



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
Goethe-Universität Frankfurt am Main

Theodor Baums

INSTITUTIONELLE INVESTOREN
IM AKTIENRECHT



WORKING PAPER No 159



Prof. Dr. Theodor Baums

Prof. Dr. Andreas Cahn

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE
DER GOETHE UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND
THEODOR-W.-ADORNO-PLATZ 3
60629 FRANKFURT AM MAIN

TEL.: +49 (0) 69/798-33753

FAX.: +49 (0) 69/798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

Theodor Baums

Institutionelle Investoren im Aktienrecht

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 159/2020

Institutionelle Investoren im Aktienrecht

Theodor Baums

I. Das AktG wird demnächst erstmals Pflichten institutioneller Investoren und Vermögensverwalter festschreiben.¹ Die entsprechenden Vorschriften (§§ 134a – 134c n. F. AktG) sollen die Vorgaben der 2017 geänderten Aktionärsrechte-Richtlinie der EU umsetzen.² Künftig sollen die Adressaten der neuen Vorschriften in einem sog. Mitwirkungsbericht ihr Abstimmungsverhalten und ihre sonstige Mitwirkung in den Portfoliogesellschaften, deren Anteile sie halten oder verwalten, beschreiben und veröffentlichen. Darüber hinaus werden weitere Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter normiert, die ihre Anlagestrategie und deren Bedeutung für die langfristige Wertentwicklung ihrer Vermögenswerte nachvollziehbar machen sollen.

Zur Begründung für diese neuen Transparenzpflichten führt die Aktionärsrechte-Richtlinie aus, institutionelle Anleger und Vermögensverwalter seien oft bedeutende Aktionäre börsennotierter Gesellschaften und könnten daher eine wichtige Rolle in der Corporate Governance dieser Gesellschaften sowie allgemein bei deren Strategie und ihrem langfristigen Unternehmenserfolg spielen. Die Erfahrung der letzten Jahre habe jedoch gezeigt, dass sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in den Gesellschaften, in denen sie investiert seien, häufig passiv verhielten. Zudem gebe es klare Anhaltspunkte dafür, dass die Kapitalmärkte oft Druck auf Gesellschaften ausübten, damit diese kurzfristig Erfolge lieferten, was die langfristige finanzielle und nichtfinanzielle Leistung der Gesellschaften gefährden und neben anderen negativen Auswirkungen auch suboptimale Investitionen, beispielsweise in Forschung und Entwicklung, zu Lasten des langfristigen Unternehmenserfolgs und der Anleger zur Folge haben könne. Auch aus diesem Grund sei es gerechtfertigt, das Anlageverhalten der institutionellen Investoren transparenter als bisher offenzulegen.³

¹ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), BT-Drucks. 19/9739 (im Folgenden: AktG-E).

² Kapitel Ib der Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. 5. 2017, AB1.EU vom 20. 5. 2017, L 132/1.

³ Erwägungsgründe (15) – (24) der Richtlinie (Fn. 2).

II. Die verfügbaren empirischen Daten zum Anteilsbesitz institutioneller Investoren belegen deren Bedeutung insbesondere für die deutschen börsennotierten Gesellschaften und hier vor allem für die DAX-Konzerne. Neuere Zahlen für sämtliche börsennotierten inländischen Aktien weisen für Februar 2018 ausländischen Anteilsbesitz von über 53 % aus; zu einem wesentlichen Teil dürfte es sich dabei um Anlagen institutioneller Investoren handeln. Deutsche Investmentfonds hielten 6,5 %, inländische Versicherer 0,6 %, deutsche Banken und sonstige Finanzinstitute 5,9 % dieser Aktien.⁴ DAX-Gesellschaften weisen für 2018 einen Anteilsbesitz in- und ausländischer institutioneller Anleger von 63 % der Aktien auf.⁵

Für die Transparenzpflichten wird u. a. als Begründung angeführt, dass sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in den Gesellschaften, in denen sie investiert seien, häufig passiv verhielten.⁶ Das trifft nach einer hierzu durchgeführten Untersuchung jedenfalls für die 10 institutionellen Investoren mit dem größten Anteilsbesitz an DAX-Gesellschaften⁷ nicht zu, die 2018 sämtlich ihre Stimmrechte ausgeübt haben; von den 100 größten Investoren des DAX haben 2018 knapp 88 % dieser Investoren ihre Stimmrechte aktiv ausgeübt, sei es auf der Basis eigener Abstimmungsrichtlinien, sei es auf der Basis von Empfehlungen eines Stimmrechtsberaters.⁸ Empirische Angaben zu der weiteren Behauptung,⁹ die Anlagestrategien und -entscheidungen institutioneller Anleger übten oft Druck auf Gesellschaften aus, kurzfristig Erfolge zu liefern, was die langfristige Leistung der Gesellschaften gefährden und unter anderem auch Nachteile für den Unternehmenserfolg und die Anleger haben könne, stehen nicht zur Verfügung.¹⁰

III. Die Verortung der neuen Berichtspflichten im Aktienrecht und ihre Einstellung ins AktG verblüfft.¹¹ Sicher ist richtig, dass sie im Wesentlichen darauf abzielen, die Corporate

⁴ Deutsches Aktieninstitut, Anteile der Sektoren am Aktienbesitz, Stand Februar 2018, unveröffentlicht.

⁵ Ernst & Young, Wem gehört der DAX? Analyse der Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen im Jahr 2018 - Kurzfassung, Juni 2019, S. 3, 9; s. auch IHS Markit, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 – A joint study of IHS Markit and DIRK, 6th edition 2019, S. 5, 8: 60,2 % institutioneller Anteilsbesitz i. J. 2018.

⁶ Vgl. Text zu Fn. 3.

⁷ Der Anteilsbesitz dieser 10 größten institutionellen Investoren macht insgesamt 27,3 % des Anteilsbesitzes aller Institutionellen aus.

⁸ IHS Markit (Fn. 5), S. 14.

⁹ Vgl. Text zu Fn. 3.

¹⁰ Untersuchung der Einflussnahme institutioneller Anleger mit empirischen Angaben insbes. in Bezug auf das Wettbewerbsverhalten der Portfoliogesellschaften in Monopolkommission, Hauptgutachten XXII, 2018, S. 184 ff.; Umfrage zur Bedeutung von ESG (Environment/Social/Governance) bei DAI/Rothschild, ESG from the Perspective of Institutional Investors, 2019, S. 9, 18 ff.; Amel-Zadeh/Serafim, Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, Financial Analysts Journal, 2018, Heft 3, S. 1 – 17.

