

# Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa:

## Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, *Proxy Advisors* und *Whistleblowers*\*

Prof. Dr. HOLGER FLEISCHER, LL.M., Hamburg\*\*

### *Inhaltsübersicht*

ZGR 2011, 155–181

I. Einführung . . . . .	156
II. Aufsichtsräte . . . . .	157
1. Fehlen einer offenen und kritischen Diskussionskultur . . . . .	157
2. Verpflichtung zur externen Evaluierung? . . . . .	157
3. Ernennung eines <i>advocatus diaboli</i> ? . . . . .	161
III. Institutionelle Investoren . . . . .	162
1. Ein Verhaltenskodex für institutionelle Investoren . . . . .	162
2. Der UK Stewardship Code 2010 als Vorreiter . . . . .	163
3. Rechtspolitische Würdigung . . . . .	164
4. Verpflichtung zur Offenlegung der Abstimmungspolitik . . . . .	167
IV. <i>Proxy Advisors</i> . . . . .	169
1. Heimlicher Aufstieg einer neuen Corporate-Governance-Macht . . . . .	169
2. Kritik an der Rolle der <i>Proxy Advisors</i> . . . . .	170
3. Mögliche Regulierungsstrategien . . . . .	172
V. <i>Whistleblowers</i> . . . . .	174
1. Prämien für externes <i>Whistleblowing</i> nach dem Dodd-Frank Act 2010 . . . . .	174
2. Internes <i>Whistleblowing</i> als Bestandteil der Compliance-Organisation . . . . .	175
3. Rechtspolitische Würdigung . . . . .	176
VI. Wesentliche Ergebnisse . . . . .	180

*Der vorliegende Beitrag erörtert Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa, wie sie sich in dem Grünbuch der Europäischen Kommission vom Juli 2010 widerspiegeln. Ein besonderes Augenmerk gilt dem Bedeutungszuwachs neuer Corporate-Governance-Akteure und dem beständigen Wachstum der Corporate-Governance-Industrie. Für Aufsichtsräte wird untersucht, ob sich ihre unterentwickelte Diskussionskultur durch eine Verpflichtung zur externen Evaluierung oder durch Ernennung eines *advocatus diaboli* verbessern lässt. Im Hinblick auf institutionelle Investoren geht es um das Für und Wider eines Verhaltenskodex nach dem Vorbild des UK Stewardship Code 2010. Was *Proxy Ad-**

\* Vortrag auf dem Symposium zu Ehren des 80. Geburtstages von MARCUS LUTTER am 11. Dezember 2010 in Bonn. Die Vortragsform ist beibehalten, der Text etwas erweitert und mit Nachweisen versehen.

\*\* Der Autor ist Direktor am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

*visors anbelangt, werden Regulierungsstrategien zur Eindämmung ihres beträchtlichen Machtzuwachses erwogen. In Bezug auf Whistleblowers steht zur Debatte, ob sich Belohnungsprogramme in Anlehnung an den US-amerikanischen Dodd-Frank-Act 2010 zur Aufdeckung aktien- und kapitalmarktrechtlicher Missstände eignen.*

*This article discusses future trends in German and European Corporate Governance as found in the Commission's Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions released July 2010. Special attention is devoted to new powerful actors in corporate governance and to the incessant rise of the corporate governance industry. On the matter of supervisory boards, consideration is given to whether a more fertile climate for discussion can be created by imposing a compulsory evaluation carried out by an external evaluator or by nominating a devil's advocate. Regarding institutional investors, the question arises whether they should be obliged to sign up to a recognised „stewardship“ code with the UK Stewardship Code 2010 serving as a blueprint. Proxy advisors have tremendous power in the corporate world, and market participants have expressed their concern about the proxy advisor industry due to conflicts of interest and a monopolistic market structure. Possible regulatory counter-strategies are discussed at length. Finally, inspired by the recently introduced bounty program in the US Dodd-Frank-Act 2010, the pros and cons of monetary rewards for whistleblowers in cases of corporate fraud are considered.*

## I. Einführung

Marcus Lutter gehört zu den Pionieren des Europäischen Gesellschaftsrechts. Mit seiner Habilitationsschrift über die Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG hat er schon im Jahre 1964 den Boden für spätere Harmonisierungsschritte bereitet<sup>1</sup> – ein (Lebens-)Thema, zu dem er mehr als vier Jahrzehnte später noch einmal zurückkehren sollte.<sup>2</sup> Sein Sammelwerk zum Europäischen Unternehmensrecht setzt die Sichtung und Systematisierung des seither enorm angewachsenen Rechtsstoffes in regelmäßigen Abständen fort.<sup>3</sup> Hieran anknüpfend möchte ich heute einen Blick in die Kristallkugel des Europäischen Gesellschaftsrechts werfen und nach den Zukunftsthemen der Corporate Governance in Deutschland und Europa fragen. Aktuellen Anlass bietet das Grünbuch der Europäischen Kommission zur Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik vom Juli 2010<sup>4</sup>, dem im zweiten Quartal 2011 ein weiteres Grünbuch zur Corporate Governance in allen börsennotierten Gesellschaften

1 Vgl. LUTTER, Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG, 1964; eingehend dazu auch HOMMELHOFF, Marcus Lutter, in: Grundmann/Riesenhuber, Deutschsprachige Zivilrechtslehrer des 20. Jahrhunderts, Bd. 2, 2010, S. 97, 101 ff.

2 Vgl. LUTTER, Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, 2006.

3 Vgl. LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht, 4. Aufl., 1996.

4 KOM(2010), 284 endg.; ergänzend dazu Commission Staff Working Document, Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the financial crisis, SEC(2010) 669; sowie European Commission, Feedback Statement, Summary of Re-

folgen soll. Einige der dort zur Diskussion gestellten Reformvorschläge werde ich sogleich eingehender besprechen. Unerörtert bleiben zwei Modethemen, die gewiss auf der Reformagenda stehen werden, das Aktienrecht aber mit gesellschaftspolitischen Vorstellungen überfrachten und einer juristischen Analyse daher kaum zugänglich sind: *Diversity* im Aufsichtsrat und *Corporate Social Responsibility*. Mein Vortrag behandelt Aufsichtsräte und ihre externe Evaluierung (II.), institutionelle Investoren und ihre Selbstverpflichtung auf einen *Stewardship Code* (III.), *Proxy Advisors* und ihren wachsenden Einfluss auf das Stimmverhalten der Aktionäre (IV.) sowie *Whistleblowers* und ihre Mobilisierung durch Inaussichtstellen einer Belohnung (V.).

## II. Aufsichtsräte

### 1. Fehlen einer offenen und kritischen Diskussionskultur

Nach verbreiteter Auffassung sind die Aufsichtsräte in Finanzinstituten ihrer Überwachungsaufgabe nicht gerecht geworden. Als eine Schwachstelle hat die Europäische Kommission die zu gering ausgeprägte Diskussionskultur innerhalb dieses Gremiums ausgemacht: Im Aufsichtsrat fehle häufig die Bereitschaft zum offenen Widerspruch und das richtige Klima für eine kritische Reflexion. Sollte dies zutreffen, so ist guter Rat teuer, selbst wenn man mit bestimmungsbedingte Gründe für die Gesprächsarmut im Aufsichtsratsplenum einmal beiseite lässt.

### 2. Verpflichtung zur externen Evaluierung?

Einen Ansatzpunkt für Verbesserungen erblickt die Kommission darin, den Prozess der Leistungsbewertung des Aufsichtsrats stärker zu formalisieren.<sup>5</sup> Insoweit erwägt sie, die Bewertung durch *externe* Prüfer verbindlich vorzuschreiben und deren Ergebnis den Aufsichtsbehörden und/oder den Aktionären zugänglich zu machen.<sup>6</sup> Ähnliche Empfehlungen unterbreitet die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD).<sup>7</sup> Aus

sponses to Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions, November 2010.

5 Vgl. Kommission, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endg., S. 13.

6 Vgl. Kommission, aaO (Fn. 5), S. 14, Ziff. 1.5: „Soll die Bewertung des Funktionierens des Verwaltungsrats durch einen externen Prüfer verbindlich vorgeschrieben werden? Soll das Ergebnis dieser Bewertung den Aufsichtsbehörden und/oder den Aktionären mitgeteilt werden?“; ferner Commission Staff Working Document, aaO (Fn. 4), S. 12 f, Ziff. 2.2.5.

7 Vgl. OECD, Corporate Governance and the Financial Crisis, February 2010, Rdn. 52

Sicht des Deutschen Corporate Governance Kodex – *Marcus Lutter* war bis 2008 Mitglied der Kodex-Kommission – wäre dies ein Novum: Ziff. 5.6, wonach der Aufsichtsrat die Effizienz seiner Tätigkeit regelmäßig überprüfen soll<sup>8</sup>, ist nach Entstehungsgeschichte<sup>9</sup> und Wortlaut der Idee einer *Selbstbewertung* verpflichtet<sup>10</sup>, auch wenn die Mitwirkung Dritter nicht verboten ist. Nach einer aktuellen Erhebung belassen es daher 70,8% der DAX- und MDAX-Aufsichtsräte bei einer Eigenbeurteilung; eine externe Evaluierung erfolgt nur in 16,7%, ein jährlicher Wechsel von interner und externer Durchführung in 12,5% der Fälle.<sup>11</sup>

Die bis heute unterentwickelte Kodex-Vergleichung, eine Subdisziplin der Kapitalmarktrechtsvergleichung, fördert freilich auch alternative Lösungsvorschläge zu Tage: So empfiehlt der *UK Corporate Governance Code* vom Juni 2010 im Anschluss an eine Anregung des offiziösen *Walker-Berichts* zur Corporate Governance in Finanzinstituten<sup>12</sup>, die Bewertung des *board* mindestens alle drei Jahre mit Hilfe eines externen Experten durchzuführen, beschränkt dies allerdings auf die größten 350 Gesellschaften.<sup>13</sup> Auch der französische *AFEP/MEDEF Code* vom April 2010 verweist – anders als der DCGK – ausdrücklich auf die Möglichkeit, bei der förmlichen Evaluierung im Dreijahres-Turnus einen unternehmensfremden Sachverständigen hinzuzuziehen.<sup>14</sup>

und Rdn. 53: „To promote competent boards, it is good practice especially in larger enterprises for board members to have access to training programmes, complemented by periodic, externally facilitated board evaluations. The process and general results of evaluations should be disclosed to shareholders.“

- 8 Zur hohen Akzeptanz dieser Empfehlung v. WERDER/TALAUICAR, DB 2009, 689, 693, Tabelle 5: 100% im DAX; 80% im TecDAX; 97% im MDAX; 90,5% im SDAX; 71,7% im Prime Standard; 82,2% im General Standard; keine neuen Zahlen zu Ziff. 5.6 finden sich im Kodex Report 2010 bei DENS., DB 2010, 853.
- 9 Vgl. BAUMS, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdn. 62: „Das Thema ‚Selbstevaluierung der Arbeit des Board‘ ist eines der zentralen Themen der internationalen Corporate Governance-Debatte. [...] Es sollte der einzurichtenden Kommission zur Entwicklung eines Corporate Governance-Kodex überlassen bleiben zu prüfen, ob sie Empfehlungen zur Selbstevaluierung des Aufsichtsrats in den Code of Best Practice aufnimmt.“
- 10 Dazu auch v. WERDER, in Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, 4. Aufl., 2010, Rdn. 1156.
- 11 Näher EULERICH/WELGE, Der Aufsichtsrat 2010, 106, 107, s. auch FISCHHUBER, ZCG 2008, 76, 77, wonach externe Berater in einem Drittel aller Fälle eingeschaltet werden.
- 12 Vgl. Walker Review, A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, November 2009, Rdn. 4. 30 ff.
- 13 Vgl. B.6.2 UK Corporate Governance Code: „Evaluation of the board of FTSE 350 companies should be externally facilitated at least every three years.“
- 14 Vgl. 9.3 al. 2 AFEP/MEDEF Code: „Une évaluation formalisée doit être réalisée tous les trois ans au moins. Elle peut être mise en oeuvre, éventuellement sous la direction d'un administrateur indépendant, avec l'aide d'un consultant extérieur.“

