



G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance



G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance 2023

Die *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance* sind im Anhang zur OECD-Empfehlung betreffend die Grundsätze der Corporate Governance [Recommendation on Principles of Corporate Governance, [OECD/LEGAL/0413](https://legalinstruments.oecd.org)] aufgeführt, die vom Rat der OECD am 8. Juli 2015 verabschiedet und am 8. Juni 2023 überarbeitet wurde. Im September 2023 wurden die Grundsätze von der G20 gebilligt. Der offizielle Text der Empfehlung sowie andere damit verbundene Informationen sind im Compendium of OECD Legal Documents unter <http://legalinstruments.oecd.org> verfügbar.

Dieses Dokument sowie die darin enthaltenen Daten und Karten berühren weder den völkerrechtlichen Status von Territorien noch die Souveränität über Territorien, den Verlauf internationaler Grenzen und Grenzlinien sowie den Namen von Territorien, Städten oder Gebieten.

Bitte zitieren Sie diese Publikation wie folgt:

OECD (2024), *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/0dc0b93c-de>.

ISBN 978-92-64-87801-3 (Druckfassung)
ISBN 978-92-64-53633-3 (PDF)
ISBN 978-92-64-88994-1 (HTML)
ISBN 978-92-64-69890-1 (epub)

Originaltitel: OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.
Übersetzung durch den Deutschen Übersetzungsdienst der OECD. Die einzigen offiziellen Fassungen sind der englische und der französische Text.

Bildnachweis: Deckblatt © Andrew Esson/Baseline Arts Ltd.

Korrigenda zu OECD-Publikationen sind verfügbar unter: <https://www.oecd.org/en/publications/support/corrigenda.html>.

© OECD 2024



Namensnennung 4.0 International (CC BY 4.0)

Dieser Text wird unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung 4.0 International“ verfügbar gemacht. Mit der Nutzung dieses Werks erklären Sie sich mit den Bedingungen dieser Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>) einverstanden.

Namensnennung – Sie müssen das Werk nennen.

Übersetzungen – Sie müssen auf die Originalfassung verweisen, Veränderungen an der Originalfassung kennzeichnen und den folgenden Text hinzufügen: *Bei Diskrepanzen zwischen der Originalfassung und der Übersetzung gilt nur der Text der Originalfassung.*

Bearbeitungen – Sie müssen auf die Originalfassung verweisen und den folgenden Text hinzufügen: *Dies ist eine Bearbeitung einer Originalfassung der OECD. Die in dieser Bearbeitung zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente sollten nicht als die offizielle Auffassung der OECD oder ihrer Mitgliedsländer ausgewiesen werden.*

Material Dritter – Die Lizenz gilt nicht für Material Dritter, das im Werk enthalten ist. Wenn Sie solches Material nutzen, sind Sie dafür verantwortlich, die Genehmigung der Rechteinhaber einzuholen, und haften für etwaige Ansprüche wegen Rechtsverletzung.

Sie dürfen das OECD-Logo, die visuelle Identität der OECD und das Titelbild nicht ohne ausdrückliche Genehmigung verwenden, und Sie dürfen nicht den Eindruck erwecken, dass die OECD Ihre Nutzung des Werks billigt.

Alle Streitigkeiten, die sich aus dieser Lizenz ergeben, werden durch ein Schiedsverfahren beigelegt, das der Schiedsordnung des Ständigen Schiedshofs (Permanent Court of Arbitration – PCA) in der Fassung von 2012 folgt. Der Sitz des Schiedsgerichts ist Paris (Frankreich). Die Zahl der Schiedsrichter*innen beträgt eins.

Geleitwort

Die *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance* bieten Leitlinien, um die Politik bei der Evaluierung und Verbesserung des rechtlichen, regulatorischen und institutionellen Rahmens der Corporate Governance zu unterstützen. Auf diese Weise sollen Marktvertrauen und Marktintegrität, wirtschaftliche Effizienz, nachhaltiges Wachstum und finanzielle Stabilität gefördert werden.