¹¹ Kritisch auch Tröger, Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), ZGR 2019, S. 126, 148. Im Aufsatz T. findet sich eine lesenswerte, im Rahmen eines Editorials nicht zu wiederholende theoretische und rechtsvergleichende Darstellung und Kritik der Stewardship-Debatte.

Governance und die Langfristorientierung in den von den Institutionellen gehaltenen Portfoliogesellschaften zu verbessern. Die neuen Berichtspflichten der institutionellen Investoren werden diesen aber nicht als Aktionären im Verhältnis zu ihren Portfoliogesellschaften auferlegt. Wäre das anders, würde nicht einleuchten, weshalb nicht alle Aktionäre, die eine Beteiligung über einen gewissen Umfang hinaus halten, solche Berichtspflichten gegenüber ihrer Gesellschaft treffen. Im Fall der institutionellen Investoren und deren Vermögensverwalter werden vielmehr primär deren interne Rechenschaftspflichten ihren eigenen Anlegern, Destinatären bzw. Auftraggebern gegenüber aktiviert und instrumentalisiert, um mittelbar positive Effekte auch für die Portfoliogesellschaften zu erzielen.¹²

Die Reichweite der neuen Berichtspflichten geht allerdings darüber weit hinaus und verliert dann jeden auch nur mittelbaren Bezug zum Aktienrecht und zu deutschen Aktiengesellschaften.¹³ So heißt es künftig in § 134c Abs. 1 AktG: „Institutionelle Anleger haben offenzulegen, inwieweit die Hauptelemente ihrer Anlagestrategie dem Profil und der Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten entsprechen und wie sie zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung *ihrer Vermögenswerte* (Hervorhebung d. Verf.) beitragen.“ Bei den „Vermögenswerten“ eines institutionellen Investors, z. B. eines Lebensversicherers oder eines Investmentfonds, kann es sich aber um vielfältige, durchaus andere Vermögenswerte als um Aktien handeln. Man würde daher die hier neu eingeführten Berichtspflichten eher in den Spezialaufsichtsgesetzen für die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter, also im VAG, im KAGB und im KWG, erwarten.

IV. Institutionelle Anleger sind nach dem Gesetzentwurf des ARUG II Lebensversicherer einschließlich deren Rückversicherer sowie Pensionskassen und Pensionsfonds im Sinne der §§ 232 ff. VAG.¹⁴ Die betrieblichen Unterstützungskassen gemäß § 1b Abs. 4 BetrAVG fallen nicht in den Anwendungsbereich der ARUG-Richtlinie¹⁵ und sind daher auch vom ARUG II ausgenommen. Andere Kapitalsammelstellen wie (inländische) Kreditinstitute, die jedenfalls

¹² Diskussion des Für und Wider einer aktienrechtlichen Stimmpflichtlösung und der an die internen Pflichten der institutionellen Investoren und ihrer Verwaltungsgesellschaften gegenüber den Endbegünstigten bzw. Auftraggebern anknüpfenden Lösung bei *Zetzsche*, Pflichten institutioneller Anleger bei der Stimmrechtsausübung, in FS Baums, Bd. 2, 2017, S. 1505, 1510 ff.

¹³ Zu Letzterem s. auch noch unten Fn. 26.

¹⁴ § 134a Abs. 1 Nr. 1. AktG-E (Fn. 1).

¹⁵ Vgl. Art. 1 Nr. 2. b) der ARUG-Richtlinie i. V. mit Art. 2 (2) d) der Richtlinie (EU) 2016/2341 des Europäischen Parlaments und Rates vom 14. 12. 2016, ABl.EU L 354/37.

in Deutschland nach wie vor erhebliche Aktienbestände im Eigenbesitz halten,¹⁶ werden, was diesen Eigenbesitz angeht, gleichfalls nicht zu den institutionellen Investoren im Sinne des ARUG II gerechnet.

Neben die institutionellen Investoren stellt der Entwurf die „Vermögensverwalter“.¹⁷ Das sind Finanzdienstleistungsinstitute, die in Finanzinstrumenten angelegte Vermögen für andere verwalten,¹⁸ sowie speziell die „Kapitalverwaltungsgesellschaften“ im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches, die Investmentvermögen betreuen.¹⁹ Nicht der Investmentfonds, das Sondervermögen, in dem sich Aktien befinden, hat über seine Mitwirkungspolitik in den Portfoliogesellschaften zu berichten, sondern die extern mit der Fondsverwaltung betraute Kapitalverwaltungsgesellschaft.²⁰

Das wohl größte Defizit der ganzen Regelung besteht darin, dass die bedeutsamen ausländischen institutionellen Anleger und ihre Kapitalverwaltungsgesellschaften von der neuen Regelung nicht erfasst werden.²¹ 2018 hielten deutsche institutionelle Investoren überhaupt nur 15,3 % der Aktien der DAX-Gesellschaften; US-amerikanische dagegen 34,6 %; UK/irische 19,5 %; Institutionelle aus dem europäischen Ausland (ohne UK/Irland und Skandinavien) 18,8 %.²² Unter den nach ihrem Anteilsbesitz 15 größten institutionellen Investoren der DAX-Gesellschaften befinden sich nur 5 mit einer deutschen Zulassung; die größten Anteile werden von der Vanguard Group, Inc., von Black Rock Fund Advisors und von der Norges Bank Investment Management (dem Verwalter des norwegischen staatlichen Pensionsfonds) gehalten.²³ Diese Beschränkung des Anwendungsbereichs der neuen Vorschriften ist darauf zurückzuführen, dass die geplante Regelung am Innenverhältnis zwischen den Institutionellen bzw. deren Kapitalverwaltungsgesellschaften und deren Letztbegünstigten ansetzt, nicht am Verhältnis zwischen Aktionär und Portfoliogesellschaft. Sie führt aber dazu, dass die bedeutsamsten institutionellen Investoren und ihre Kapitalverwalter von den neuen Vorschriften nicht erfasst werden. Dasselbe gilt für die

¹⁶ S. nur die Angabe oben zu Fn. 4.

¹⁷ § 134a Abs. 1 Nr. 2 RegE (Fn. 1).

¹⁸ Vgl. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG.