Was spricht für, was gegen den Kommissionsvorschlag?<sup>15</sup> Zunächst gewährleistet eine externe Evaluierung Objektivität und Unbefangenheit<sup>16</sup>: Sie kann daher auch bei hochprofessionellen Aufsichtsräten blinde Flecken aufdecken, die dem internen Blick verborgen bleiben.<sup>17</sup> Sodann ermöglicht sie wegen des besseren Marktüberblicks des sachverständigen Dritten einen Abgleich mit den Bewertungsverfahren in anderen Unternehmen.<sup>18</sup> Endlich signalisiert sie nach innen und außen die Bereitschaft des Aufsichtsrats zu einer ernsthaften Effizienzprüfung<sup>19</sup>, die über eine unkritische „Nabelschau“ hinausgeht. Andererseits stehen externe Evaluatoren vor einem beträchtlichen Informationsproblem, weil sie den Aufsichtsratssitzungen regelmäßig nicht selbst beiwohnen.<sup>20</sup> Sollen sie ausnahmsweise als „stille“ Beobachter anwesend sein, sind Akzeptanzprobleme bei den Aufsichtsratsmitgliedern nicht ausgeschlossen. Zudem könnte eine solche Dauerbeobachtung als Misstrauensvotum gewertet werden.<sup>21</sup> Weiterhin wohnt jeder intensiven Fremdkontrolle die Gefahr inne, dass sie entgegen der aktienrechtlichen Organisationsverfassung und den Intentionen von Ziff. 5.6 DCGK zu einer „Aufsicht der Aufsicht“ mutiert. Auch klaffen Kosten und Nutzen einer Fremdevaluation gerade bei kleineren Gesellschaften nicht selten auseinander.<sup>22</sup> Schließlich schüfe eine Pflicht zur externen Evaluierung unweigerlich ein neues Beschäftigungsprogramm für Personalberater oder Wirtschaftsprüfer und trüge so zur inzwischen beängs-

15 Zu den Reaktionen auf das Grünbuch in diesem Punkt European Commission, Feedback Statement, aaO (Fn. 4), S. 9: „The majority of the respondents that provided an answer to this question consider that evaluation of the board performance carried out by an independent expert could be a useful tool to assess the board’s performance. There is a general agreement that it should at least be best practice.“.

16 Vgl. Arbeitskreis Externe und Interne Überwachung der Unternehmung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft, DB 2006, 1625, 1632 These 14: „Eine extern moderierte Selbstevaluation gewährleistet Objektivität.“; OECD, aaO (Fn. 7), Rdn. 52: „objective perspective“.

17 Vgl. WONG, Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments, *ssrn.com/abstract=1409370*, S. 9: „Moreover, one-on-one interviews by a skilled facilitator can help to surface significant people and behavioural issues that may otherwise remain hidden and unaddressed.“.

18 Vgl. OECD, aaO (Fn. 7), Rdn. 52: „sharing best practices from other organisations“; SEIBT, DB 2003, 2107, 2110.

19 Vgl. KOFNER, WuM 2009, 97, 106; LENTFER, in Freidank, Corporate Governance und interne Revision, 2008, S. 693, 704; SEIBT, DB 2003, 2107, 2110.

20 Vgl. SEMLER, FS Raiser, 2005, S. 399, 401 f.: „Wer die Effizienz der Aufsichtsrats Tätigkeit beurteilen will, muss ein intimer Kenner des Geschehens sein. Im Allgemeinen werden nur der betroffene Aufsichtsrat selbst und die mitwirkenden Aufsichtsratsmitglieder ein zutreffendes Urteil über die Effizienz ihrer Tätigkeit abgeben können.“.

21 Vgl. in allgemeinerem Zusammenhang v. WERDER/GRUNDEI, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 629, 633.

22 Zur Kostenfrage bei Hinzuziehung externer Dienstleister STRIEDER, Deutscher Corporate Governance Kodex, 2005, S. 130.

tigenden Ausbreitung der Corporate-Governance-Industrie<sup>23</sup> bei – ich erinnere nur an das VorstAG aus dem vergangenen Jahr, das sich für Vergütungsberater als wahre Bonanza erwiesen hat.<sup>24</sup>

M.E. verdient der Vorschlag einer *verbindlichen* Fremdbeurteilung daher keine Unterstützung. Diskussionswürdig erscheint allenfalls eine *Best-Practice-Empfehlung* dahin, im Dreijahresrhythmus eine objektivierte Selbsteinschätzung des Aufsichtsrats mit Hilfe eines externen Moderators durchzuführen.<sup>25</sup> Sie könnte die erwähnte Gefahr einer „Aufsicht der Aufsicht“ verringern und den gesunden Kern einer Selbstevaluation bewahren<sup>26</sup>, ohne ganz auf fremden Sachverstand zu verzichten. Auch insoweit mahnen allerdings die geringe praktische Erfahrung mit Fremdbeurteilungen und das Fehlen empirischer Evidenz für deren Überlegenheit zur Vorsicht.<sup>27</sup> Überdies wären dann zusätzliche Vorkehrungen zur Sicherung der Beraterunabhängigkeit unausweichlich: Der *UK Corporate Governance Code* verlangt beispielsweise eine öffentliche Erklärung dazu, ob zwischen dem *external facilitator* und der Gesellschaft noch weitere Geschäftsbeziehungen bestehen.<sup>28</sup> Unabhängig davon sind Betriebswirtschaftslehre und -praxis aufgerufen, theoretisch wie empirisch fundierte Bewertungskonzepte zu entwickeln und die Kriterien für eine Selbst- oder Fremdevaluation des Aufsichtsrats weiter zu verfeinern. Einvernehmen besteht gegenwärtig nur darüber, dass die Evaluation mit der Sicherung der Compliance und der Überprüfung der Performance zwei verschiedenen Zielen dienen soll.<sup>29</sup> Weiterführend erläutert eine gerade erschienene Monographie zur Evaluation des Aufsichtsrates, dass ein effizient organisierter Entscheidungsprozess dann gegeben ist, wenn die firmenspezifischen Regelungen die Information aller Aufsichtsratsmitglieder gewährleisten (Informations-effizienz), der Aufsichtsrat bei der Entscheidungsfindung intensiv berät und

23 Begriff und Konzept: ROSE, *The Corporate Governance Industry*, 32 J. Corp. L. 887 (2007).

24 Zu den Vergütungsberatern FLEISCHER, BB 2010, 67 m. w. N. auch zum ausländischen und ökonomischen Schrifttum.

25 In diesem Sinne bereits Arbeitskreis Externe und Interne Überwachung (Fn. 16), DB 2006, 1625, 1632: These 15.

26 Dazu auch SEMLER, FS Raiser, S. 399, 402: „Die Selbstevaluierung der eigenen Tätigkeit muss stets eine Eigenbeurteilung (Self Appraisal) sein, sie sollte nicht zu einer Fremdbeurteilung (Peer Review) werden.“

27 Zurückhaltend auch Stellungnahme der Bundesregierung zum Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten, September 2010, S. 7: „Es sollte vielmehr den Unternehmen überlassen bleiben, entsprechend ihrer Größe und Komplexität, die sich auch in der Größe und Zusammenarbeit des Verwaltungsrats widerspiegelt, einen individuell zugeschnittenen Prozess zu entwickeln, mit dem die Effektivität des Kontrollorgans insgesamt und die Qualifikation der einzelnen Mitglieder überprüft werden soll.“

28 Vgl. B.6.2 UK Corporate Governance Code: „A statement should be made available of whether an external facilitator has any other connection with the company.“

29 Dazu v. WERDER, aaO (Fn. 10), Rdn. 1154.

interagiert (Interaktionseffizienz) und die Willensbildung zügig erfolgt (Zeiteffizienz).<sup>30</sup>

### 3. Ernennung eines *advocatus diaboli*?

Wer – wie die Kommission – der Konsenskultur im Aufsichtsrat entgegenwirken will<sup>31</sup>, könnte an einem noch kreativeren Vorschlag Gefallen finden. *Peter Drucker*, Vordenker der modernen Managementlehre, hat in seinem Klassiker über die ideale Führungskraft aus dem Jahre 1967 dargelegt, dass ein erfolgreicher Entscheidungsträger Widerspruch organisiert: „The effective decision-maker organizes disagreement.“<sup>32</sup> Ganz in diesem Sinne hat man in neuerer Zeit verschiedentlich vorgeschlagen, ein Verwaltungsratsmitglied zum *advocatus diaboli* zu ernennen und ihm aufzugeben, Gegenargumente vorzutragen, Fragen zu stellen und Annahmen in Zweifel zu ziehen.<sup>33</sup> Nach seiner Intervention, so das psychologische Kalkül, falle es anderen *board*-Mitgliedern leichter, ihren Standpunkt zu artikulieren.<sup>34</sup>

Auch wenn dieser Vorschlag, der etwa vom derzeitigen *SEC Commissioner Troy Paredes* unterstützt wird<sup>35</sup>, in der Literatur zur Gruppen- und Managementpsychologie breiten Rückhalt findet<sup>36</sup>, dürfte seine praktische Umset-

30 Vgl. DEBUS, Evaluation des Aufsichtsrats. Theoretische Grundlagen und empirische Befunde, 2010, S. 167 (Ergebnis).

31 In diese Richtung zuletzt auch DORALT, FS Hopt, 2010, S. 3059, 3075 ff.

32 DRUCKER, *The Effective Executive*, 1967, S. 143.

33 Vgl. CARTER/LORSCH, *Back to the Drawing Board: Designing Corporate Boards for a Complex World*, 2004, S. 174 f; NALEBUFF/AYRES, *Why Not? How to Use Everyday Ingenuity to Resolve Problems Big and Small*, 2003, S. 6 ff.

34 Vgl. KIEFF/PAREDES, *Perspectives on Corporate Governance*, 2010, S. 96, 110: „Furthermore, once a devil’s advocate speaks up, others on the board and in the senior management ranks may be more comfortable speaking out and contributing their independent views.“

35 Vgl. PAREDES, 32 Fla St. U. L.Rev. 673, 740 ff, 744 (2005): „The key benefit of actually appointing a devil’s advocate, or ‚chief naysayer‘, to challenge the chief executive, as well as to put pressure on deferential members of the management team and the board, is that it institutionalizes dissent within the firm.“

36 Vgl. BAZERMAN, *Judgment in Managerial Decision Making*, 2002, S. 155 ff; DE DREU/WEST, *Minority Dissent and Team Innovation: The Importance of Participation in Decision Making*, 86 J. Applied Psychol. 1191 (2001); HERBERT/ESTES, *Improving Executive Decisions by Formalizing Dissent: The Corporate Devil’s Advocate*, 2 Acad. Mgmt. Rev. 662 (1977); KREY/GALINSKY, *The Debiasing Effect of Counterfactual Mindsets: Increasing the Search for Disconfirmatory Information in Group Decisions*, 91 Organizational Behav. & Hum. Decision Processes 69 (2003); NEMETH ET. AL., *Devil’s Advocate Versus Authentic Dissent: Stimulating Quantity and Quality*, 31 Eur. J. Social Psychol. 707 (2001).

zung auf beträchtliche Schwierigkeiten stoßen<sup>37</sup>: Er setzt nicht nur eine hervorragende Informationsversorgung und fehlende Karriereambitionen des „Chief Naysayer“ voraus<sup>38</sup>, sondern steht und fällt mit dessen *Persönlichkeit*. Rechtliches Institutionendesign stößt hier an seine Grenzen. „Man kann keine narrensicheren Institutionen konstruieren“, hat *Karl Popper* einmal gesagt, „Institutionen sind wie Festungen: Sie müssen klug angelegt *und* richtig bemant sein.“<sup>39</sup> Dies trifft insbesondere auf den Aufsichtsrat zu<sup>40</sup> und führt uns vor Augen, dass der richtigen *Auswahl* der Aufsichtsratsmitglieder letztlich eine Schlüsselrolle zukommt.