Als wichtigste internationale Benchmark für gute Corporate Governance haben die *Grundsätze* globale Reichweite. Sie sind Ausdruck der vielfältigen Erfahrungen und Ambitionen eines breiten Spektrums von Staaten mit unterschiedlichen Rechtssystemen und in unterschiedlichen Entwicklungsstadien. Außerdem zählen sie zu den Kernstandards für solide Finanzsysteme (*Key Standards for Sound Financial Systems*) des Finanzstabilitätsrats.

Diese überarbeitete Fassung der *Grundsätze* ist das Ergebnis von 18 Monaten Arbeit und trägt dem Wunsch aller OECD- und G20-Mitglieder Rechnung, Leitlinien für die Nachhaltigkeit und Resilienz von Unternehmen aufzunehmen. Die *Grundsätze* helfen den Unternehmen beim Umgang mit ökologischen und sozialen Risiken und gehen auf Offenlegungspflichten, die Rollen und Rechte von Aktionären und Stakeholdern sowie die Aufgaben des Boards ein. Damit tragen sie zu drei wesentlichen Zielen bei:

Erstens verbessern sie den Zugang von Unternehmen zu Finanzierung, insbesondere an den Kapitalmärkten. Dadurch fördern sie die Investitions- und Innovationstätigkeit, das Produktivitätswachstum und die wirtschaftliche Dynamik insgesamt.

Zweitens bieten sie einen Schutzrahmen für Anleger, einschließlich privater Haushalte, die ihre Ersparnisse investiert haben. Ein formaler Rahmen von Verfahrensregelungen, der die Transparenz und Rechenschaftspflicht der Board-Mitglieder und der Geschäftsführung gegenüber den Aktionären fördert, stärkt das Marktvertrauen.

Drittens erhöhen sie die Nachhaltigkeit und Resilienz der Unternehmen und somit auch die Nachhaltigkeit und Resilienz der Gesamtwirtschaft.

Angesichts sich verändernder Anlegererwartungen sollen die *Grundsätze* dazu beitragen, Unternehmen den Zugang zu den Finanzmärkten zu erleichtern. Darüber hinaus sollen sie für transparentere Marktinformationen und eine Stärkung der Anlegerrechte sorgen, um das Anlegervertrauen zu steigern.

Mit Blick auf die immer wichtigere Rolle institutioneller Investoren fördern die *Grundsätze* die Nutzung von Stewardship-Codes und die Offenlegung etwaiger Interessenkonflikte von Beratungsdienstleistern, wie z. B. Proxy-Advisors und Anbietern von nachhaltigen Indizes. Darüber hinaus enthalten die *Grundsätze* neue Empfehlungen, die der zunehmenden Bedeutung von Unternehmensanleihen und der Rolle von Anleiheninhabern an den Kapitalmärkten Rechnung tragen.

Es liegt vor allem an den Politikverantwortlichen, Regulierungsbehörden, internationalen Organisationen und Marktteilnehmern, eine bestmögliche Nutzung der *Grundsätze* sicherzustellen, damit Länder und Unternehmen weiterhin von den positiven Effekten einer guten Corporate Governance profitieren können. Die OECD wird weiter eng mit allen relevanten nationalen Stellen und anderen Partnern zusammenarbeiten, um die Umsetzung der *Grundsätze* weltweit voranzubringen.



Mathias Cormann

OECD-Generalsekretär

Vorwort

Die *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance* sind der führende internationale Corporate-Governance-Standard. Ihr Ziel ist es, Politikverantwortliche und Regulierungsbehörden bei der Evaluierung und Verbesserung des rechtlichen, regulatorischen und institutionellen Rahmens der Corporate Governance zu unterstützen, um Marktvertrauen und Marktintegrität, wirtschaftliche Effizienz sowie finanzielle Stabilität zu fördern.