¹⁹ Vgl. §§ 17, 20 KAGB.

²⁰ Oder doch der Fonds selbst, wenn er eine entsprechende Rechtsform (Investment-AG oder -KG) und keine externe Kapitalverwaltungsgesellschaft mit der Verwaltung des Fondsvermögens betraut hat; vgl. § 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB.

²¹ Genauer: Bei den institutionellen Investoren ist der Zulassungsort entscheidend; bei den Kapitalverwaltungsgesellschaften sind die §§ 134a – 135 des Entwurfs auch auf solche Gesellschaften anwendbar, bei denen nur der Fonds oder nur die Verwaltungsgesellschaft ihren Sitz in Deutschland hat; vgl. RegE (Fn. 1), Begründung S. 113 f.

²² IHS Markit (Fn. 5), S. 9.

²³ IHS Markit (Fn. 5), S. 11.

ausländischen staatlichen Investment- und Pensionsfonds (“Sovereign Wealth Funds“), die erhebliche Anteile an deutschen börsennotierten Unternehmen halten,²⁴ und für die Stiftungen und die Family Offices, soweit sie sich nicht von Vermögensverwaltern mit deutscher Geschäftserlaubnis betreuen lassen.

Was die nichtdeutschen Investoren aus den EU-Mitgliedstaaten angeht, kann man zwar darauf bauen, dass sich künftig wegen derselben Rechtsgrundlage, der Aktionärsrechte-Richtlinie, mit den §§ 134a – 135 AktG-E vergleichbare Verhaltensstandards finden werden. US-amerikanische und Investoren aus sonstigen Nicht-EU-Staaten sind hieran aber nicht gebunden, auch nicht, wenn sie in Aktien deutscher börsennotierter Gesellschaften anlegen. Ob dort jeweils vergleichbare Verhaltensstandards zu beachten sind, muss hier dahinstehen.²⁵ Festzuhalten ist jedenfalls, dass die §§ 134a – 135 AktG-E in ihrem faktischen Anwendungsbereich äußerst beschränkt sind und für sich genommen kaum die erhoffte Wirkung erzielen werden.²⁶

V. Was den Inhalt der neuen Transparenzvorschriften und Berichtspflichten angeht, können an dieser Stelle Einzelheiten nicht ausgebreitet werden. Hinzuweisen ist nur darauf, dass sich einerseits an mehreren Stellen Doppelungen und Überschneidungen mit bereits vorhandenen Pflichten ergeben, andererseits die neuen Verhaltenspflichten durchaus ergänzungsbedürftig erscheinen. Für beide Gesichtspunkte müssen hier Einzelbeispiele genügen.

1. Nach § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG-E haben institutionelle Anleger und Vermögensverwalter künftig als Teil ihrer „Mitwirkungspolitik“ auf ihrer Internetseite zu veröffentlichen, wie sie im Rahmen der von ihnen gewählten Anlagestrategie ihre Stimmrechte in den Portfoliogesellschaften ausüben, und nach § 134b Abs. 3 AktG-E jährlich über ihr Abstimmungsverhalten zu berichten. Erfüllen sie diese Verpflichtung nicht, haben sie zu erklären, warum sie das nicht tun (“*comply or explain*“; § 134b Abs. 4 AktG-E). Eine entsprechende, allerdings zwingende (!) Verpflichtung trifft jedenfalls die

²⁴ IHS Markit (Fn. 5), S. 17.

²⁵ Für die USA zuletzt S.E.C., 17 CFR Parts 271 und 276, Release Nos. IA-5325; IC-33605, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, vom 19. Aug. 2019.

²⁶ Umgekehrt führt die Anknüpfung des Entwurfs an den Zulassungsort des institutionellen Investors bzw. des Vermögensverwalters ungeachtet dessen, ob in Aktien deutscher Portfoliogesellschaften investiert wird, zu einer „Zwangsbeglückung“ ausländischer Aktiengesellschaften; darauf weist *Tröger* (ZGR 2019, 126, 141 f.) hin.

Kapitalverwaltungsgesellschaften von Publikumsfonds bereits nach geltendem Recht,²⁷ ohne dass der Entwurf eine Aufhebung dieser Vorschriften vorsähe.

Ähnliches gilt für die Behandlung von Interessenkonflikten. Gemäß § 134b Abs. 1 Nr. 5, Abs. 2 AktG-E sollen die institutionellen Anleger und Kapitalverwaltungsgesellschaften künftig ihre Politik in Bezug auf Interessenkonflikte veröffentlichen und jährlich über die Umsetzung dieser Politik berichten. Auch dieses Gebot steht unter dem “*comply or explain*“-Vorbehalt (§ 134b Abs. 4 AktG-E). Bereits nach zwingendem (!) geltendem Recht haben Kapitalverwaltungsgesellschaften den Anlegern auf einem dauerhaften Datenträger oder auf der Internetseite die angemessenen Maßnahmen offenzulegen, die von ihnen erwartet werden, um Interessenkonflikte zu ermitteln, ihnen vorzubeugen, sie zu steuern und zu beobachten.²⁸ Auch hier fehlt es an einer Abstimmung der einander widersprechenden Verhaltenspflichten.

2. Die Aktionärsrechte-Richtlinie ist in dem hier interessierenden Punkt maßgeblich vom britischen Stewardship Code für institutionelle Investoren²⁹ beeinflusst. Der Stewardship Code ist allerdings eingehender und anschaulicher formuliert. In Anbetracht dessen ist zu erwägen, ob es nicht einen vergleichbaren Kodex auch für deutsche institutionelle Investoren und Vermögensverwalter geben sollte.³⁰ Der Kodex könnte die Wohlverhaltensrichtlinien des BVI ersetzen³¹ und die Vorschriften der §§ 134b, c AktG-E in geeigneter Weise erläutern und, wo erforderlich, ergänzen. Inzwischen hat denn auch bereits ein bei der DVFA gebildeter Arbeitskreis, in dem allerdings die Lebensversicherer und Pensionsfonds/-kassen nicht vertreten sind, Eckpunkte eines deutschen Stewardship-Kodex entwickelt und vorgelegt.³²

VI. Art. 14b der Aktionärsrechte-Richtlinie³³ gibt den Mitgliedstaaten auf, Maßnahmen und Sanktionen festzulegen, die bei Verstößen gegen die gemäß der Richtlinie erlassenen nationalen

²⁷ § 3 Abs. 2 VO zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (Kapitalanlage-Verhaltens- und Organisationsverordnung - KAVerVO vom 16. 7. 2013, BGBl I S. 2460) für Kapitalverwaltungsgesellschaften von OGAW und von Publikums-AIF; allgemein für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) Art. 37 der Delegierten VO (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. 12. 2012, ABl. EU L 83/1.