### III. Institutionelle Investoren

#### 1. Ein Verhaltenskodex für institutionelle Investoren

Neben den Aufsichtsräten sind die institutionellen Investoren ins Fadenkreuz der Kritik geraten. Ihnen hält die Kommission vor, sie hätten ihre Aufgabe als „verantwortliche Eigentümer“ vor der Finanzmarktkrise vernachlässigt.<sup>41</sup> Statt mäßigend auf das Management einzuwirken, hätten sie sich entweder passiv verhalten oder sogar aktiv zu kurzfristiger Gewinnmaximierung und exzessiver Risikoübernahme ermuntert. Als mögliche Reaktion erwägt die Kommission die Einführung eines Verhaltenskodex für institutionelle Kapitalanleger auf einer „comply or explain“-Basis.<sup>42</sup>

37 Vgl. FLEISCHER, ZHR 172 (2008), 538, 545: „institutionell noch nicht ausgereifter Vorschlag“.

38 Dazu auch KIEFF/PAREDES, aaO (Fn. 34), S. 96, 110 f.

39 POPPER, *Das Elend des Historizismus*, 1965, S. 123.

40 Vgl. bereits FLEISCHER, ZHR 172 (2008), 538, 544 f.: „Allerdings stößt hier selbst der Gesetzgeber an gewisse Grenzen, weil sich geistige und persönliche Unabhängigkeit nur höchst unvollkommen in rechtlichen Kategorien erfassen lässt.“; ähnlich zuletzt WINTER, *European Company Law 7* (2010), 141 f.: „Ultimately, it boils down to a sense of commitment and responsibility that non-executives should have for the fate of the company. Regulation may have an impact here, although not necessarily always positive, but the basis of such commitment lies primarily in the personal and social realm, influenced by world views, frames of reference, and past experience.“.

41 Vgl. Kommission, aaO (Fn. 5), S. 8 f; noch deutlicher Commission Staff Working Document, aaO (Fn. 4), S. 23 f, Ziff. 4.1: „Shareholders do not seem to have fulfilled their role of ‚responsible owners‘, which entails actively monitoring companies and using shareholder rights to ensure long-term viability of companies and improve their corporate governance and strategy.“.

42 Vgl. Kommission, aaO (Fn. 5), S. 18, Ziff. 5.2: „Sollen die institutionellen Anleger auf einen (nationalen der internationalen) Verhaltenskodex wie z. B. das *International Corporate Governance Network* (ICGN) verpflichtet werden?“; zu den Reaktionen European Commission, Feedback Statement, aaO (Fn. 4), S. 17: „The majority of respondents that provided an answer to this question think that institutional investors should



## 2. Der UK Stewardship Code 2010 als Vorreiter

Ein Regelungsvorbild hierfür bietet der *UK Stewardship Code*<sup>43</sup>, dessen Entstehung und Ausgestaltung ich kurz vorstellen möchte: Nach der Finanzmarktkrise hatten Parlamentsabgeordnete den Fondsmanagern bei öffentlichen Anhörungen vorgeworfen, gegenüber den Banken sträflich nachlässig gewesen zu sein.<sup>44</sup> Noch medienrächtiger charakterisierte der damalige *City Minister Lord Myners* institutionelle Investoren als abwesende Gutsbesitzer („absentee landlords“)<sup>45</sup> und malte das Schreckgespenst einer eigentümerlosen Gesellschaft („ownerless corporation“)<sup>46</sup> an die Wand. In eine ähnliche Richtung wies der schon erwähnte *Walker*-Bericht vom November 2009 zur Corporate Governance in Finanzinstituten.<sup>47</sup> Auf seine Empfehlung hin erarbeitete der *Financial Reporting Council*, der zugleich für den *UK Corporate Governance Code* zuständig ist, einen Verhaltenskodex für institutionelle Investoren, der im Juli 2010 veröffentlicht wurde.

Inhaltlich stellt der *Stewardship Code* einen Katalog von sieben Wohlverhaltensregeln auf: Nach *Principle 1* sollen institutionelle Investoren offen legen, in welchem Ausmaß und auf welche Weise sie Aktionärsverantwortung übernehmen. *Principle 2* sieht vor, dass sie Bewältigungsstrategien für kundenbezogene Interessenkonflikte bereithalten und offen legen. Gemäß *Principle 3* sollen sie Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind, aktiv überwachen. *Principle 4* hält institutionelle Investoren an, Richtlinien dafür zu entwickeln, wann sie sich verstärkt in Unternehmensangelegenheiten einmischen. Laut *Principle 5* sollen sie bereit sein, in angemessenen Fällen mit anderen Investoren gemeinsam zu handeln. Nach *Principle 6* sollen institutionelle Investoren über eine klare Stimmrechtsausübungspolitik verfügen und ihr Stimmverhalten offen legen. *Principle 7* sieht abschließend vor, dass sie periodisch gegenüber ihren Kunden über Verantwortungsübernahme und Stimmverhalten berichten.

Wurde die Anwendung des *Stewardship Code* bisher nur empfohlen, so schreibt die Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA seit dem 6. Dezember 2010 zwingend vor, dass im Vereinigten Königreich zugelassene Vermögensverwal-

adhere to a code of best practice, whether to national, European or international code, at least on a ‚comply or explain‘ basis. A number of respondents consider the UK Stewardship Code as being a model for investor codes of best practice.“.

43 Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, July 2010; dazu CHEFFINS, *Modern L. Rev.* 73 (2010), 985; MACNEIL, *Capital Markets L.J.* 5 (2010), 419; MCKER-SIE, *Capital Markets L.J.* 5 (2010), 439; rechtsvergleichend WITTIG, *WM* 2010, 2337, 2342 f.

44 Vgl. HUGHES, *FSA Chief Lambasts Uncritical Investors*, *Financial Times*, March 12, 2009.

45 LORD MYNERS, *Speech at the Association of Investment Companies*, 21 April 2009.

46 LORD MYNERS, *Speech at the IMA Annual Dinner*, 19 May 2009.

47 Vgl. *Walker Review*, aaO (Fn. 12), Recommendation 17.

tungsgesellschaften offen legen, inwieweit sie die Kodexvorgaben einhalten oder von ihnen abweichen.<sup>48</sup> Für andere institutionelle Investoren und ausländische Kapitalanleger bleibt es bei einer unverbindlichen Anwendungsempfehlung ohne Publizitätszwang.

### 3. Rechtspolitische Würdigung

Die britische Regierung feiert den *Stewardship Code* nicht ohne Stolz als „first of its kind in the world and a major step forward“<sup>49</sup>. Sie verspricht sich von ihm nicht weniger als eine Überwindung des Kurzfristenkens am Kapitalmarkt: Der neue Verhaltenskodex soll den Dialog zwischen Verwaltung und Aktionären fördern und dazu beitragen, eine kritische Masse an langfristig orientierten Anlegern zu gewinnen.<sup>50</sup> In eine ähnliche Richtung gehen die Vorüberlegungen der Europäischen Kommission, wenn sie das Leitbild eines verantwortungsvollen Aktieneigentümers ausruft.<sup>51</sup>

Bei alledem werden die Gründe für die traditionelle Passivität institutioneller Investoren zu gering gewichtet.<sup>52</sup> Sie sind zunächst wirtschaftlicher Natur.<sup>53</sup> Aktives Monitoring ist kostspielig: Es rechnet sich nicht für Investoren, die nur eine vergleichsweise geringe Beteiligung an vielen Gesellschaften halten<sup>54</sup>

48 Vgl. Conduct of Business Sourcebook (Stewardship Code) Instrument 2010, FSA 2010/57, 10 November 2010, s. 2.2.3: „A firm, other than a venture capital firm, which is managing investments for a professional client that is not a natural person must disclose clearly on its website or if it does not have a website in another accessible form: (1) the nature of its commitment to the Financial Reporting Council’s Stewardship Code; or (2) where it does not commit to the Code, its alternative investment strategy.“.

49 EDVARD DAVEY, Parliamentary Under-Secretary of State at the Department for Business, Innovation and Skills, Pressemitteilung vom 1. 7. 2010.

50 Vgl. Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, Preface, S. 1: „The Stewardship Code aims to enhance the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of governance responsibilities.“.

51 Vgl. Commission Staff Working Document, aaO (Fn. 4), S. 23: „role of ‚responsible owners‘.“.

52 Eingehend dazu bereits SCHMOLKE, ZGR 2007, 701, 719 ff; vertiefend FLEISCHER/STROTHOTTE, Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa? (demnächst).

53 Näher WONG, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2010, 406: „Why is it so difficult for institutional investors to act as stewards? In essence, it is because stewardship is not in their genetic makeup. Modern investment management practices and characteristics make it extremely hard for an active, long-term ownership mindset to take hold.“.

54 Vgl. WONG, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2010, 406, 407: „One UK pension fund, for example holds shares in most of the 700-plus companies in the UK All Share Index. Meanwhile, a big US pension fund has more than

oder deren Geschäftsmodell auf einer raschen Portfolioumschichtung beruht.<sup>55</sup> In beiden Fällen ist *Exit* und nicht *Voice* die für sie vorzugswürdige Strategie.<sup>56</sup> Zudem entstehen Trittbrettfahrerprobleme, wenn an einer Gesellschaft mehrere Großinvestoren beteiligt sind, da jeder von ihnen auf das Engagement eines der anderen spekuliert.<sup>57</sup> Die jüngere Entwicklung der Aktionärsstruktur in Deutschland, Frankreich und dem Vereinigten Königreich hat beide Probleme noch verschärft, weil die größten *blockholders* ihren Beteiligungsbesitz weiter reduziert haben und an einem börsennotierten Unternehmen heute nicht selten mehrere kleine *blockholders* beteiligt sind.<sup>58</sup>

Hinzu kommen *rechtliche* Schwierigkeiten eines vermehrten Aktionärs-Aktivismus, die bei der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung beginnen und bei den Gefahren eines *Acting in Concert* keineswegs enden.<sup>59</sup> Zu bedenken ist außerdem, dass institutionelle Investoren in erster Linie ihren *beneficiaries* verpflichtet sind<sup>60</sup>: Deren Interessen und Zielvorgaben sind mit denen

5,000 equity holdings in the US alone and a sovereign wealth fund holds shares in 8,000-plus companies globally.“