Die *Grundsätze* wurden 2021–2023 umfassend überarbeitet, um den jüngsten Entwicklungen bei der Corporate Governance und an den Kapitalmärkten Rechnung zu tragen. Die überarbeiteten *Grundsätze* wurden im Juni 2023 vom Rat der OECD auf Ministerebene verabschiedet (die *Grundsätze* sind Teil der OECD-Empfehlung betreffend die Grundsätze der Corporate Governance [*Recommendation on Principles of Corporate Governance*, [OECD/LEGAL/0413](https://www.oecd.org/legal/0413)]) und im September 2023 von den Staats- und Regierungschefs der G20 gebilligt. Die *Grundsätze* zählen zu den Kernstandards für solide Finanzsysteme (*Key Standards for Sound Financial Systems*) des Finanzstabilitätsrats und bilden die Grundlage für die Weltbank-Berichte über die Einhaltung von Standards und Kodizes (*Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSC*) im Bereich der Corporate Governance.

Die Aktualisierung der *Grundsätze* hatte zwei Hauptziele. Erstens sollten die Staaten bei ihren nationalen Bemühungen unterstützt werden, die Bedingungen für den Zugang von Unternehmen zu Kapitalmarktfinanzierung zu verbessern, und zweitens sollten Corporate-Governance-Regeln gefördert werden, die die Nachhaltigkeit und Resilienz der Unternehmen stärken, was wiederum zur Nachhaltigkeit und Resilienz der Gesamtwirtschaft beitragen kann.

Eine wichtige Neuerung der überarbeiteten *Grundsätze* ist daher das Kapitel zu „Nachhaltigkeit und Resilienz“. Es adressiert die wachsenden Herausforderungen für Unternehmen im Umgang mit klima-bezogenen und sonstigen Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen. In dieses neue Kapitel wurde auch Kapitel IV der Vorgängerversion der *Grundsätze* zur „Rolle der verschiedenen Unternehmensbeteiligten (Stakeholder) bei der Corporate Governance“ integriert. Davon abgesehen blieb die Struktur der *Grundsätze* unverändert. Die bestehenden Kapitel wurden jedoch durch zahlreiche neue Empfehlungen ergänzt.

Für die Überarbeitung zeichnete der OECD-Ausschuss für Corporate Governance unter dem Vorsitz von Herrn Masato Kanda verantwortlich. In dem Ausschuss sind OECD-, G20- und FSB-Mitglieder vertreten, die gleichberechtigt an der Überarbeitung mitwirkten. Die regionalen Corporate-Governance-Gesprächsrunden der OECD in Asien und Lateinamerika sowie Business at OECD (BIAC) und der Gewerkschaftliche Beratungsausschuss (TUAC) leisteten ebenfalls maßgebliche Beiträge. Außerdem wurden eine öffentliche Online-Konsultation und eine Stakeholder-Konsultation in Präsenzform durchgeführt. Auch Experten aus einschlägigen internationalen Organisationen, insbesondere dem Finanzstabilitätsrat, dem Internationalen Währungsfonds und der Weltbankgruppe, brachten sich ein.

Um sicherzustellen, dass die *Grundsätze* weiterhin sachlich richtig und relevant sind, wurden umfangreiche empirische Studien und Analysen zu den jüngsten Veränderungen an den Kapitalmärkten und in der Corporate-Governance-Politik und -Praxis durchgeführt, auf die sich die Überarbeitung stützte. Sie dienten dem Ausschuss als Grundlage sowohl für die Auswahl von Prioritätsbereichen für die Überarbeitung als auch für die eigentlichen inhaltlichen Anpassungen.

Die OECD, die G20 sowie maßgebliche Stakeholder werden nun die effektive Umsetzung der überarbeiteten *Grundsätze* auf internationaler Ebene vorantreiben und überwachen. In diesem Rahmen erfolgt auch eine Überarbeitung der *Methodology for Assessing the Implementation of the Principles of Corporate Governance* sowie die regelmäßige Veröffentlichung des *OECD Corporate Governance Factbook*, das die Umsetzung der *Grundsätze* in zahlreichen Ländern beurteilt.