²⁸ § 27 KAGB i. V. mit § 3 Abs. 1 KAVerVO (Fn. 27) für OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften; Art. 36 der Delegierten VO (EU) Nr. 231/2013 (Fn. 27) für AIFM.

²⁹ Financial Reporting Council, Stewardship Code, Sept. 2012, abrufbar unter: [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf). Aus der Lit. dazu *Hannigan*, *The Rise of Stewardship – “Smoke and Mirrors“ or Governance Realignment?*, in: FS Baums, Bd. 1, 2017, S. 561 – 578 m. Nachw.

³⁰ Eingehend m. w. Nachweisen dazu *Hauke Hein*, *Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren. Plädoyer für einen aktienrechtskonformen Stewardship Kodex*, Baden-Baden 2018.

³¹ BVI Bundesverband Investment- und Asset Management e.V., *Wohlverhaltensregeln*, abrufbar unter <https://www.bvi.de/ueber-die-branchen/wohlverhaltensregeln/>.

³² Vgl. <https://www.dvfa.de/verband/kommissionen/governance-stewardship.html>.

³³ Fn. 2.

Vorschriften zu verhängen sind; diese Maßnahmen und Sanktionen müssen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein.

1. Ein effektives *privates* „Enforcement“ setzt bei der Verletzung von Informationspflichten voraus, dass die Unrichtigkeit, die Unvollständigkeit oder das Fehlen der Information von den Begünstigten erkannt wird. Probleme des Kausalitätsnachweises zwischen Pflichtverletzung und Schaden kommen hinzu; ferner typischerweise Kollektivhandlungsprobleme bei Anlegern bzw. Begünstigten mit Kleinanteilen. Damit stellt sich die Frage nach der Überwachung der Berichtspflichten im Rahmen der Abschlussprüfung (2.), der Rechtsaufsicht durch die BaFin (3), und schließlich nach der Sanktionierung durch Bußgelder im Ordnungswidrigkeitenverfahren (4.).

2. Was die Überwachung des Erfüllens der neuen Berichtspflichten durch den *Abschlussprüfer* angeht, ist weitgehend Fehlanzeige zu erstatten. Die neuen Berichtspflichten, soweit sie jährlich zu erfüllen sind, bilden keinen Teil des Jahresabschlusses und des Lageberichts³⁴ und sind deshalb formal nicht Teil des Rechnungslegungsrechts der betroffenen Unternehmen. Die Abschlussprüfung richtet sich daher nicht gemäß § 317 Abs. 1 S. 2 HGB darauf, ob diese gesetzlichen Vorschriften beachtet sind. Nach § 321 Abs. 1 S. 3 HGB hat sich der Prüfungsbericht des Abschlussprüfers zwar auch zu Tatsachen zu äußern, die schwerwiegende Verstöße der gesetzlichen Vertreter oder von Arbeitnehmern gegen gesetzliche Vorschriften erkennen lassen. Ganz entsprechend ist der Abschlussprüfer eines Unternehmens von „öffentlichem Interesse“ – dazu gehören auch die hier in Rede stehenden institutionellen Investoren – verpflichtet, die zuständige Aufsichtsbehörde umgehend über jede Information zu unterrichten, von der er bei Durchführung der Abschlussprüfung Kenntnis erlangt hat, und welche einen wesentlichen Verstoß gegen die Rechtsvorschriften anzeigt, die die Ausübung der Tätigkeiten solcher Unternehmen von öffentlichem Interesse regeln.³⁵

Hier mag offenbleiben, ob es sich bei Verstößen gegen die z. T. unter dem Vorbehalt einer zulässigen Abweichung (§ 134b Abs. 4 AktG-E) stehenden neuen Berichtsvorschriften um „schwerwiegende“, „wesentliche“ Verstöße handelt. Jedenfalls ist die Prüfung des

³⁴ Insbesondere ist zwar die Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG in die Erklärung über die Unternehmensführung nach § 289 f HGB aufzunehmen und bildet damit einen Bestandteil des Lageberichts; für die *Explain*-Erklärung nach § 134b Abs. 4 AktG-E ist das aber nicht vorgesehen.

³⁵ Art. 12 Abs. 1 a) Verordnung (EU) Nr. 537/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse, ABl.EU vom 27. 5. 2014, L 158/77.

Abschlussprüfers nicht gezielt auf die Beachtung dieser Vorschriften, auf das Feststellen entsprechender Gesetzesverstöße hin anzulegen.³⁶ Nur wenn der Abschlussprüfer bei Gelegenheit der Prüfung erfährt oder feststellt, dass die Erklärungen nach §§ 134b, c AktG fehlen oder grob fehlerhaft oder unvollständig sind, besteht eine Redepflicht.

Aus den spezialgesetzlichen Zusatzerfordernungen für Abschlussprüfer von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern im Sinne von § 134 Abs. 1 Nrn. 1, 2 AktG-E ergibt sich nichts anderes. Bei den der Aufsicht der BaFin unterliegenden Unternehmen werden deren Abschlussprüfer mit zusätzlichen Prüfungs- und Berichtsaufgaben belastet, die der Beaufsichtigung der Institute dienen sollen; die Abschlussprüfer werden insoweit als Verwaltungshelfer in Anspruch genommen und tätig. So hat der Abschlussprüfer von Instituten im Sinne des KWG unverzüglich der Aufsicht anzuzeigen, wenn ihm bei der Prüfung Tatsachen bekanntwerden, die schwerwiegende Verstöße der Geschäftsleiter gegen gesetzliche Vorschriften erkennen lassen.³⁷ Entsprechende Bestimmungen gelten für die Abschlussprüfer von Versicherungsunternehmen einschließlich Pensionskassen und Pensionsfonds³⁸ und für die Kapitalverwaltungsgesellschaften von Investmentfonds.³⁹ Diese Vorschriften wiederholen nur, was nach der einschlägigen EU-VO⁴⁰ ohnedies bereits gilt. Mit anderen Worten geht das deutsche Recht insoweit, was Gesetzesverstöße im Allgemeinen und die Berichtspflicht des Abschlussprüfers hierüber betrifft, nicht über die Normen der EU-VO und des allgemeinen Rechnungslegungsrechts hinaus.