- 55 Ähnlich MENDOZA/VAN DER ELST/VERMEULEN, *Entrepreneurship and Innovation. The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe*, October 2010, [ssrn.com/abstract=1698352](http://ssrn.com/abstract=1698352), S. 18: „The question arises, for instance, of why should institutional investors be actively engaged with their investment companies if they lack the time, knowledge and a (financial) incentive to do so.“; ferner WINTER, *European Company Law* 7 (2010), 140, 141: „It does not make sense for investors to engage in the governance of companies. They prefer liquidity and immediate return over voting [...]“.
- 56 Vgl. in theoretischer Hinsicht ADMATI/PFLEIDERER, *The ‚Wall Street Walk‘ and Shareholder Activisms: Exit as a Form of Voice*, *Rev. Fin. Stud.* 22 (2009), 2645, 2646: „If a large shareholder is aware that a firm’s management does not act in the best interest of shareholders, it may be rational for the shareholder to follow the so-called ‚Wall Street Rule‘ or ‚Wall Street Walk‘, voting with his feet and selling his shares rather than attempt to be active.“; ferner EDMANS/MANSO, *Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders*, *Rev. Fin. Stud.* 2011 (demnächst); aus empirischer Sicht MCCAHERY/SAUTNER/STARKS, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, March 2010, [ssrn.com/abstract=1571046](http://ssrn.com/abstract=1571046), S. 7: „Our results show that institutional investors are willing to engage in a variety of shareholder activism methods with the most prevalent being ‚exit‘, i.e. voting with their feet by selling their shares (80% of the investors are willing to do this).“.
- 57 Vgl. etwa MCKERSIE, *Capital Markets L.J.* 5 (2010), 439, 440: „First, the very fact of diversified share registers in stock market listed companies means that there is a substantial free rider effect whereby the benefits of successful engagement of those shareholders who are active accrue to all shareholders ratably according to their shareholdings, whereas the costs fall only on those who undertake the engagement.“.
- 58 Zahlenmaterial bei VAN DER ELST, FS Hopt, 2010, S. 629, 633 ff.
- 59 Vgl. bereits FLEISCHER, ZGR 2008, 185, 196 ff; SCHMOLKE, ZGR 2008, 701, 726 ff.
- 60 Angedeutet auch bei MCKERSIE, *Capital Markets L.J.* 5 (2010), 439, 440: „Secondly, those in a position to act as responsible shareholders are in fact themselves in most cases agents of an underlying investor such as a pension fund and its trustees.“.

der Gesellschaft und ihrer Aktionäre keineswegs immer deckungsgleich.<sup>61</sup> Von der treuhänderischen Investmentbeziehung zu den Endanlegern handelt etwa der von *Wolfgang Gerke* und weiteren unabhängigen Experten ausgearbeitete „Deutsche Corporate Governance Kodex für Asset Management Gesellschaften“ aus dem Jahre 2005<sup>62</sup>, und sie spiegelt sich auch in dem vom Bundesverband Investment und Asset Management herausgegebenen Regelbuch für Kapitalanlagegesellschaften wider<sup>63</sup>, das nach einem Rundschreiben der BaFin vom Januar 2010 zur Konkretisierung der Verhaltenspflichten nach § 9 InvG herangezogen wird.<sup>64</sup>

Ferner gehört es zur gerne verdrängten Realität, dass institutionelle Investoren die Ausübung ihrer Aktionärsrechte mangels eigener Ressourcen heute überwiegend auf *Proxy Advisors* delegieren.<sup>65</sup> Hierdurch entstehen neue Prinzipal-Agenten-Konflikte und Machtverschiebungen zugunsten von Marktakteuren, die der Gesellschaft und den anderen Aktionären noch weniger verantwortlich sind als institutionelle Investoren.<sup>66</sup> Auf Einzelheiten ist zurückzukommen.<sup>67</sup> Schließlich besteht gerade in dualistischen Verwaltungssystemen die Gefahr, dass institutionelle Investoren durch eine Aufwertung ihrer Stellung systemwidrig in den Stand eines „Schattenaufsichtsrats“ erhoben werden.<sup>68</sup>

Die Einführung eines *Stewardship Code* stellt nach alledem keine Wunderwaffe zur Überwindung der verbreiteten Passivität institutioneller Investoren dar. Sie offenbart vielmehr Begründungsdefizite in zweierlei Hinsicht: Zum einen ist *aus betriebswirtschaftlicher Sicht* nicht schlüssig dargetan, worin für institutionelle Investoren und ihre Endanleger der „business case“ für vermehrtes Monitoring liegt. Früher oder später werden daher Rufe nach einer *stewardship levy* oder einer Extradividende lauter werden. Die juristischen

61 Vgl. MENDOZA/VAN DER ELST/VERMEULEN, aaO (Fn. 55), S. 18: „Further complicating the matter is that institutional investors owe a fiduciary duty to their own investors which may conflict with corporate governance policies of the investee company.“.

62 Vgl. GERKE, Deutscher Corporate Governance-Kodex für Asset Management-Gesellschaften, 27. April 2005.

63 Vgl. BVI, Handeln im Interesse der Anleger – Regelbuch für Kapitalanlagegesellschaften, August 2010.

64 Vgl. BaFin, E-Mail vom 20. Januar 2010, GZ: WA 41 – Wp2136 – 2008/0009 – BVI-Wohlverhaltensregeln.

65 Vgl. MASOUIROS, *European Company Law* 7 (2010), 195, 198: „The voting research process, that is, the deliberation process resulting in the decision of how to vote, is often outsourced to proxy advisors.“.

66 Vgl. STRINE, 119 *Harv. L. Rev.* 1759, 1765 (2006): „[T]he influence of ISS [= Institutional Shareholder Services] and its competitors over institutional investors' voting behavior is so considerable that [one] will be concerned that any initiative to increase stockholder power will simply shift more clout to firms of this kind – firms even more unaccountable than their institutional investor clients.“.

67 Vgl. unten IV 2.

68 Dazu in einem ähnlichen Zusammenhang FLEISCHER, ZGR 2009, 505, 524 f.

Untiefen, die hier drohen, sind aus der Diskussion um einen Präsenzbonus für die Hauptversammlungsteilnahme nur allzu gut bekannt.<sup>69</sup> Zum anderen vermisst man *aus normativer Sicht* eine Begründung dafür, warum *passive* Investitionsstrategien nach dem „comply or explain“-Modus eines *Stewardship Code* den Makel des Rechtfertigungsbedürftigen tragen sollen. § 54 Abs. 1 AktG verpflichtet den Aktionär wohlbedacht nur zur Zahlung seiner Einlage und trägt damit ganz wesentlich zur Attraktivität dieser Anlageform bei.<sup>70</sup> Nicht ohne Grund sind passiv gemanagte Fonds ein Wachstumssegment.<sup>71</sup> Man könnte zugunsten einer stärkeren Inpflichtnahme allenfalls anführen, wie dies Binnenmarktkommissar *Barnier* kürzlich angedeutet hat, dass die Aktionäre von ihren immer wieder erweiterten Rechten gefälligst Gebrauch machen sollen.<sup>72</sup> Sonst – so mag man zugespitzt hinzufügen – folgt der Aktionärsrechte-Richtlinie bald eine Aktionärspflichten-Richtlinie.

Insgesamt ähnelt der *Stewardship Code* daher nach meinem Eindruck dem notenbankpolitischen Instrument der *moral suasion*: Institutionelle Investoren sollen durch gütliches Zureden zu größerer Einsatzbereitschaft ermuntert werden. Wenn sie es für opportun halten, sich durch eine Gefolgschaftserklärung auf ihrer Website „politisch korrekt“ zu verhalten, dürfte ihnen dies angesichts der wolkigen Formulierung vieler Wohlverhaltensempfehlungen nicht schwer fallen. Ob damit in der Sache viel gewonnen ist oder ob die Einhaltung des Kodex eher auf eine *box ticking exercise* hinausläuft, steht auf einem anderen Blatt.

#### 4. Verpflichtung zur Offenlegung der Abstimmungspolitik

All dies bedeutet allerdings nicht, dass es keinen weiteren Reformbedarf gibt. Vorzugswürdig erscheint mir jedoch eine stärker anreizorientierte Regulierung, die einhergeht mit einem Abbau ökonomischer und juristischer Hindernisse für einen vermehrten Aktionärs-Aktivismus, sofern man sich von ihm Wohlfahrtsgewinne verspricht<sup>73</sup> – eine unausgesprochene, aber nicht ganz un-

69 Näher FLEISCHER, in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., 2010, § 57 Rdn. 16 m. w. N.

70 Vgl. FLEISCHER, aaO (Fn. 69), § 54 AktG Rdn. 1; anschaulich auch LUTTER, in Kölner Komm. AktG, 2. Aufl., 1988, § 54 Rdn. 2, der in Anlehnung an LEHMANN, Recht der Aktiengesellschaften, Bd. 1, 1898, S. 290, von der „Magna Charta“ des Aktionärs spricht.

71 Vgl. WONG, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2010, 406, 410: „Towers Watson predicts that, over the next ten years, the proportion of institutional investor assets allocated to passive investing will increase from 25–33 per cent to 50 per cent.“

72 Tendenziell in diese Richtung auch Walker Review, aaO (Fn. 12), Ziff. 5.7: „On this view, those who have significant rights of ownership and enjoy the very material advantage of limited liability should see these as complemented by a duty of stewardship.“

73 Dazu CHEFFINS, Modern L. Rev. 73 (2010), 1004, 1025: „If calls are made for a more

wichtige Prämisse aller *Stewardship*-Befürworter. Denkbare Einzelschritte wären die schärfere Konturierung des *Acting in Concert*-Konzepts auf europäischer Ebene<sup>74</sup>, die es institutionellen Investoren erleichtern würde, in angemessenen Fällen mit anderen Investoren gemeinsam zu handeln, wie dies *Principle 5* des *UK Stewardship Code* von ihnen fordert, und eine weitere Verbesserung der Rahmenbedingungen grenzüberschreitender Stimmrechtsausübung<sup>75</sup>.

Auch Einzelelemente des *Stewardship Code* sind durchaus diskussionswürdig. Dazu gehört etwa der Vorschlag, institutionelle Investoren zur Offenlegung ihrer Abstimmungspolitik zu verpflichten<sup>76</sup>, der freilich keine britische Erfindung darstellt. Er war bereits im Abschlussbericht der *High Level Group* aus dem Jahre 2002 enthalten<sup>77</sup> und hat Eingang in die Rechtsordnungen mancher Nachbarstaaten gefunden: In Frankreich sind vermögensverwaltende institutionelle Investoren nach dem *Code monétaire et financier* dazu verpflichtet, ihre allgemeine Abstimmungspolitik offen zu legen und jährlich über ihr tatsächliches Stimmverhalten zu berichten.<sup>78</sup> Ähnliches gilt für Portugal.<sup>79</sup> Noch weiter geht der „comply or explain“-Mechanismus des niederländischen Aktienrechts<sup>80</sup>, der seinerseits an Wohlverhaltensregeln für institutionelle Investoren im niederländischen Corporate Governance Kodex anknüpft.<sup>81</sup> Für eine solche Offenlegungspflicht spricht, dass sie eine informierte Investitionsentscheidung der Endanleger fördert und mögliche Interessenkonflikte ans Licht hebt.<sup>82</sup> Ob sie auch das konkrete Stimmverhalten im Einzelfall erfassen soll, bedarf angesichts des zusätzlichen Verwaltungsaufwands und drohender Nachteile für den Börsenkurs bei publik werdenden

intrusive approach to shareholder engagement, it would be prudent for policymakers to scrutinise carefully an assumption that has gone largely unquestioned as debates about corporate governance have proceeded in the UK, namely that shareholder involvement in corporate affairs generates net benefits.“

74 Dazu auch Commission Staff Working Document, aaO (Fn. 4), S. 29, Ziff. 4.2.6.

75 Dazu auch Commission Staff Working Document, aaO (Fn. 4), S. 26, Ziff. 4.1.6.

76 Dazu Kommission, aaO (Fn. 4), S. 18, Ziff. 5.1: „Soll die Offenlegung der Abstimmungsstrategie und des Abstimmungsverhaltens der institutionellen Anleger verbindlich vorgeschrieben werden? In welchem Rhythmus soll ggf. die Bekanntgabe erfolgen?“

77 Vgl. Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts, 4. November 2002, S. 15: „Institutionelle Anleger sollten dazu verpflichtet werden, a) ihre Anlagestrategie und ihre Strategie für die Ausübung von Stimmrechten bei den Gesellschaften, in die sie investieren, offen zu legen [...].“

78 Vgl. Art. L. 533-22 Code monétaire et financier.

79 Vgl. Art. 65(2)(g), 74 Decree-Law No. 252/2003; Art. 81(1) CMVM Regulation no. 15/2003 mit standardisiertem Berichtsformular in Appendix 11.