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	3
Vorwort	5
Einführung	8
I. Voraussetzungen für einen effektiven Corporate-Governance-Rahmen	11
II. Aktionärsrechte, Gleichbehandlung der Aktionäre und wesentliche Eigentümerfunktionen	17
III. Institutionelle Anleger, Aktienmärkte und andere Intermediäre	27
IV. Offenlegung und Transparenz	32
V. Pflichten des Boards (Aufsichtsorgan)	41
VI. Nachhaltigkeit und Resilienz	53

Einführung

Die Grundsätze der Corporate Governance (im Folgenden als „Grundsätze“ bezeichnet) sollen Politikverantwortlichen helfen, den rechtlichen, regulatorischen und institutionellen Rahmen der Corporate Governance zu evaluieren und zu verbessern, um wirtschaftliche Effizienz, nachhaltiges Wachstum und finanzielle Stabilität zu fördern. Dies geschieht in erster Linie, indem den Aktionären, den Mitgliedern von Board und Geschäftsführung, den Mitarbeitenden und wesentlichen Stakeholdern sowie Finanzintermediären und Dienstleistern geeignete Informationen und Anreize geboten werden, um in einem Kontext von Kontrolle und Gegenkontrolle ihre Aufgaben wahrzunehmen und Rechenschaftslegung zu gewährleisten.

Corporate Governance befasst sich mit den Beziehungen zwischen der Geschäftsführung eines Unternehmens, dem Aufsichtsorgan (Board), den Aktionären und anderen Stakeholdern. Ein weiterer Gegenstand der Corporate Governance sind die Strukturen und Systeme für die Führung des Unternehmens, die Festlegung der Unternehmensziele sowie die Bestimmung der Mittel, um diese Ziele zu erreichen und die Erfolgskontrolle durchzuführen.

Die *Grundsätze* sind nicht rechtsverbindlich und nicht als detaillierte Vorgaben für nationale Gesetzgebung gedacht. Sie sind weder ein Ersatz für nationale Gesetze und Vorschriften, noch sollten sie als diesen übergeordnet angesehen werden. Vielmehr sollen sie Ziele benennen und verschiedene Wege aufzeigen wie diese Ziele mit einem Instrumentarium, zu dem in der Regel gesetzliche und regulatorische Elemente, Börsenzulassungsregeln, Selbstregulierungsmechanismen, vertragliche Vereinbarungen, freiwillige Verpflichtungen und Geschäftspraktiken gehören, erreicht werden können. Die Umsetzung der *Grundsätze* in den einzelnen Staaten hängt von den jeweiligen rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen ab. Die *Grundsätze* sollen einen tragfähigen, aber flexiblen Bezugsrahmen schaffen, auf dessen Grundlage Politikverantwortliche und Marktteilnehmer ihre eigenen Corporate-Governance-Rahmen entwickeln können. Um in einer sich wandelnden Welt wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen Unternehmen innovativ sein und ihre Corporate-Governance-Praxis anpassen, damit sie neue Anforderungen erfüllen und neue Chancen nutzen können. Die staatlichen Instanzen haben die wichtige Aufgabe, einen wirksamen Regulierungsrahmen zu schaffen, der flexibel genug ist, um effektiv funktionierende Märkte zu gewährleisten und neuen Erwartungen der Aktionäre und Stakeholder Rechnung zu tragen. Dabei müssen Kosten und Nutzen der Regulierung sorgfältig abgewogen werden. Die *Grundsätze* selbst haben evolutionären Charakter und werden bei wesentlichen Veränderungen ihres Umfelds überarbeitet, damit sie ihrer Rolle als führender internationaler Standard für die Politikgestaltung im Bereich der Corporate Governance weiter gerecht werden können.

Gut konzipierte Corporate-Governance-Regeln können die Verwirklichung allgemeinerer wirtschaftlicher Ziele entscheidend voranbringen und drei wesentliche Beiträge zu staatlicher Politik leisten. Erstens helfen sie den Unternehmen, Zugang zu Finanzierung – insbesondere über die Kapitalmärkte – zu erhalten. Dadurch fördern sie Innovationen, Produktivität, unternehmerische Tätigkeit und die wirtschaftliche Dynamik insgesamt. Zugleich stärkt gute Corporate Governance das Vertrauen direkter und indirekter Kapitalgeber darauf, unter fairen und gleichberechtigten Bedingungen an der Wertschöpfung der Unternehmen mitwirken und teilhaben zu können. Sie beeinflusst daher die Kosten, zu denen Unternehmen Kapital für weiteres Wachstum beschaffen können.