Bestätigt wird dies durch einen Blick auf die umfangreichen Kataloge, die detailliert spezielle, von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern zu beachtende gesetzliche Vorschriften auflisten und ausdrücklich dem Abschlussprüfer auftragen, zu prüfen und der Aufsicht zu berichten, ob diese Vorschriften beachtet wurden.⁴¹ Die neuen Berichtspflichten der institutionellen Investoren und Vermögensverwalter nach den §§ 134b, c AktG-E finden sich in diesen Katalogen nicht.

³⁶ *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, § 321 Rz. 6.

³⁷ § 29 Abs. 3 Satz 1 KWG.

³⁸ § 341 k Abs. 3 HGB; vgl. auch § 35 Abs. 4 Nr. 1 VAG.

³⁹ § 38 Abs. 4 Satz 7 KAGB i. V. mit § 28 Kapitalanlage-Prüfungsberichte-VO; vgl. auch die Verweise u. a. auf §§ 317 Abs. 1 S. 2, 321 Abs. 1 S. 3 HGB in §§ 47 Abs. 1 Satz 1, 136 Abs. 1 KAGB.

⁴⁰ Vgl. Fn. 35.

⁴¹ S. nur § 29 KWG, § 35 VAG, § 38 KAGB i. V. mit der Kapitalanlage-Prüfungsberichte-VO sowie §§ 121 Abs. 3, 136 Abs. 3 KAGB.

3. Damit stellt sich die Frage, ob die Aufsicht darüber, ob die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter den ihnen in §§ 134b, c AktG-E auferlegten Berichtspflichten genügen, der *BaFin* obliegt, und, wenn diese Frage zu bejahen ist, wie sichergestellt wird, dass sie die hierfür erforderlichen Informationen erhält.

(a) Im Ergebnis ist nicht zweifelhaft, dass die BaFin künftig die Beachtung der Berichtspflichten gemäß §§ 134b, c AktG-E durch die der *Versicherungsaufsicht unterfallenden Unternehmen* zu überwachen hat. Für Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und -fonds formuliert § 294 VAG die Aufgabenzuweisung für den Versicherungsbereich wie folgt: „(2) Die Aufsichtsbehörde überwacht den gesamten Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmen im Rahmen einer rechtlichen Aufsicht Sie achtet dabei auf die Einhaltung der Gesetze, die für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts gelten (3) Gegenstand der rechtlichen Aufsicht ist die ordnungsgemäße Durchführung des Geschäftsbetriebs einschließlich der aufsichtsrechtlichen, der das Versicherungsverhältnis betreffenden und aller sonstigen die Versicherten betreffenden Vorschriften...“. Die Versicherungsaufsicht ist also nicht etwa auf die Beachtung der Normen des VAG oder aufgrund des VAG erlassener Verordnungen sowie unmittelbar geltender europarechtlicher Vorgaben für die Versicherungsaufsicht beschränkt.⁴² Die neuen Berichtspflichten gemäß §§ 134b, c AktG-E der in § 134a AktG-E genannten, der Versicherungsaufsicht unterfallenden institutionellen Anleger bestehen gegenüber den Versicherten bzw. Begünstigten und sind vom Gesetzgeber im Sinne des § 294 Abs. 2 VAG „für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts“ vorgesehen. Verstöße gegen die Berichtspflichten könnte die BaFin etwa im Rahmen der allgemeinen Missbrauchsaufsicht (§ 298 VAG) beanstanden.

(b) Die Aufsicht über *Kapitalverwaltungsgesellschaften* im Sinne des § 134a Abs. 1 Nr. 2. b) AktG-E obliegt gleichfalls der BaFin. Gemäß § 5 Abs. 6 KAGB überwacht sie „die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und der aufgrund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen ...“. Die Vorschrift begründet insoweit zunächst einmal lediglich die Zuständigkeit der BaFin für die Aufsicht nach dem KAGB und nach den weiteren dort (in § 5 Abs. 6a KAGB) erwähnten Vorschriften. Sie stellt aber keine Ermächtigungsgrundlage dar, begründet und begrenzt also nicht die Eingriffsbefugnisse der BaFin. Sie bedeutet also m. a. W.

⁴² S. nur *Laars/Both*, VAG, 4. Online-Auflage 2017, Rn. 5. Kritik an der Umsetzung der Vorgaben der Solvabilitätsrichtlinie II durch Art. 294 VAG bei *Dreher* in: *Prölss/Dreher*, VAG, 13. Auflage 2018, § 294 Rn. 18 ff. I. v. F. sind die Artt. 29 Abs. 1 Satz 2, 34 Abs. 1 der Richtlinie einschlägig, die bei unmittelbarer Anwendung nicht zu einem anderen Ergebnis als § 294 VAG führen würden.

nicht etwa, dass sich die Aufsicht auf die Beachtung der Verbote und Gebote des KAGB und der weiteren dort angeführten Normen beschränkt, sondern, dass die Aufsicht nach Maßgabe der Vorschriften des KAGB usw. der BaFin aufgetragen ist. Bezüglich welcher Vorschriften die BaFin deren Beachtung durch die beaufsichtigten Kapitalverwaltungsgesellschaften zu prüfen und ggfs. durchzusetzen hat, ergibt sich vielmehr aus ihren anderwärts im KAGB definierten Befugnissen.

Nach § 26 Abs. 2 Nr. 5 KAGB hat eine Kapitalverwaltungsgesellschaft *„alle auf die Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit anwendbaren regulatorischen Anforderungen zu erfüllen, um das beste Interesse der von ihr verwalteten Investmentvermögen oder der Anleger dieser Investmentvermögen und die Integrität des Marktes zu fördern ...“* Ferner muss sie nach § 28 Abs. 1 Satz 1 KAGB *„über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügen, die die Einhaltung der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen gewährleistet.“* In beiden Vorschriften fehlt eine Beschränkung auf gesetzliche Bestimmungen des KAGB oder anderer ausdrücklich genannter Gesetze oder Verordnungen. Die §§ 134 b, c AktG-E mit ihren neuen Berichtspflichten gehören zu den in §§ 26, 28 KAGB erwähnten regulatorischen Anforderungen an Kapitalverwaltungsgesellschaften und zu den von ihnen zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen. Deren Einhaltung hat die BaFin zu überwachen: Nach § 39 Abs. 3 Nr. 6 KAGB kann die BaFin *„die einer Kapitalverwaltungsgesellschaft erteilte Erlaubnis aufheben, wenn diese nachhaltig gegen die Bestimmungen dieses Gesetzes (sc. das in §§ 26, 28 auf außerhalb des KAGB anzutreffende Normen verweist) verstößt“*; in einem solchen Fall kann sie statt einer Entziehung der Erlaubnis nach § 40 Abs. 1 KAGB u. a. die Abberufung der verantwortlichen Geschäftsleiter verlangen.