80 Vgl. sec. 5:86 Wet op het financieel toezicht.

81 Vgl. De Nederlandse corporate governance code, IV.4.4 – IV.4.6.

82 Eingehende Analyse bei SCHMOLKE, EBOR 7 (2006), 767, 803 ff; vertiefend FLEISCHER/STROTHOTTE, aaO (Fn. 52) unter IV.

Konflikten zwischen Großinvestor und Management noch weiterer Diskussion. Quantensprünge in Sachen Corporate Governance darf man von einer Offenlegungspflicht der Abstimmungspolitik freilich nicht erwarten: Empirische Studien zu einer im Jahre 2003 eingeführten Offenlegungspflicht für *mutual funds* in den Vereinigten Staaten<sup>83</sup> haben ergeben, dass sich das tatsächliche Abstimmungsverhalten der Fondsmanager nicht wesentlich geändert hat.<sup>84</sup> Insbesondere haben sie nach Einführung der Offenlegungspflicht nicht häufiger gegen die Verwaltungsvorschläge gestimmt als vorher.

Eine allerletzte Bemerkung zum *Stewardship Code*: Unabhängig davon, was man in der Sache von ihm hält, zeigt sein Beispiel aufs Neue, wie meisterhaft es Politik und Wirtschaft im Vereinigten Königreich verstehen, ihre eigenen Reformkonzepte in Brüssel zu lancieren und als Blaupause für die europäische Diskussion anzupreisen. Ich frage mich, ob es bei dem versammelten Sachverständigen in Deutschland nicht auch *uns* gelingen könnte, mit *eigenen* Ansätzen gelegentlich eine Vorreiterrolle in Europa zu spielen.

#### IV. Proxy Advisors

##### 1. Heimlicher Aufstieg einer neuen Corporate-Governance-Macht

Institutionelle Investoren nehmen ihr Stimmrecht häufig nicht selbst wahr, sondern bedienen sich hierfür sog. *Proxy Advisors*.<sup>85</sup> Diese bieten verschiedene Dienstleistungen an, die von Abstimmungsempfehlungen über die Stimmrechtsvertretung bis hin zur Erstellung von Corporate Governance Ratings reichen.<sup>86</sup> Ihr steiler Bedeutungsaufstieg beruhte zuvörderst auf dem erhöhten Rechtfertigungsdruck, dem sich institutionelle Kapitalanleger allenthalben

83 Vgl. Rule 30b1-4 des Investment Company Act 1940; dazu HAZEN, *Treatise of The Law of Securities Regulation*, 6th ed. 2009, § 10.2[3] [H], S. 77 f; LOSS/SELIGMAN/PAREDES, *Securities Regulation*, 4th ed. 2006, S. 372 f.

84 Vgl. CREMERS/ROMANO, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Regulation*, October 2009, [ssrn.com/abstract=1498950](http://ssrn.com/abstract=1498950), S. 33: „We do not find evidence that the rule altered mutual funds' behaviour as predicted by the rule's advocates and as perhaps feared by its opponents: support for management did not decline after the rule's implementation.“.

85 Vgl. BELINFANTI, 14 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 384, 394 (2009): „Institutional investors' reliance on proxy advisors has become a permanent and central feature of today's corporate vote.“; CHOI/FISCH/KAHAN, 59 *Emory L.J.* 869, 870 (2010): „Institutional investors, which hold an increasing percentage of the shares of U.S. companies, wield substantial voting power but often lack the appropriate incentives to cast informed ballots with respect to their portfolio companies. Instead, many institutional investors employ the services of proxy advisors to assist them in exercising their voting rights.“.

86 Näher zuletzt SEC, *Concept Release on the U.S. Proxy System*, July 14, 2010, S. 106; zuvor bereits US Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings*,

ausgesetzt sahen.<sup>87</sup> Als Katalysator wirkte zudem die bereits erwähnte Änderung des US-amerikanischen *Investment Companies Act* aus dem Jahre 2003, nach der Investmentfonds verpflichtet sind, ihr Stimmverhalten und ihre Stimmrechtspolitik jährlich offen zu legen.<sup>88</sup> Diese zusätzlichen Verpflichtungen und das immer größere Portfolio institutioneller Investoren ließen die Nachfrage nach professioneller Beratung in die Höhe schnellen.<sup>89</sup> Ein neuer Marktakteur betrat die Bühne der Corporate Governance: der *Proxy Advisor*.

Heute weist der *Proxy-Advisor*-Markt eine noch höhere Konzentration auf als der für Ratingagenturen oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Unangefochtener Marktführer ist *Institutional Shareholder Services (ISS)*<sup>90</sup>: Im Jahre 1985 gegründet, wurde das Unternehmen 2007 durch die *RiskMetrics*-Gruppe übernommen, die ihrerseits im Juni 2010 mit dem Finanzdienstleister *MSCI* fusionierte. Nach eigenen Angaben sprach das Unternehmen im Jahre 2009 Abstimmungsempfehlungen für mehr als 37.000 Hauptversammlungen in 108 Ländern aus aller Welt aus.<sup>91</sup> Den damit verbundenen Einfluss hat Delawares *Vice Chancellor Leo Strine* kürzlich wie folgt umschrieben: „[P]owerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues like proposed mergers, executive compensation, and poison pills. They do so because the CEOs recognize that some institutional shareholders will simply follow ISS’s advice rather than do any thinking of their own.“<sup>92</sup>

## 2. Kritik an der Rolle der Proxy Advisors

Der enorme Machtzuwachs der *Proxy Advisors* ist diesseits und jenseits des Atlantiks nicht unbemerkt geblieben.<sup>93</sup> Sowohl die Europäische Kommission

Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, June 2007, S. 1 ff.

87 Vgl. VERDAM, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, December 2006, [ssrn.com/abstract=978835](http://ssrn.com/abstract=978835), S. 2: „As a result of the pressure on institutional investors to play an active shareholder role and the multitude of work this entails, they increasingly make use of proxy advisory services or voting services, which help institutional investors exercise the rights of control attendant to the shares held by them.“

88 Vgl. BELINFANTI, 14 Stan. J.L. Bus. & Fin. 384, 392 (2009): „The watershed moment for the proxy advisory industry came with the passage of the 2003 SEC Rule that required mutual funds to disclose their complete voting records annually.“; DIAMOND/YEVME-NENKO, 3 Bloomberg Corporate L.J. 606, 607 (2008).

89 Vgl. DIAMOND/YEVME-MENKO, 3 Bloomberg Corporate L.J. 606, 608 (2008).

90 Eingehend zur Entwicklung von ISS ROSE, 32 J. Corp. L. 887, 899 ff. (2007).

91 Vgl. BELINFANTI, Cayman Financial Review, July 28, 2010; s. auch RiskMetrics Group Inc., Form 10-k, February 24, 2010.

92 STRINE, 30 Del. J. Corp. L. 673, 688 (2005).

93 Vgl. MASOUIROS, European Company Law 7 (2010), 195, 199: „The market conditions



als auch die SEC beginnen sich allmählich für die *Proxy-Advisor*-Industrie zu interessieren, nachdem sich die Beschwerden zuletzt häuften. Kritik im akademischen Schrifttum (als frühen Mahner nenne ich hierzulande *Uwe H. Schneider*<sup>94</sup>) und seitens der Emittenten entzündet sich an sechs verschiedenen Punkten. *Erstens* wittert man schwere Interessenkonflikte, weil *RiskMetrics* nicht nur Investoren berät, sondern Emittenten zugleich sein Corporate Governance Rating anbietet.<sup>95</sup> „Creating a governance test and then selling the answers“<sup>96</sup>, kommentiert die *Washington Post* dieses Doppelspiel. *Zweitens* wird bemängelt, dass *Proxy Advisors* Abstimmungsempfehlungen mitunter auf unvollständiger oder falscher Informationsgrundlage abgeben.<sup>97</sup> Ein *dritter* Einwand zielt auf den „one-size-fits-all“-Ansatz, der sich wegen der marktbeherrschenden Stellung von *RiskMetrics* überall durchsetzt und Corporate-Governance-Innovationen kaum Raum lässt.<sup>98</sup> *Viertens* wird hervorgehoben, dass sich *Proxy Advisors* – anders als andere Marktintermediäre – in einem regulatorischen Vakuum bewegten und außer ihren Mandanten niemandem rechenschaftspflichtig seien.<sup>99</sup> Dies sei *fünftens* umso bedenklicher, als sie die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung ohne nennenswerte Risikoexposition und frei von treuhänderischen Pflichten gegenüber

and the regulatory vacuum, in which proxy advisors function, give them tremendous power in the corporate world effectively making management to want to ingratiate themselves more with the proxy advisors rather than with the shareholders.“; ähnlich DIAMOND/YEV MENENKO, 3 *Bloomberg Corporate L.J.* 606 (2008): „In light of this perceived influence, companies go to significant lengths to avoid conflicts with proxy advisors by seeking their guidance in advance on management proposals and by conforming proposals to the proxy advisor’s published guidelines.“.

- 94 Vgl. SCHNEIDER, *EuZW* 2006, 289; SCHNEIDER/ANZINGER, *NZG* 2007, 88; zuletzt VAUPEL, *AG* 2011, 63.
- 95 Vgl. SEC, aaO (Fn. 86), S. 116: „Perhaps the most frequently raised concern about the proxy advisory industry relates to conflicts of interest.“.
- 96 STARKMAN, *Washington Post*, 23 January, 2006, *A Proxy Advisor’s Two Sides*.
- 97 Vgl. SEC, aaO (Fn. 86), S. 118: „Some commentators have expressed the concern that voting recommendations by proxy advisory firms may be made based on materially inaccurate or incomplete data, or that the analysis provided to an institutional client may be materially inaccurate or incomplete.“; VERDAM, aaO (Fn. 87), S. 8: „However, when describing companies’ individual circumstances, serious mistakes are sometimes made.“; aus deutscher Sicht VAUPEL, *AG* 2011, 63.
- 98 Dazu ROSE, 32 *J. Corp. L.* 887, 918 (2007): „An inflexible, standardized governance checklist used to determine whether a company is appropriately governed or whether shareholders should approve a particular proposal will invariably fail to adequately analyze the governance structure or proposal, and will also serve to stifle potentially beneficial governance innovations. The overwhelming market power of ISS underscores this concern.“; ferner SEC, aaO (Fn. 86), S. 119.
- 99 Vgl. CHOI/FISH/KAHAN, 59 *Emory L.J.* 869, 872 (2010): „This influence is troubling in light of the limited accountability of proxy advisors.“; MASOUIROS, *European Company Law* 7 (2010), 195, 199: „regulatory vacuum“.

der Gesellschaft und deren Aktionären beeinflussten.<sup>100</sup> *Sechstens* ziehen böse Zungen sogar die Corporate-Governance-Kompetenz von *RiskMetrics* und Konsorten in Zweifel: *Proxy Advisors* folgten häufig nur der jährlich wechselnden Corporate-Governance-Mode und betrieben eine Art methodisches *Churning* zur Erhöhung ihrer Honorareinnahmen.<sup>101</sup>

### 3. Mögliche Regulierungsstrategien

Was ist von dieser wachsenden Kritik zu halten? Wie bei allen Rufen nach vermehrter Regulierung empfiehlt sich zunächst die Schaffung einer verlässlichen Tatsachengrundlage. Hier herrscht noch beträchtlicher Nachholbedarf.<sup>102</sup> Ein Beispiel: Während ökonomische Kommentatoren schätzen, dass *RiskMetrics* allein imstande ist, bis zu 30% aller abgegebenen Stimmen zu beeinflussen<sup>103</sup>, veranschlagt eine neue Untersuchung US-amerikanischer Juraprofessoren den Einfluss auf nur 6 bis 10%, wenn man zwischen Korrelationen und Kausalitäten unterscheidet.<sup>104</sup> Ich plädiere also zunächst für eine umfassende und vorurteilsfreie Bestandsaufnahme des *Proxy-Advisor*-Marktes.