Dies ist auf den globalisierten Kapitalmärkten der heutigen Zeit von besonderer Bedeutung. Internationale Kapitalströme eröffnen den Unternehmen den Zugang zu einem viel größeren Kreis von Kapitalgebern. Wenn Unternehmen und Länder die Vorteile globaler Kapitalmärkte voll ausschöpfen und langfristiges, „geduldiges“ Kapital anwerben wollen, müssen die Corporate-Governance-Rahmen glaubwürdig sein, sowohl im Inland als auch über die Landesgrenzen hinaus richtig verstanden werden und sich an international anerkannten Grundsätzen orientieren.

Zweitens bieten gut konzipierte Corporate-Governance-Regeln einen Schutzrahmen für Anleger, einschließlich privater Haushalte, die ihre Ersparnisse investiert haben. Ein formaler Rahmen von Verfahrensregelungen, der die Transparenz und Rechenschaftspflicht der Board-Mitglieder und der Geschäftsführung gegenüber den Aktionären fördert, stärkt das Marktvertrauen und verbessert damit den Zugang der Unternehmen zu Finanzierung. Ein wesentlicher Teil der Bevölkerung investiert an den Aktienmärkten, entweder direkt als Privatanleger*innen oder indirekt über Pensions- und Investmentfonds. Ein System, das die Menschen an der Wertschöpfung der Unternehmen teilhaben lässt und ihnen Gewissheit bietet, dass ihre Rechte geschützt sind, eröffnet den privaten Haushalten Zugang zu Anlagechancen, mit denen sie höhere Erträge für ihre Ersparnisse und ihre Altersvorsorge erzielen könnten. Da institutionelle Investoren zunehmend einen Großteil ihrer Portfolios auf ausländischen Märkten investieren, sollten Maßnahmen zum Schutz der Anleger auch für grenzüberschreitende Investitionen gelten.

Drittens erhöhen gut konzipierte Corporate-Governance-Regeln auch die Nachhaltigkeit und Resilienz der Unternehmen, was wiederum zur Nachhaltigkeit und Resilienz der Gesamtwirtschaft beitragen kann. Viele Anleger berücksichtigen bei der Betrachtung der finanziellen Ergebnisse von Unternehmen zunehmend auch die finanziellen Risiken und Chancen, die mit allgemeineren wirtschaftlichen, ökologischen und sozialen Herausforderungen einhergehen, sowie die Resilienz der Unternehmen gegenüber diesen Risiken und ihren Umgang damit. In einigen Staaten beschäftigt sich auch die Politik mit der Frage, wie die Geschäftstätigkeit von Unternehmen zur Bewältigung dieser Herausforderungen beitragen kann. Ein solider Rahmen für die Corporate Governance in Nachhaltigkeitsfragen kann den Unternehmen helfen, die Interessen von Aktionären und anderen Stakeholdern zu bestimmen und zu berücksichtigen und den langfristigen Erfolg des Unternehmens zu sichern. Dieser Rahmen sollte die Offenlegung wesentlicher nachhaltigkeitsbezogener Informationen – u. a. im Hinblick auf den Klimawandel – umfassen, die verlässlich, kohärent und vergleichbar sind. In einigen Fällen können Staaten die Konzepte der nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegung und Wesentlichkeit so auslegen, dass die geltenden Standards die Offenlegung von Informationen sicherstellen sollten, die rational handelnde Aktionäre für ihre Anlage- oder Abstimmungsentscheidungen benötigen.

Die *Grundsätze* sollen knapp und präzise, verständlich und für alle Akteure, die weltweit an der Entwicklung und Umsetzung guter Corporate Governance beteiligt sind, zugänglich sein. Aufbauend auf den *Grundsätzen* ist es die Aufgabe staatlicher, halbstaatlicher oder privatwirtschaftlicher Initiativen, die Qualität des Corporate-Governance-Rahmens zu beurteilen und detailliertere verbindliche oder freiwillige Bestimmungen auszuarbeiten, um länderspezifischen wirtschaftlichen, rechtlichen und kulturellen Unterschieden Rechnung zu tragen.