(c) Zu den *Vermögensverwaltern* im Sinne des § 134b Abs. 2 AktG-E gehören ferner Finanzdienstleister, die *Finanzportfolioverwaltung* anbieten. Diese unterliegen der Aufsicht nach dem KWG (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG). Gemäß § 6 Abs. 1 Satz 1 KWG übt die BaFin *„die Aufsicht über die Institute nach den Vorschriften dieses Gesetzes ... aus.“* Diese Vorschrift begründet wiederum lediglich die Zuständigkeit der BaFin für die Aufsicht nach dem KWG und den weiteren dort erwähnten Vorschriften, stellt aber keine Ermächtigungsgrundlage dar, begründet und begrenzt also nicht ihre Eingriffsbefugnisse. Sie bedeutet also nicht, dass sich die Aufsicht auf die Beachtung der Vorschriften des KWG und der weiteren in § 6 Abs. 1 – 1e KWG erwähnten Normen beschränkt, sondern, dass die Aufsicht nach Maßgabe der Vorschriften des KWG usw. der BaFin aufgetragen ist. Bezüglich welcher Vorschriften die

BaFin deren Beachtung durch die von ihr beaufsichtigten Institute zu prüfen und ggfs. durchzusetzen hat, ist vielmehr ihren anderwärts, insbesondere in den Ermächtigungsgrundlagen definierten Befugnissen zu entnehmen.

Wie sich ausdrücklich aus der Ermächtigungsgrundlage des § 6 Abs. 3 Satz 1 KWG für die sog. Missbrauchsaufsicht ergibt, geht es dabei um die Beachtung „*aufsichtsrechtlicher Bestimmungen*“. Damit sind sicher die in § 6 Abs. 1 – 1e KWG aufgeführten Normen gemeint, darüber hinaus aber jedenfalls auch solche gesetzlichen Vorschriften, die hiermit in unmittelbarem, untrennbarem Zusammenhang stehen,⁴³ sich an Institute im Sinne des KWG richten, für den Betrieb des jeweils in Rede stehenden Finanzdienstleistungsgeschäfts gelten und von den Instituten zu beachten sind, sofern keine speziellen aufsichtsrechtlichen Zuweisungen bestehen, künftig also auch die §§ 134 a – c AktG. Bei Verstößen kommen auch hier vornehmlich Maßnahmen der allgemeinen Missbrauchsaufsicht in Betracht (§ 6 Abs. 3 KWG). Würde man dies für die Aufsicht über Finanzdienstleister mit Finanzportfolioverwaltung nach dem KWG anders beurteilen, ergäbe sich überdies ein schwer zu erklärender Widerspruch zur Aufsicht über Kapitalverwaltungsgesellschaften (dazu oben (b)).

Es bleibt die Frage, wie die BaFin die Informationen darüber erhält, ob die von § 134a Abs. 1 Nrn. 2, 3 AktG-E erfassten, ihrer Aufsicht unterliegenden institutionellen Investoren und Vermögensverwalter die ihnen nach den §§ 134b, c AktG-E obliegenden Verpflichtungen erfüllen. Dass nach dem bisherigen Inhalt des vorliegenden Gesetzentwurfs die Abschlussprüfer dies nicht zu prüfen und der Aufsicht zu berichten haben, wurde bereits erwähnt (oben 2.). Nun hat die BaFin zwar das Recht, von den ihrer Aufsicht unterliegenden Instituten jederzeit deren Geschäftstätigkeit betreffende Auskünfte fordern zu können (§ 305 VAG; § 44 KWG; § 14 KAGB). Aus praktischen Gründen kommt insofern aber nur eine auf Dauer angelegte, generelle Berichtspflicht der Unternehmen ohne sich ständig wiederholende, spezielle Auskunftsersuchen in Betracht, sei es aufgrund einer entsprechenden generellen Aufsichtsmaßnahme seitens der BaFin, sei es aufgrund einer Aufgabenzuweisung an den Abschlussprüfer durch Gesetz oder Verordnung, sei es aufgrund einer gesetzlichen Anzeigepflicht für die beaufsichtigten Unternehmen nach dem Vorbild des § 24 KWG. Es ist

⁴³ So auch Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Auflage 2016, § 6 Rn. 4 (die Aufsicht beziehe sich auch auf „*die Einhaltung solcher Gesetze, die in untrennbarem Zusammenhang mit der Aufsicht nach dem KWG stehen*“); anders aber ders., § 6 Rn. 62 m. w. Nachw.: Maßnahmen der Missbrauchsaufsicht nach § 6 Abs. 3 KWG könnten sich nur auf Verstöße gegen Vorschriften des KWG, nicht anderer Gesetze beziehen. Die hierfür angeführte Gesetzesbegründung (BT-Drs. 13/7142 S. 74) gibt das nicht her.

ein weiteres Defizit der geplanten Neuregelung, dass dies im vorliegenden Entwurf nicht bedacht und erledigt worden ist.

4. Verstöße gegen die neuen Publikationspflichten gemäß §§ 134b Abs. 5 Satz 1, 134c Abs. 3 Satz 1 AktG-E sollen bußgeldpflichtig sein (§ 405 Abs. 2a Nrn. 8, 9 AktG-E). Zuständige Verwaltungsbehörde für die Verfolgung der Ordnungswidrigkeiten (§ 36 OWiG) soll nach § 405 Abs. 5 Nr. 2 AktG-E das *Bundesamt für Justiz*, nicht die BaFin, sein. Diese Erstreckung der Zuständigkeit des Bundesamts für Justiz schließt sich einfach an die bereits zuvor gegebene Zuständigkeit des BfJ für Bußgeldverfahren für Verstöße gegen das AktG an, in denen eine Zuständigkeit der BaFin hierfür in der Tat ausscheidet. Bei der Befolgung der Berichts- und Publikationspflichten gemäß §§ 134b, c AktG-E liegen die Dinge aber anders, denn deren Beachtung hat die BaFin im Rahmen der Rechtsaufsicht über die verpflichteten Unternehmen zu überwachen. In der Praxis wird sich das BfJ auf die von der BaFin gewonnenen Feststellungen stützen. Es hätte daher nahegelegen, der BaFin auch die Zuständigkeit für die Bußgeldverfahren zu übertragen.

