543-550
- Wulsdorf, Helge* (Engagement Kirchenbank, 2020): Die Engagement-Richtlinie aus Sicht einer Kirchenbank – Zentraler Baustein für eine wirkungsorientierte Anlagepolitik, in: *CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage* (Hrsg.), Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken, 2020, S. 127-141

- Zetzsche, Dirk* (ARUG II, 2020): Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG, in: AG, 65 (2020), Nr. 17, S. 637-657
- Zwergel, Bernhard / Wins, Anett / Klein, Christian* (Sustainable Investors, 2019): On the heterogeneity of sustainable and responsible investors, in: JSFI, 9 (2019), Nr. 4, S. 282-294
- Zwick, Yvonne / Jeromin, Kristina* (Hrsg.) (Sustainable Finance, 2023): Mit Sustainable Finance die Transformation dynamisieren – Wie Finanzwirtschaft nachhaltiges Wirtschaften ermöglicht, Wiesbaden: Springer Gabler, 2023

Internetquellen

- Ariva* (Deutsche Postbank, 2015): Deutsche Postbank Aktienchart gesamt, <https://www.ariva.de/deutsche_postbank-aktie> (2015-12-21) [Zugriff: 2023-03-25]
- Azizuddin, Khalid* (Japan reviews, 2023): Japan reviews acting in concert rules to boost shareholder engagement, < <https://www.responsible-investor.com/japan-reviews-acting-in-concert-rules-to-boost-shareholder-engagement/>> (2023-06-03) [Zugriff: 2023-02-26]
- BaFin* (ESMA Whitelist, 2013): Acting in Concert: ESMA veröffentlicht White List <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2013/meldung_131113_esma_whitelist_wa.html> (2013-11-13) [Zugriff: 2023-04-29]
- Charnley, William F. / Young, Marcus A.* (Acting Concert, 2023): UK Takeover Code: Changes to Definition of “Acting in Concert“ – Incoming alterations to the presumptions of the definition of “acting in concert“, <<https://www.kslaw.com/news-and-insights/uk-takeover-code-changes-to-definition-of-acting-in-concert>> (2023-01-23) [Zugriff: 2023-06-20]
- Robeco* (Enel Engagement, 2022): Engagement von Investoren und Enel: eine Erfolgsgeschichte, <<https://e-fundresearch.com/newscenter/102-robeco/artikel/43960-engagement-von-investoren-und-enel-eine-erfolgsgeschichte>> (2022-04-04) [Zugriff: 2023-05-17]
- Schmiady, Hendrik / Naumann, Nico* (Collaborative Engagement, 2023): Collaborative Engagement und die Zurechnung von Stimmrechten: Wann kann es heikel werden? <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2023/fa_bj_2303_Collaborative_Engagement.html> (2023-03-30) [Zugriff: 2023-03-31]

Rechtsquellenverzeichnis

Aktiengesetz (AktG) vom 6.9.1965 (BGBl. I S. 1089) zuletzt geändert durch Gesetz vom 4.1.2023 (BGBl. I Nr. 10)

Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) vom 2.1.2002 (BGBl. I S. 42) zuletzt geändert durch Gesetz vom 7.11.2022 (BGBl. I S. 1982)

Gesetz über den Wertpapierhandel – Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) vom 26.7.1994 (BGBl. I S. 1794) zuletzt geändert durch Gesetz vom 10.12.2022 (BGBl. I S. 2606)

Gesetz über den Wertpapierhandel – Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) vom 26.7.1994 (BGBl. I S. 1794) in der alten Fassung zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.12.2007 (BGBl. I S. 3089)

Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungssetzung) vom 12.8.2008 (BGBl. I S. 1666)

Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.4.1998 (BGBl. I S. 786)

Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) vom 12.12.2019 (BGBl. I S. 2637)

Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.5.2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre (ARRL II) (ABl. L 132 S. 1)

Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie) (ABl. L 390 S. 38)

Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote vom 21.4.2004 (Übernehmerichtlinie) (ABl. L 142 S. 12)

Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.7.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (Aktionärsrechterichtlinie) (ABl. L 184 S. 17)

Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten

Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG Text von Bedeutung für den EWR (Zweite Transparenzrichtlinie) (ABl. L 294 S. 13)

Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie, MAD) (ABl. L 173 S. 179)

Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Zweite Finanzmarktrichtlinie, MiFID II) (ABl. L 173 S. 349)

Vereinte Nationen Resolution 69/315, Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung vom 01.09.2015 (Agenda 2030) (A/RES/69/315)

Vereinte Nationen Übereinkommen von Paris vom 12.12.2015 (UN Treaty Collection, Vol. II, Kap. 27; 7d) (BGBl. II Nr. 26 S. 1082)

Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor vom 27.11.2019 (Offenlegungsverordnung) (ABl. I L 317 S. 1)

Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung, MAR) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 S. 1)

Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission (ESMA-Verordnung) (ABl. L 331 S. 84)

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822) zuletzt geändert durch Gesetz vom 20.7.2022 (BGBl. I S. 1166)

Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit versichere ich, dass die vorliegende Arbeit von mir selbstständig und ohne unerlaubte Hilfe angefertigt worden ist, insbesondere dass ich alle Stellen, die wörtlich oder annähernd wörtlich aus Veröffentlichungen entnommen sind, durch Zitate als solche gekennzeichnet habe. Weiterhin erkläre ich, dass die Arbeit in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner Prüfungsbehörde / Prüfungsstelle vorgelegen hat. Ich erkläre mich damit einverstanden, dass die Arbeit der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird. Ich erkläre mich damit einverstanden, dass die Digitalversion dieser Arbeit zwecks Plagiatsprüfung auf die Server externer Anbieter hochgeladen werden darf. Die Plagiatsprüfung stellt keine Zurverfügungstellung für die Öffentlichkeit dar.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ruppert', written in a cursive style.

Stuttgart, 28.06.2023