Die *Grundsätze* richten sich hauptsächlich an finanzielle und nichtfinanzielle börsennotierte Unternehmen. Soweit anwendbar, können sie auch ein nützliches Instrument zur Verbesserung der Unternehmensführung in nicht börsennotierten Unternehmen darstellen. Auch wenn die *Grundsätze* teilweise eher auf große als auf kleine Unternehmen ausgerichtet sind, sollten die Politikverantwortlichen möglicherweise alle Unternehmen für eine verantwortungsvolle Corporate Governance sensibilisieren – d. h. auch kleinere und nicht börsennotierte Unternehmen sowie Unternehmen, die Schuldtitel emittieren. Die *Grundsätze* werden ergänzt durch die *OECD-Leitsätze zu Corporate Governance in staatseigenen Unternehmen*. Weitere Faktoren, die für unternehmerische Entscheidungsprozesse von Belang sind, wie Umwelt-, Antikorruptions- oder ethische Erwägungen, werden nicht nur in den *Grundsätzen*, sondern auch in einer Reihe anderer internationaler Standards behandelt, wie z. B. den *OECD-Leitsätzen für multinationale Unternehmen*, dem *OECD-Übereinkommen über die Bekämpfung der Bestechung ausländischer Amts-*

träger im internationalen Geschäftsverkehr, den Leitprinzipien der Vereinten Nationen für Wirtschaft und Menschenrechte sowie der ILO-Erklärung über grundlegende Prinzipien und Rechte bei der Arbeit, auf die in den Grundsätzen verwiesen wird.

Die Grundsätze sollen die Geschäftsentscheidungen von Marktteilnehmern, Board-Mitgliedern und Geschäftsführung weder unnötig infrage stellen noch ihnen vorgreifen. Was für ein oder mehrere Unternehmen oder einen oder mehrere Anleger funktioniert, ist nicht zwangsläufig für alle geeignet. Unternehmen unterscheiden sich in ihrem Reifegrad, ihrer Größe und ihrer Komplexität. Ein Universalmodell guter Corporate Governance gibt es deshalb nicht – aber aus dem ergebnisorientierten Ansatz, den die Grundsätze verfolgen, ergeben sich dennoch einige gemeinsame Elemente aller Formen verantwortungsvoller Unternehmensführung. Die Grundsätze bauen auf diesen gemeinsamen Elementen auf und sind so formuliert, dass sie den verschiedenen existierenden Modellen Rechnung tragen.

Beispielsweise wird in den Grundsätzen keine bestimmte Leitungsstruktur befürwortet, und der in den Grundsätzen verwendete Begriff „Board“ ist so auszulegen, dass er den jeweiligen in den verschiedenen Ländern anzutreffenden Modellen der Unternehmensleitung gerecht wird. Bei dem für einige Staaten typischen dualistischen Modell bezieht sich der in den Grundsätzen verwendete Begriff „Board“ auf den „Aufsichtsrat“ und der Begriff „(Mitglieder der) Geschäftsführung“ auf den „Vorstand“. In monistischen Systemen mit einem einheitlichen Leitungsorgan, in dem ein internes Prüfungsgremium als Aufsichtsorgan fungiert, sind die für das Board geltenden Grundsätze entsprechend auf dieses interne Prüfungsgremium anzuwenden. Da sich die Definition des Begriffs „(Mitglieder der) Geschäftsführung“ in den verschiedenen Staaten und je nach Kontext – z. B. im Zusammenhang mit der Vergütungspolitik oder Geschäften mit nahestehenden Unternehmen oder Personen – unterscheiden kann, ist es Sache der einzelnen Staaten, eine zweckmäßige Definition festzulegen, die den beabsichtigten Zielen der Grundsätze gerecht wird. Die Begriffe „Gesellschaft“ und „Unternehmen“ werden synonym verwendet. Der Begriff „Stakeholder“ wird in den Grundsätzen durchgängig für Interessenträger verwendet, die keine Aktionäre des betreffenden Unternehmens sind. Dabei kann es sich u. a. um Mitarbeitende, Gläubiger, Kunden, Lieferanten und betroffene Gemeinschaften handeln.