VII. *Zusammenfassend* ist festzuhalten:

Erstens, die im Entwurf des ARUG II vorgesehenen Berichts- und Publikationspflichten der institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften sind in ihrem Anwendungsbereich äußerst beschränkt und werden für sich genommen kaum die erhoffte Wirkung erzielen, da die wichtigsten institutionellen Investoren nicht erfasst werden.

Zweitens, systematisch erscheint die Platzierung der Berichtspflichten im AktG verfehlt. Sie überschneiden sich zum Teil mit bereits anderwärts im Kapitalmarktrecht normierten Berichtspflichten; zum Teil ergeben sich sogar Widersprüche hierzu.

Drittens, eine Ergänzung und Detaillierung der gesetzlichen Pflichten durch einen Stewardship Code, der tunlichst für alle betroffenen Unternehmen einheitliche Standards setzen sollte, erscheint bedenkenswert.

Viertens, die Aktionärsrechte-Richtlinie gibt den Mitgliedstaaten auf, Maßnahmen und Sanktionen festzulegen, die bei Verstößen gegen die gemäß der Richtlinie erlassenen nationalen Vorschriften zu verhängen sind; diese Maßnahmen müssen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein. Die gegenwärtig vorgesehene Regelung genügt dem nicht. Der BaFin obliegt zwar die Rechtsaufsicht über die in § 134a AktG-E genannten institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften; dies umfasst künftig auch die Kontrolle, ob

die beaufsichtigten Unternehmen ihren Berichts- und Publikationspflichten gemäß § 134b, c AktG nachkommen. Bisher ist aber nicht sichergestellt, dass die hierfür erforderlichen Informationen der BaFin in einer für die laufende Aufsicht praktisch geeigneten Weise zur Verfügung gestellt werden. Insbesondere ist bisher die Abschlussprüfung nicht auf die Frage auszurichten, ob die Unternehmen ihren neuen Berichts- und Publikationspflichten genügen. Zu bemängeln ist ferner, dass die Sanktionierung von Verstößen durch Bußgelder dem Bundesamt für Justiz aufgetragen werden soll, während die Aufsicht der Bafin obliegen wird.

WORKING PAPERS

1. Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener; (publ. In: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
2. Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele und Aufgaben der Politik, insbesondere des Bundesministeriums der Finanzen
3. Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12 Abs. 1 KWG; (publ. in: WM 2003, 1697 ff.)
4. Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland
5. Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht
6. Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie- Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
7. Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der Finanzmärkte
8. Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich relevantem Verhalten
9. Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 30 ff.)
10. Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail Investors? A balancing Act for Regulators; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
11. Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a New Direction?; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
12. Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
13. Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
14. Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
15. Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
16. Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany; (publ. in: AmJCompL LIII [2005], Nr. 4, S. 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 [2005], Nr. 4, S. 44 ff.)
17. Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
18. Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie; (publ. in: Die AG 2004, S. 358 ff.)
19. Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 65 ff. u. S. 249 ff.)
20. Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 235 ff.)
21. David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
22. Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law; (deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, S. 386 ff.)
23. Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
24. Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
25. Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
26. Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
27. Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
28. Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)

29. René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
30. Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
31. Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
32. Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung; (publ. in: WM 2004, S. 2041 ff.)
33. Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern; (publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
34. Andreas Cahn Das neue Insiderrecht; (publ. in: Der Konzern 2005, S. 5 ff.)
35. Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa
36. Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
37. Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz; (publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
38. Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank
39. Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture; (publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19 ff.)
40. David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents; (publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)
41. John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition; (publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
42. David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes
43. Garry J. Schinasi / Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market; (publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman [eds.], 2006)
44. Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity
45. Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross- Border Assignments – A potential threat from Europe; (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270 ff.)
46. Jochem Reichert / Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
47. Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?; (publ. in: European Company and Financial Law Review, 2006, p. 147 ff.)
48. Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.], Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, 952 ff.)
49. Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?; (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
50. Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
51. Hannes Klühs / Roland Schmidtleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT- Gesellschaften; (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
52. Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht; (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
53. Stefan Simon / Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
54. Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
55. Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
56. Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)

57. Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht; (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
58. Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan; (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, S. 143 ff.)
59. Andreas Cahn / Jürgen Götzt Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung; (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidtleicher/ Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?; (publ. in: ZBB 2007, S. 124 ff.)
61. Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385 ff.)
62. Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
63. Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay; (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
64. Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?; (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
65. Theodor Baums / Astrid Keinath / Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
66. Stefan Brass / Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien; (publ. in: ZBB 2007, S.257 ff.)
67. Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts; (publ. in: ZHR 171 [2007], S. 599 ff.)
68. David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries
69. Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
70. Theodor Baums/ Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen; (publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
71. David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US- Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
72. Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO; (publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
73. Melanie Döge / Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten Anstellungsverhältnissen; (publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
74. Roland Schmidtleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?; (publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
75. Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht; (publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz, 2008, S. 525 ff.)
76. Andreas Cahn / Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe; (publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
77. David C. Donald Approaching Comparative Company Law
78. Theodor Baums / Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project; (publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.], Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch, 2009, S. 5 ff.)
79. Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés; (publ. in: Revue des Sociétés 2008, S. 81 ff.)
80. Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG; (publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)
81. Reto Francioni/ Roger Müller/ Horst Hammen Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
82. Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze; (publ. in: BKR 2008, S. 271 ff.)
83. Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts; (publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
84. José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
85. Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG); (publ. in: ZIP 2008, S. 1706 ff.)