Sollten sich die genannten Vorwürfe bei näherer Prüfung ganz oder teilweise erhärten, steht ein regulatorischer Instrumentenkasten zur Verfügung, den man bei anderen Informationsintermediären im Aktien- und Kapitalmarkt-

100 Vgl. BELINFANTI, 14 Stan. J.L. Bus. & Fin. 384, 422 (2009); STRINE, 119 Harv. L. Rev. 1759, 1765 (2006): „Unlike corporate managers, neither institutional investors as stockholders nor ISS as a voting advisor owe fiduciary duties to the corporations whose policies they seek to influence.“.

101 Näher ROSE, 32 J. Corp. L. 887, 915 (2007): „Corporate governance ratings firms continually update and retool their services, in part to remain competitive and be at the cutting edge of governance knowledge, but perhaps also because it is simply good business. Every time a new governance fashion appears, a governance ratings agency can retool and advertise the need for companies and shareholders to respond to the change. Methodology churn will ultimately sell more services [...]“; kritisch auch die empirische Studie von DAINES/GOW/LARCKER, Journal of Financial Economics 98 (2010), 439, 460: „We examine the ability of ratings produced by RiskMetrics/ISS, GovernanceMetrics International, and the Corporate Library to predict future restatements, security litigation, and firm performance. We find that these governance ratings have either limited or no success in predicting firm performance or other outcomes of interest to shareholders.“.

102 Dazu CHOI/FISH/KAHAN, 59 Emory L.J. 869, 878 (2010): „Yet, despite the assertions that proxy advisors are powerful, little systematic study of their actual influence on shareholder votes has been conducted. Only a handful of academic papers analyse ISS recommendations empirically.“.

103 Vgl. BETHEL/GILLAN, Fin. Mgmt, Winter 2002, 29, 30; CAI/GARNER/WALKLING, Journal of Finance 64 (2009), 2389, 2404.

104 Vgl. CHOI/FISH/KAHAN, 59 Emory L.J. 869, 906 (2010).

recht bereits erprobt hat.<sup>105</sup> Interessenkonflikte bekämpft man zunächst mit gesetzlichen Offenlegungspflichten<sup>106</sup>, äußerstenfalls mit einer obligatorischen Trennung von Stimmrechtsempfehlung für institutionelle Investoren einerseits und Corporate-Governance-Beratung für Emittenten andererseits.<sup>107</sup> Alternativ könnte man an einen branchenweiten oder firmeneigenen Verhaltenskodex denken<sup>108</sup> – ein Weg, den *RiskMetrics* mit seinem *Regulatory Code of Ethics* zuletzt beschritten hat.<sup>109</sup> Ob die hierin vorgesehene rechtliche, funktionale und räumliche Trennung beider Geschäftsbereiche ausreicht, kann – wie stets beim Einsatz von *Chinese Walls* – unterschiedlich beurteilt werden.<sup>110</sup>

Zur Vermeidung von Unrichtigkeiten bei einer Abstimmungsempfehlung könnte man von den *Proxy Advisors* verlangen, dem Emittenten eine vorherige Überprüfungsmöglichkeit einzuräumen<sup>111</sup> – ein Prozedere, gegen das sich die Branche bisher überwiegend sperrt.<sup>112</sup> Wer einen noch strengeren regulatorischen Zugriff für geboten hält, mag erwägen, *Proxy Advisors* – ebenso wie Ratingagenturen – unter aufsichtsbehördliche Kuratel zu stellen.<sup>113</sup> Wettbewerbskräfte dürften dagegen hier noch weniger disziplinierend wirken als bei den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften: Zum einen bestehen durch *First-Mover*-Vorteile und Netzwerkexternalitäten hohe Marktzutrittsschran-

105 Vgl. zuletzt für Vergütungsberater FLEISCHER, BB 2010, 67, 72 ff. m. w. N.

106 In allgemeinem Zusammenhang jüngst CHURCH/KUANG, 38 J. Legal Stud. 505 (2009): „Conflicts of interest may compromise individuals independence in providing advisory services. Full disclosure is a commonly recommended remedy for the adverse effect of conflicts of interest.“

107 Dazu VERDAM, aaO (Fn. 87), S. 23: „It is in this light, too, that I voiced objections to the combination by ISS of issuing voting recommendations to shareholders on the one hand and advising companies on their corporate governance structure and proposals to be made by them on the other. In my view these two types of services should not go together.“

108 Vgl. Millstein Center for Corporate Governance and Performance, Policy Briefing No. 3: Voting Integrity: Practices for Investors and the Global Proxy Advisory Industry, 2009, S. 17: „For proxy advisors, the Center recommends one approach to fortifying safeguards: a code of professional ethics for the governance industry modeled on similar codes for other industries.“; s. auch den dort vorgestellten Kodexvorschlag im Anhang A.

109 Vgl. RiskMetrics, Regulatory Code of Ethics, August 2009: „E. Preventing and Disclosing Conflicts of Interest at ISS“.

110 Zurückhaltend VERDAM, aaO (Fn. 87), S. 15.

111 Vgl. SEC, aaO (Fn. 80), S. 122.

112 Vgl. VERDAM, aaO (Fn. 87), S. 13: „ISS do not – to my knowledge – submit their recommendations or reports to the companies concerned for a correction, if necessary, of factual errors or for other comments, as some other proxy advisors do.“

113 In diese Richtung MASOUIROS, European Company Law 7 (2010), 195, 203; s. auch BELINFANTI, 14 Stan. J.L. Bus. & Fin. 384, 431 ff. (2009) unter der Zwischenüberschrift „SEC Oversight and Regulation“.

ken<sup>114</sup>; allein *Glass Lewis* mit einem Marktanteil von 36% scheint dem Platzhirsch *RiskMetrics* mit einem Marktanteil von über 61% noch Paroli bieten zu können; zum anderen haben Fondsmanager wenig Interesse daran, zu einem anderen Dienstleister zu wechseln, weil die Befolgung der Abstimmungsempfehlungen von *RiskMetrics* für sie eine Form von Versicherung gegen aufsichtsbehördliche Kritik darstellt.<sup>115</sup>

## V. Whistleblowers

### 1. Prämien für externes Whistleblowing nach dem Dodd-Frank Act 2010

Zum Schluss ein letzter Farbtupfer, der nicht dem Grünbuch der Kommission, sondern dem US-amerikanischen *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* vom Juli 2010 entstammt. Wer nicht nur *Jonathan Frantzen*, sondern auch *John Grisham* liest, kennt aus dem Schmöcker „Der Partner“ den sog. *False Claims Act* von 1863<sup>116</sup>, auch *Lincoln's Law* genannt<sup>117</sup>: Ein *Whistleblower* kann danach im Namen des Staates eine versiegelte Zivilklage gegen Unternehmen einreichen, die wissentlich unberechtigte Forderungen gegen den Staat erhoben haben. Tritt die Regierung der Klage bei, so stehen dem *Whistleblower* 10 bis 30% einer später zugesprochenen Schadensersatzsumme zu.<sup>118</sup> Ein Großteil dieser sog. *qui tam*-Klagen<sup>119</sup>, die dem Staat jährlich Milliardenereinnahmen bescherten<sup>120</sup>, richtete sich früher gegen die Rüstungs-

114 Dazu BELINFANTI, 14 Stan. J.L. Bus. & Fin. 384, 411 ff. (2009).

115 Vgl. STRINE, 30 Del. J. Corp. L. 673, 688 (2005): „Following ISS constitutes a form of insurance against regulatory criticisms, and results in ISS having a large sway in the affairs of American corporations.“.

116 Vgl. etwa FINEGAN, 111 Penn St. L. Rev. 625, 641 (2007): „The False Claims Act was enacted during the Civil War to address and prevent rampant fraud on the government perpetrated by army contractors.“.

117 Näher BOESE, *Civil False Claims and Qui Tam Actions*, 3d ed. 2007, S. 1–3; ferner STENGLE, 33 Del. J. Corp. L. 471, 478 (2008): „President Abraham Lincoln enthusiastically supported the legislation to such an extent that it became known as ‚Mr. Lincoln's Law‘.“.

118 Zur generellen Wirkungsweise des *False Claims Act* etwa FINEGAN, 111 Penn St. L. Rev. 625, 627 f (2007); zu seinen Tatbestandsvoraussetzungen STENGLE, 33 Del. J. Corp. L. 471, 475 (2008).

119 Abgeleitet vom lateinischen „qui tam pro domino rege quam pro se ipso in hac parte sequitur“ („wer in dieser Sache für den König klagt, klagt wie für sich selbst“); ausführlich zum Konzept der *qui tam*-Klagen, ihren Ursprüngen im römischen Recht und der Entwicklung in England und den Vereinigten Staaten BECK, 78 N. C. L. Rev. 539 (2000).

120 Umfangreiches Zahlenmaterial bei Taxpayers Against Fraud Education Fund, The False Claims Act Legal Center, <http://www.taf.org/FCAAstats2009.pdf>; anschaulich auch ROSENBERG, 37 Pub. Cont. L.J. 271, 276 f (2008).

und heute gegen die Pharmaindustrie.<sup>121</sup> Den Rekord hält ein Vergleich vom September 2009, in dem sich der Pharmakonzern *Pfizer* mit den *qui tam*-Klägern auf eine Zahlung von 1 Mrd. \$ geeinigt hat.<sup>122</sup>

Im Kapitalmarktrecht werden inzwischen ähnliche Regulierungsstrategien erprobt. Nach einer Vorläuferregelung aus dem Jahre 1988, die der SEC erlaubte, Prämien von bis zu 10% an Informanten zu zahlen<sup>123</sup>, hat der *Dodd-Frank Act* das traditionelle Belohnungsmodell des *False Claims Act* beträchtlich ausgebaut: Gemäß der neu eingefügten sec. 21F des *Securities Exchange Act* erhalten *Whistleblowers* eine Prämie zwischen 10 und 30%, wenn eine von ihnen gelieferte *original information* dazu führt, dass die SEC gegen rechtswidrig handelnde Marktakteure eine Geldbuße von mindestens 1 Mio. \$ verhängt.<sup>124</sup>

## 2. Internes Whistleblowing als Bestandteil der Compliance-Organisation

Hierzulande hat man den Zusammenhang zwischen *Whistleblowing* und Corporate Governance ebenfalls erkannt.<sup>125</sup> Allerdings gilt die Hauptaufmerksamkeit bisher nicht dem *externen*, sondern dem *internen Whistleblowing*: Die Einrichtung einer anonymen Beschwerdestelle (vulgo: *Whistleblower-Hotline*) gehört inzwischen zu den Kernelementen einer Compliance-Organisation<sup>126</sup>, auch wenn in Deutschland – im Gegensatz zu sec. 301 des US-amerikanischen *Sarbanes-Oxley Act*<sup>127</sup> – keine gesetzliche Pflicht zur Einführung eines *Whistleblower*-Systems besteht.<sup>128</sup> Anders als in den Vereinigten Staaten, wo sec. 806 des *Sarbanes-Oxley Act* einen Informantenschutz vor

121 Vgl. FINEGAN, 111 Penn St. L. Rev. 625, 657 ff (2007); RICH, 76 U. Cin. L. Rev. 1233, 1245 (2008).

122 Für eine vollständige Liste Taxpayers Against Fraud Education Fund (Fn. 120), Top False Claims Act Cases by Award Amount.