Die Grundsätze dienen Staaten in aller Welt als Maßstab. Sie zählen zudem zu den Kernstandards für solide Finanzsysteme (*Key Standards for Sound Financial Systems*) des Finanzstabilitätsrats und bilden die Grundlage für die Evaluierung der Corporate Governance für die Weltbank-Berichte über die Einhaltung von Standards und Kodizes (*Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSC*). Die Grundsätze dienen auch als Benchmark für die Entwicklung sektoraler Corporate-Governance-Leitlinien durch andere internationale Standardsetzer, wie z. B. den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. Die Umsetzung der Grundsätze wird durch verschiedene Instrumente überwacht und gefördert. Dazu zählen das *OECD Corporate Governance Factbook*, thematische Peer Reviews, die die Praxis in verschiedenen Staaten vergleichen, sowie Corporate-Governance-Prüfungen auf regionaler und Länderebene.

Die Grundsätze gliedern sich in sechs Kapitel: I. Voraussetzungen für einen effektiven Corporate-Governance-Rahmen, II. Aktionärsrechte, Gleichbehandlung der Aktionäre und wesentliche Eigentümerfunktionen, III. Institutionelle Anleger, Aktienmärkte und andere Intermediäre, IV. Offenlegung und Transparenz, V. Pflichten des Boards (Aufsichtsorgan) und VI. Nachhaltigkeit und Resilienz.

Jedes Kapitel beginnt mit einem einzelnen Grundsatz (in Kursiv- und Fettdruck), der durch eine Reihe von detaillierteren Grundsätzen und Untergrundsätzen (jeweils in Fettdruck) präzisiert wird. Ergänzende Anmerkungen kommentieren die Grundsätze und Untergrundsätze und erläutern die ihnen zugrunde liegenden Überlegungen. Die Anmerkungen können auch aktuell vorherrschende bzw. neue Trends beschreiben, verschiedene alternative Durchführungsmethoden nennen oder Beispiele anführen, die für die praktische Umsetzung der Grundsätze von Nutzen sein können.

I. Voraussetzungen für einen effektiven Corporate-Governance-Rahmen

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte transparente und faire Märkte sowie eine effiziente Ressourcenallokation fördern. Er sollte mit dem Prinzip der Rechtsstaatlichkeit in Einklang stehen und eine wirksame Aufsicht und Durchsetzung ermöglichen.

Effektive Corporate Governance erfordert einen tragfähigen rechtlichen, regulatorischen und institutionellen Rahmen, auf den sich die Marktteilnehmer stützen können, wenn sie privatwirtschaftliche Vertragsbeziehungen eingehen. Indem dieser Rahmen transparente und faire Märkte fördert, trägt er auch maßgeblich zur Stärkung des Marktvertrauens bei, das notwendig ist, um allgemeinere wirtschaftliche Zielsetzungen zu erreichen. Der Corporate-Governance-Rahmen setzt sich in der Regel aus gesetzlichen und regulatorischen Elementen, Börsenzulassungsregeln, Selbstregulierungsmechanismen, vertraglichen Vereinbarungen, freiwilligen Verpflichtungen und Geschäftspraktiken zusammen, die sich aus den Rahmenbedingungen, der Geschichte und der Tradition der jeweiligen Länder ergeben. Die optimale Kombination dieser Bestandteile ist daher von Land zu Land unterschiedlich.