86. James D. Cox /
Randall S. Thomas /
Lynn Bai
There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
87. Michael Bradley /
James D. Cox /
Mitu Gulati
The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes: Lessons from the Sovereign Debt Market
88. Theodor Baums
Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda; (publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
89. Theodor Baums
Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht; (publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
90. Theodor Baums
Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes; (publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
91. Tim Florstedt
Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems; (publ. in: Der Konzern 2008, S. 504 ff.)
92. Lado Chanturia
Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
93. Julia Redenius-Hövermann
Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied; (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
94. Ulrich Seibert /
Tim Florstedt
Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf; (publ. in: ZIP 2008, S. 2145 ff.)
95. Andreas Cahn
Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes; (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
96. Thomas Huertas
Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
97. Theodor Baums /
Maike Sauter
Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag; (publ. in: ZHR 173 [2009], 454 ff.)
98. Andreas Cahn
Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH; (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
99. Melanie Döge /
Stefan Jobst
Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz; (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
100. Theodor Baums
Der Eintragungsstopp bei Namensaktien; (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
101. Nicole Campbell /
Henny Mächler
Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
102. Brad Gans
Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
103. Arbeitskreis
„Unternehmerische
Mitbestimmung“
Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats; (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
104. Theodor Baums
Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften; (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)
105. Tim Florstedt
Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG; (publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
106. Melanie Döge
Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz; (publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
107. Matthias Döll
„Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
108. Kenneth E. Scott
Lessons from the Crisis
109. Guido Ferrarini /
Niamh Moloney /
Maria Cristina Ungureanu
Understanding Director’s Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis
110. Fabio Recine /
Pedro Gustavo Teixeira
The new financial stability architecture in the EU
111. Theodor Baums
Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters; (publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
112. Julia Redenius-Hövermann
Zur Frauenquote im Aufsichtsrat; (publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
113. Theodor Baums /
Thierry Bonneau /
André Prüm
The electronic exchange of information and respect for private life, banking secrecy and the free internal market; (publ. in: Rev. Trimestrielle de Droit Financier 2010, N° 2, S. 81 ff.)
114. Tim Florstedt
Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung; (publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
115. Tim Florstedt
Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise; (publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)

116. Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The need for an international instrument on the private law framework for netting
117. Andreas Cahn / Stefan Simon / Rüdiger Theiselmann Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap
118. Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht; (publ. in: ZGR 2011, S. 218 ff.)
119. Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist; (publ. in: ZHR 174 [2010], S. 593 ff.)
120. Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei
121. Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833; (publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff.)
122. Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht; (publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff.)
123. Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung; (publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
124. Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht; (publ. in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 61 ff.)
125. Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und Eigentümlichkeiten
126. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law
127. Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der Prüfungspraxis – Eine kritische Betrachtung des IDW PS 340; (publ. in: ZIP 2012, S. 357 ff.)
128. Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG; (publ. in: Mülbart/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 77 ff.)
129. Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats; (publ. in: Veil [Hrsg.], Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139 ff.)
130. Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131. Theodor Baums / Roland Schmidbleicher Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen; (publ. in: ZIP 2012, S. 204 ff.)
132. Nikolaus Bunting Rechtsgrundlage und Reichweite der Compliance in Aktiengesellschaft und Konzern; (publ. in: ZIP 2012, S. 1542 ff.)
133. Andreas Cahn Beratungsverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern; (publ. in: Der Konzern 2012, S. 501 ff.)
134. Andreas Cahn/Henny Mächler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen; (publ. in: BKR 2013, S. 45 ff.)
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?
136. Daniel Weiß Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz
137. Hans-Gert Vogel Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers
138. Christoph Keller / Nils Köbler Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen
139. Philipp v. Randow Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen business judgment rule und Weisungserteilung
140. Andreas Cahn Die Mitteilungspflicht des Legitimationsaktionärs – zugleich Anmerkung zu OLG Köln AG 2012, 599; (publ. in: AG 2013, S. 459 ff.)
141. Andreas Cahn Aufsichtsrat und Business Judgment Rule; (publ. in: WM 2013, S. 1293 ff.)
142. Reto Francioni / Horst Hammen Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt am Main
143. Andreas Cahn/Patrick Kenadjian Contingent Convertible Securities from Theory to CRD IV (publ. in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), The European Banking Union, Oxford University Press, 2015, S. 217 ff.)
144. Andreas Cahn Business Judgment Rule und Rechtsfragen (publ. in: Der Konzern 2015, 105 ff.)
145. Theodor Baums Kündigung von Unternehmensanleihen

146. Andreas Cahn Capital Maintenance in German Company Law (publ. in: Fleischer/Kanda/Kim/Mülbert (Hrsg.), German and Asian Perspectives on Company Law, Mohr Siebeck, 2016, S. 159 ff.)
147. Katja Langenbucher Do We Need A Law of Corporate Groups?
148. Theodor Baums The Organ Doctrine. Origins, development and actual meaning in German Company Law
149. Theodor Baums Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder
150. Andreas Cahn Rechtsverlust der Tochter bei Mitteilungspflichtverletzung durch die Mutter (publ. in: Der Konzern 2017, S. 217 ff.)
151. Melanie Döge The Financial Obligations of the Shareholder; (publ. in: Birkmose [ed.], Shareholders' Duties, 2017, p. 283 ff.)
152. Felix Hufeld Regulation – a Science of its Own
153. Alexander Georgieff/
Stephanie Latsky “Merger of Equals” Transactions – An Analysis of Relevant Considerations and Deal Trends
154. Julia Redenius-Hövermann/
Hendrik Schmidt Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern - Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs
155. Alexander Georgieff/Frank
Bretag Key drivers of global mergers & acquisitions since the financial crisis
156. Andreas Cahn Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht (publ. in: Klöhn/Mock (Hrsg.) Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, S. 37 ff.)
157. Alexander Georgieff Shareholder Considerations in Public Mergers and Acquisitions in the Context of Increased Ownership Concentration and Institutional Investor Stewardship
158. Andreas Cahn Sekundäre Schadensersatzpflichten des Aufsichtsrats wegen unterlassener Anspruchsdurchsetzung – Nachlese zur Easy Software-Entscheidung des BGH (publ. in ZHR 184 (2020), S. 297 ff.)
159. Theodor Baums Institutionelle Investoren im Aktienrecht (publ. in: ZHR 183, 2019, 605 – 616)



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

Goethe-Universität Frankfurt am Main

A large, stylized graphic of the letters 'ILF' in a bold, serif font, rendered in a light blue color. The letters are set against a background of concentric, overlapping circles that create a grid-like pattern, similar to the logo above. The graphic is positioned on the left side of the page, extending from the bottom edge towards the top.