123 Näher ROSENBERG, 37 Pub. Cont. L.J. 271, 278 ff (2008).

124 Vgl. sec. 21F. Securities Whistleblower Incentives and Protection.

125 Vgl. etwa BERNDT/HOPPLER, Whistleblowing – ein integraler Bestandteil effektiver Corporate Governance, BB 2005, 2623; WEBER-REY, Whistleblowing zwischen Corporate Governance and Better Regulation, AG 2006, 406.

126 Näher KREMER/KLAHOLD, in Krieger/Schneider, Handbuch Managerhaftung, 2. Aufl., 2010, § 21 Rdn. 56 ff.

127 Vgl. sec. 301. Public Company Audit Committees. [...] (4) Complaints. Each audit committee shall establish procedures for (A) the receipt, retention, and treatment of complaints received by the issuer regarding accounting, internal accounting controls, or auditing matters; and (B) the confidential, anonymous submission by employees of the issuer of concerns regarding questionable accounting or auditing matters.“; rechtsvergleichend MAUSHAKE, Audit Committees, Prüfungsausschüsse im US-amerikanischen und deutschen Recht, 2009, S. 158 f, 484 ff.

128 Dazu DRYGALA, in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., 2010, § 111 Rdn. 42: „Eine Rechtspflicht zur Einführung von Whistleblower-Systemen besteht nicht, vielmehr ist dafür der Vorstand im Rahmen seines Organisationsermessens verantwortlich. Ist ein Whist-

Diskriminierung und Herabsetzung eingeführt hat<sup>129</sup>, fehlen in Deutschland zudem spezielle *Whistleblower*-Schutzgesetze für Arbeitnehmer. Der Regierungsentwurf eines neuen § 612a BGB aus dem Jahre 2008<sup>130</sup> ist nicht Gesetz geworden.<sup>131</sup> Es bleibt daher bei der nicht einheitlichen und stark einzelfallbezogenen Rechtsprechung des BVerfG<sup>132</sup> und des BAG<sup>133</sup> zum Kündigungsschutz beim *Whistleblowing*.<sup>134</sup> Beamte befinden sich demgegenüber in einer privilegierten Position: Nach § 37 Abs. 2 des Beamtenstatusgesetz von 2009 dürfen sie neben den Katalogstraftaten des § 138 StGB auch Korruptionsstraftaten nach §§ 331 ff. StGB direkt bei der Staatsanwaltschaft anzeigen, ohne damit ihre Treue- oder Verschwiegenheitspflicht zu verletzen.<sup>135</sup>

### 3. Rechtspolitische Würdigung

Empfiehlt es sich in Deutschland und Europa, zur Aufdeckung aktien- und kapitalmarktrechtlicher Missstände verstärkt auf *Bounty*-Programme nach dem Vorbild des *Dodd-Frank Act* zu setzen? Die Frage ist zu vielschichtig, als dass ich sie hier in wenigen Sätzen beantworten könnte. Eine fundierte Analyse müsste ausführlicher auf rechtskulturelle und rechtsethische Unter-

leblower-System eingerichtet, so trifft den Aufsichtsrat allerdings insoweit eine Überwachungspflicht wie in Bezug auf die Compliance-Organisation.“

129 Vgl. sec. 806. Protection for Employees of Publicly Traded Companies who Provide Evidence of Fraud; eingehend dazu DWORKIN, 105 Mich. L. Rev. 1757 (2007); MOWREY/CASH/DICKENS, 1 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 431 (2010).

130 Vgl. den gemeinsamen Vorschlag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz, des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales und des Bundesministeriums der Justiz über eine Neufassung des § 612a BGB (Anzeigerecht): (1) Ist ein Arbeitnehmer aufgrund konkreter Anhaltspunkte der Auffassung, dass im Betrieb oder bei einer betrieblichen Tätigkeit gesetzliche Pflichten verletzt werden, kann er sich an den Arbeitgeber oder eine zur innerbetrieblichen Klärung zuständige Stelle wenden und Abhilfe verlangen. Kommt der Arbeitgeber dem Verlangen nach Abhilfe nicht oder nicht ausreichend nach, hat der Arbeitnehmer das Recht, sich an eine zuständige außerbetriebliche Stelle zu wenden. (2) Ein vorheriges Verlangen nach Abhilfe ist nicht erforderlich, wenn dies dem Arbeitnehmer nicht zumutbar ist. Unzumutbar ist ein solches Verlangen stets, wenn der Arbeitnehmer aufgrund konkreter Anhaltspunkte der Auffassung ist, dass 1. aus dem Betrieb eine unmittelbare Gefahr für Leib oder Gesundheit von Menschen oder für die Umwelt droht, 2. der Arbeitgeber oder ein anderer Arbeitnehmer eine Straftat begangen hat, 3. eine Straftat geplant ist, durch deren Nichtanzeige er sich selbst der Strafverfolgung aussetzen würde, 4. eine innerbetriebliche Abhilfe nicht oder nicht ausreichend erfolgen wird.“

131 Dazu KORT, FS Kreutz, 2010, S. 247, 251 ff.; STEINKÜHLER/RAIF, AuA 2008, 406.

132 Vgl. BVerfG NJW 2001, 3474.

133 Vgl. BAG NZA 2004, 427; NZA 2007, 502.

134 Eingehende Analyse zuletzt bei KORT, FS Kreutz, S. 247, 252 ff.

135 Näher KIRÁLY, Der Beamte als Whistleblower, DÖV 2010, 894.

schiede in der Bewertung des *Whistleblowing* eingehen: Während in den Vereinigten Staaten tendenziell das rechtmäßige Handeln des *Unternehmens* im Vordergrund steht, scheint in Deutschland – ebenso wie in Frankreich<sup>136</sup> – das harmonische Verhältnis der Mitarbeiter *untereinander* sowie das Verhältnis der Mitarbeiter zum Arbeitgeber eine größere Rolle zu spielen.<sup>137</sup> Außerdem stößt das *Whistleblowing* hierzulande wegen der schmerzlichen Erfahrungen mit dem Denunziantentum während der Nazizeit und des Stasiregimes noch immer auf erhebliche Vorbehalte<sup>138</sup>, wohingegen das *Time Magazine* im Jahre 2002 die *Whistleblowers* sogar zu „Persons of the Year“ ausgerufen hat.<sup>139</sup>

Ich belasse es hier dabei, einige Risiken und Chancen von *Bounty*-Programmen zu nennen. Denkbare Einwände sind die folgenden: *Erstens* werden manche Missstände auch ohne Inaussichtstellen einer Belohnung angezeigt, sei es aus Pflichtbewusstsein oder Rachsucht.<sup>140</sup> *Zweitens* nimmt mit der Attraktivität der Belohnung zugleich die Missbrauchsgefahr durch opportunistische Informanten zu<sup>141</sup>: Dem räuberischen Aktionär folgt dann womöglich der räuberische *Whistleblower*. *Drittens* können Medienberichte aufgrund unrechtmäßiger Anzeigen dem Ruf eines Unternehmens schweren Schaden zufügen.<sup>142</sup> *Viertens* halten *Whistleblowers* ihre Informationen unter Umständen ungebührlich lange zurück, um ihre Beweissituation zu verbessern und wegen des ständig steigenden Schadens eine höhere Belohnung zu erhalten.<sup>143</sup> *Fünftens* drohen staatliche Prämien die Wirksamkeit unternehmensinterner Compliance-Programme zu beeinträchtigen, weil Unternehmensangehörige dann womöglich geneigt sind, sich nicht an die *Whistleblower-Hotline* des Unterneh-

136 Ausführlich zuletzt BARRIÈRE, *Le whistleblowing*, *Rev. soc.* 2010, 483.

137 Vgl. BERNDT/HOPPLER, *BB* 2005, 2623; KORT, *FS Kreutz*, S. 247, 250.

138 Dazu MAHNHOLD, *NZA* 2007, 737; WISSKIRCHEN/KÖRBER/BISSELS, *BB* 2006, 1567, 1569 f; für ein Beispiel aus der Rechtsprechung LAG Düsseldorf, *DB* 2006, 162, 163 zu den Ethikregeln von Wal-Mart: „Tatsächlich konkretisiert die Arbeitgeberin jedoch nicht bloß die arbeitsvertragliche Treuepflicht des Arbeitnehmers, sondern ermuntert die Mitarbeiter, ihre Arbeitskollegen zu ‚denunzieren‘.“

139 Vgl. *Time Magazine*, December 30, 2002, Cover mit Bildern von *Cynthia Cooper* (WorldCom), *Coleen Rowley* (FBI) und *Sherran Watkins* (Enron).

140 Vgl. MACEY, 105 *Mich. L. Rev.* 1899, 1907 (2007): „Disgruntled employees are more likely to engage in whistleblowing than other employees, and revenge is often a common feature in whistleblower cases.“

141 Vgl. HOWSE/DANIELS, in Daniels/Morck, *Corporate Decision-Making in Canada*, 1995, S. 525, 526 f.

142 Vgl. BÜRKLE, *DB* 2004, 2158, 2159.

143 Vgl. DEPOORTER/DE MOT, 14 *Sup. Ct. Econ. Rev.* 135, 160 (2006): „These factors indicate that the private timing for whistle blowing might be socially sub-optimal: it might be in the interest of the whistle blower to stall in order to reduce uncertainty (gathering additional evidence) and increase the expected payoff (bigger fraud provides larger remuneration), while the government incurs further losses as the fraudulent activities develop with time.“

mens, sondern direkt an die Aufsichtsbehörden zu wenden.<sup>144</sup> Dies wäre aus Unternehmenssicht misslich; andererseits mag eine behördliche Meldung durchaus im öffentlichen Interesse liegen, um ein Vertuschen der Angelegenheit zu verhindern oder eine Grundlage für Schadensersatzansprüche zu schaffen.<sup>145</sup> Insgesamt ist das wechselseitige Verhältnis von internem und externem *Whistleblowing* wissenschaftlich noch wenig ausgeleuchtet.<sup>146</sup>

Damit wären wir bei den komparativen Vorteilen privater Überwachungsmaßnahmen. Viele Kapitalmarktdelikte wie Insiderhandel, Marktmanipulation oder Wertpapierbetrug (Stichwort: *Bernard Madoff*<sup>147</sup>) können durch staatliche Stellen nur schwer entdeckt werden.<sup>148</sup> Demgegenüber sind Unternehmensangehörige kostengünstige und gut unterrichtete Informationssammler<sup>149</sup>: Sie haben in Echtzeit Zugang zu beweiskräftigen Informationen über heimliche Verfehlungen des Managements oder nachgeordneter Mitarbeiter.<sup>150</sup> Gleichwohl zögern sie häufig, Alarm zu schlagen, weil sie hierfür einen hohen Preis entrichten müssen, der vom Verlust des Arbeitsplatzes über das *Blacklisting* bei allen Unternehmen der Branche bis hin zu sozialer Ausgrenzung reichen kann.<sup>151</sup> Eine attraktive Belohnung soll dieses Kosten-Nutzen-Kalkül

144 Vgl. HOWSE/DANIELS, aaO (Fn. 141), S. 525, 536 f.: „It is sometimes claimed by corporations that providing substantial rewards to external whistleblowers frustrates efforts to create such internal mechanisms. If an employee can collect millions of dollars by reporting wrongdoing externally, why would she wish to report internally in the first instance?“.

145 Vgl. RAPP, 87 Boston Univ. L. Rev. 91, 126 (2007): „This may not be the best thing for society as a whole, however, since internal whistleblowing gives a corporation the potential chance to cover up a scandal.“.

146 Näher HOWSE/DANIELS, aaO (Fn. 141), S. 525, 536 ff unter der Zwischenüberschrift „Internal and External Whistleblowing: Conflicts or Complements?“; ferner DWORCKIN/BAUCUS, Internal vs. External Whistleblowers: A Comparison of Whistleblowing Processes, 17 J. Bus. Ethics 1281 (1998); knapper RAPP, 87 Boston Univ. L. Rev. 91, 126 (2007): „The law’s preference for internal whistleblowing may not be the optimal approach.“.

147 Dazu etwa SEC, Office of Inspector General’s Report of Investigation, Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Maddoff’s Ponzi Scheme, Report No. 509, August 31, 2009.

148 Vgl. ARLEN, Journal of Legal Studies 23 (1994), 833, 835: „Many corporate crimes – such as securities fraud, government procurement fraud, and some environmental crimes – cannot be readily detected by government.“.

149 Vgl. DYCK/MORSE/ZINGALES, Journal of Finance 65 (2010), 2213, 2214: „Employees, industry regulators, and analysts gather a lot of relevant information as a byproduct of their normal work [...] and are in a much better position to identify fraud than short sellers, security sellers, or lawyers, for whom detecting fraud is like looking for a needle in a haystack.“.

150 Vgl. HOWSE/DANIELS, aaO (Fn. 141), S. 525, 529: „First, in contrast to external public monitors, private actors within the corporation can gain access to real-time, on-the-spot information with fewer additional resources.“.

151 Monographisch ALFORD, Whistleblowers: Broken Lives and Organizational Power,



nach der Leitidee des *Dodd-Frank Act* zu Gunsten des *Whistleblowing* beeinflussen und so die Aufklärungsrate der Kapitalmarktkriminalität erhöhen.<sup>152</sup> Dafür spricht auch eine aktuelle Untersuchung zu allen größeren *Whistleblowing*-Fällen in den Vereinigten Staaten zwischen 1996 und 2004.<sup>153</sup>

Mit diesen gedrängten Überlegungen zum *Whistleblowing* im Allgemeinen und den *Bounty*-Programmen im Besonderen muss es hier sein Bewenden haben. Wichtiger als eine Parteinahme für oder gegen die *Bounty*-Regelung des *Dodd-Frank Act* ist mir die allgemeine Sensibilisierung dafür, dass neben den hergebrachten straf- oder schadensersatzrechtlichen Sanktionen im Einzelfall auch *belohnungsbasierte Regulierungsstrategien* in Betracht kommen.<sup>154</sup> So mag man hierzulande etwa außerhalb der engeren *Whistleblower*-Problematik über *Bounty*-Prämien für erfolgreiche Kläger nachdenken, wenn man der praktisch bedeutungslosen Aktionärsklage nach § 148 Abs. 1 AktG neues Leben einhauchen möchte. *Susanne Kalss* hat dies in ihrem Gutachten für den Österreichischen Juristentag feinfühlig erwogen und zur Verbesserung der Anreizsituation einen Anspruch des Klägers aus Geschäftsführung ohne Auftrag als Entgelt für die Mühewaltung der Klagführung vorgeschlagen.<sup>155</sup> Vielleicht muss man auf dieser Linie sogar noch einen weiteren Schritt voranschreiten und dem erfolgreichen Kläger eine Art „Fangprämie“ zusprechen.<sup>156</sup> Auch an anderer Stelle flackert der Belohnungsgedanke auf, etwa wenn nach US-

2001; zusammenfassend RAPP, 87 Boston Univ. L. Rev. 91, 95 (2007): „Potential whistleblowers face tremendous obstacles beyond direct employer retaliation. [...] Moreover, whistleblowers may fear blacklisting from future employers who suspect disloyalty, as well as social ostracism from their coworkers. Additionally, the psychological burdens associated with whistleblowing, including the effects of public criticism and a lengthy stay in litigation’s limelight, cannot be ignored.“

152 Vgl. SEC, Office of Inspector General, Assessment of the SEC’s Bounty Program, Report No. 474, March 29, 2010, S. 1: „There is evidence that bounty programs are an effective tool to encourage whistleblowers to come forward and provide incentives for outside entities to bring complaints about possible illegal activity.“

153 Vgl. DYCK/MORSE/ZINGALES, Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?, Journal of Finance 65 (2010), 2213, 2251: „We find that the use of monetary rewards provides positive incentives for whistleblowing. [...] The idea of extending the qui tam statute to corporate frauds (i.e., providing a financial award to those who bring forward information about a corporate fraud) is very much in the Hayekian spirit of shaping the incentives of those who are endowed with information.“; s. auch DE SCHEPPER, Setting the Right Incentives for Whistleblowers, Master Thesis 2008/2009.

154 Vgl. zuletzt DARI-MATTIACCI/DE GEEST, Journal of Law, Economics & Organization 26 (2009), 365 f: „Rules can be enforced by means of *carrots* (promises to reward compliers, e.g., with a bonus, reward, prize, or payment) or *sticks* (threats to punish violators, e.g., with a fine, damage payment, imprisonment, or physical sanction).“

155 Vgl. KALSS, in Kalss/Schauer, Die Reform des Österreichischen Kapitalgesellschafterrechts, 16. ÖJT 2006, Bd. II/1, S. 218 ff.

156 Eingehend SCHMOLKE, Die Aktionärsklage nach § 148 AktG – Anreizwirkungen de lege lata und Reformanregungen de lege ferenda, ZGR 2011 (demnächst).

amerikanischem Vorbild über eine Abschaffung der Insolvenzantragspflicht räsoniert wird<sup>157</sup>: Sie gilt dort als entbehrlich, weil das Management in einem insolvenzrechtlichen Reorganisationsverfahren die Unternehmensleitung behält und deshalb genügend Anreize hat, den Schutz von *Chapter 11* aus eigenem Antrieb zu beantragen.<sup>158</sup> Schließlich hat man gelegentlich darauf hingewiesen, dass Insiderhandel auf der Grundlage von Informationen über korporatives Fehlverhalten dem *Whistleblowing* funktional vergleichbar sei.<sup>159</sup>

## VI. Wesentliche Ergebnisse

1. Das engmaschige Geflecht der internen und externen Corporate Governance wird nach der weltweiten Finanzkrise voraussichtlich noch feiner gesponnen werden – mit manchmal zwiespältigen Folgen: Einerseits führen strengere Verhaltensanforderungen zu einer weiteren Arbeitsteilung und Professionalisierung der Corporate-Governance-Akteure, andererseits fördern sie das ungehemmte Wachstum der Corporate-Governance-Industrie und beschwören neue Prinzipal-Agenten-Konflikte herauf.
2. In Aufsichts- und Verwaltungsräten herrscht nach Auffassung der Europäischen Kommission häufig eine unterentwickelte Diskussionskultur. Als Reformvorschlag erwägt sie die Einführung einer *externen* Evaluierung. Aus Sicht des Deutschen Corporate Governance Kodex, der in Ziff. 5.6 der Idee einer *Selbstbewertung* verpflichtet ist, wäre dies ein Novum. Überwiegende Gründe sprechen gegen den Vorschlag einer *verbindlichen* Fremdbeurteilung. Diskussionswürdig erscheint allenfalls eine *Best-Practice*-Empfehlung dahin, im Dreijahresrhythmus eine objektivierte Selbsteinschätzung

157 In diese Richtung HIRTE, ZGR 2010, 224, 228 ff.

158 Zu dieser (Belohnungs-)Strategie bereits FLEISCHER, ZGR 2004, 437, 448; aus US-amerikanischer Sicht ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 3rd ed. 2009, S. 141: „In the United States, where management retains control when the company enters reorganization proceedings under Chapter 11, such duties are usually unnecessary because management often has an incentive to enter bankruptcy voluntarily in the hopes of engineering a successful recapitalization.“

159 Vgl. MACEY, 105 Mich. L. Rev. 1899, 1910 (2007): „In this Part, I demonstrate that sometimes insider trading is the functional equivalent of whistleblowing. Such insider trading accomplishes the same goals as whistleblowing but much more effectively. Such insider trading might be called ‚high-powered whistleblowing‘.“; ferner RAPP, 87 Boston U. L. Rev. 91, 151 (2007): „There is also a ‚market‘ solution to the currently inadequate incentives for employees to blow the whistle on corporate and securities fraud. Under this solution [ . . . ] whistleblowers would be afforded a brief period of time (immediately preceding the blowing of the whistle) during which they could engage in short-selling on the basis of material, non-public information.“; s. auch GRECHENIG, ZBB 2010, 232.

- des Aufsichtsrats mit Hilfe eines externen Moderators durchzuführen. Auch insoweit mahnt allerdings die geringe praktische Erfahrung mit Fremdbeurteilungen zur Vorsicht. Rechtlich ebenfalls noch nicht ausgereift ist die Anregung aus der Gruppen- und Managementpsychologie, ein Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratsmitglied zum *advocatus diaboli* zu ernennen.
3. Institutionelle Investoren haben nach Auffassung der Europäischen Kommission ihre Aufgabe als „verantwortliche Eigentümer“ vor und in der Finanzkrise vernachlässigt. Als mögliche Reaktion erwägt sie die Einführung eines entsprechenden Verhaltenskodex nach dem Vorbild des *UK Stewardship Code 2010*. Auch dieser Vorschlag verdient keine Unterstützung: Zum einen legt er *aus betriebswirtschaftlicher Sicht* nicht schlüssig dar, worin für institutionelle Investoren und ihre Endanleger der „business case“ für kostspieliges Monitoring liegt; zum anderen vermisst man *aus normativer Sicht* eine Begründung dafür, warum *passive* Investitionsstrategien nach dem „comply or explain“-Modus eines Verhaltenskodex den Makel des Rechtfertigungsbedürftigen tragen sollen. Bedenkenswert sind aber Einzelelemente des *Stewardship Code*, namentlich der Vorschlag, institutionelle Investoren zur Offenlegung ihrer Abstimmungspolitik zu verpflichten, der freilich keine britische Erfindung darstellt.
  4. *Proxy Advisors* sind in jüngerer Zeit zu einer neuen Corporate-Governance-Macht aufgestiegen. Europäische Kommission und SEC beginnen sich für sie zu interessieren, nachdem sich die Beschwerden über Interessenkonflikte, Abstimmungsempfehlungen auf falscher Informationsgrundlage und monopolistische Marktstrukturen zuletzt häuften. Geboten ist hier zunächst die Schaffung einer verlässlichen Tatsachengrundlage. Sollten sich die Vorwürfe ganz oder teilweise bestätigen, steht ein regulatorischer Instrumentenkasten zur Verfügung, den man bei anderen Informationsintermediären (Wirtschaftsprüfer, Ratingagenturen, Vergütungsberater) im Aktien- und Kapitalmarktrecht bereits erprobt hat.
  5. *Whistleblowers* tragen diesseits und jenseits des Atlantiks zur Verbesserung der Corporate Compliance bei. In Anlehnung an den altherwürdigen *False Claims Act* von 1863 hat der US-amerikanische *Dodd-Frank-Act 2010* kürzlich Belohnungsprogramme für *Whistleblowers* eingeführt. Wer über die Risiken und Chancen ähnlicher Programme in Deutschland und Europa rätsoniert, muss auf rechtskulturelle und rechtsethische Unterschiede in der Bewertung des *Whistleblowing* eingehen. Wichtiger als eine Parteinahme für oder gegen die *Bounty*-Regelung des *Dodd-Frank-Act* ist die allgemeine Sensibilisierung dafür, dass neben den hergebrachten straf- oder schadensersatzrechtlichen Sanktionen im Einzelfall auch *belohnungsbasierte Regulierungsstrategien* in Betracht kommen. So mag man etwa außerhalb der engeren *Whistleblower*-Problematik über *Bounty*-Prämien für erfolgreiche Kläger nachdenken, wenn man der praktisch bedeutungslosen Aktionärsklage nach § 148 Abs. 1 AktG neues Leben einhauchen möchte.