Die gesetzlichen und regulatorischen Elemente des Corporate-Governance-Rahmens können durch „Soft Law“-Elemente, wie z. B. Corporate-Governance-Kodizes, sinnvoll ergänzt werden. Diese basieren oft auf dem „Comply or Explain“-Prinzip, um Flexibilität zuzulassen und den individuellen Gegebenheiten einzelner Unternehmen Rechnung zu tragen. Was für ein bestimmtes Unternehmen, einen bestimmten Anleger oder einen bestimmten Stakeholder gut funktioniert, eignet sich nicht zwangsläufig auch für andere Unternehmen, Anleger und Stakeholder, die in einem anderen Kontext und unter anderen Bedingungen tätig sind. Folglich sind möglicherweise nicht alle Elemente eines spezifischen Corporate-Governance-Rahmens in allen Situationen geeignet, ein bestimmtes Governance-Problem zu adressieren. Vielmehr sollten die Methoden, mit denen die Unternehmen zu guten Corporate-Governance-Praktiken motiviert oder verpflichtet werden, den jeweiligen Umständen angepasst werden, um die gewünschten Resultate zu erreichen. In Märkten, in denen institutionelle Investoren eine tragende Rolle dabei spielen, Corporate-Governance-Praktiken anhand von „Soft Law“-Empfehlungen zu verbessern, kann beispielsweise die wirksame Umsetzung solcher Praktiken durch „Soft Law“ der effizientere Ansatz sein. In Märkten dagegen, in denen sich Investoren passiver verhalten, könnten die Aufsichtsbehörden eher dazu tendieren, die Umsetzung bestimmter Corporate-Governance-Standards vorzuschreiben und durchzusetzen. Um neue Erfahrungen und Veränderungen des Geschäftsumfelds zu berücksichtigen, sollten die verschiedenen Bestimmungen des Corporate-Governance-Rahmens regelmäßig überprüft und gegebenenfalls angepasst werden.

Staaten, die eine Umsetzung der *Grundsätze* anstreben, sollten ihren Corporate-Governance-Rahmen überprüfen, um seinen Beitrag zur Marktintegrität, zum Kapitalmarktzugang, zur Wirtschaftsleistung und zu transparenten und gut funktionierenden Märkten zu wahren und zu stärken. In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu untersuchen, inwieweit sich die verschiedenen Bestandteile des Corporate-Governance-Rahmens verzahnen, ergänzen und generell für die Förderung ethischer, verantwortungsbewusster und transparenter Corporate-Governance-Praktiken eignen. Diese Analyse ist ein wichtiges Instrument für die Entwicklung eines effektiven Corporate-Governance-Rahmens. Eine wesentliche Voraussetzung hierfür sind effektive und zeitnahe Konsultationen der Öffentlichkeit. In manchen Staaten muss dies möglicher-

weise durch Initiativen ergänzt werden, um Unternehmen und ihre Stakeholder über die Vorteile der Umsetzung einer soliden Corporate Governance zu informieren.

Darüber hinaus sollten die nationalen gesetzgeberischen Organe und Regulierungsstellen bei der Ausarbeitung eines Corporate-Governance-Rahmens die Notwendigkeit – und die Ergebnisse – effektiver internationaler Dialog- und Kooperationsmechanismen berücksichtigen. Unter diesen Voraussetzungen dürfte es eher gelingen, mit dem Corporate-Governance-Rahmen eine Überregulierung zu vermeiden, unternehmerische Tätigkeit zu fördern und die Risiken schädlicher Interessenkonflikte sowohl im privaten Sektor als auch in öffentlichen Institutionen zu begrenzen.

I.A. Bei der Ausgestaltung des Corporate-Governance-Rahmens sollte darauf geachtet werden, welche Auswirkungen er auf den Zugang der Unternehmen zu Finanzierung, die allgemeine Wirtschaftsentwicklung und Finanzstabilität, die Nachhaltigkeit und Resilienz von Unternehmen und die Marktintegrität hat, welche Anreize er für die Marktteilnehmer schafft und inwiefern er zur Förderung transparenter und gut funktionierender Märkte beiträgt.

Die Kapitalmärkte spielen eine entscheidende Rolle für die Unternehmensfinanzierung. Unternehmen nutzen die Kapitalmärkte zur Beschaffung von Mitteln, mit denen sie Innovationen finanzieren, das Wirtschaftswachstum ankurbeln und ihre Finanzierungsquellen effizient diversifizieren können. Die Finanzierung über Aktien und Anleihen stärkt auch die Resilienz der Unternehmen, da sie ihnen hilft, vorübergehende Schwächephasen zu bewältigen und zugleich ihre Verpflichtungen gegenüber Mitarbeitenden, Gläubigern und Lieferanten zu erfüllen. Die Politikverantwortlichen und Aufsichtsbehörden müssen berücksichtigen, inwiefern der Corporate-Governance-Rahmen den Zugang der Unternehmen zu Kapitalmarktfinanzierung fördern bzw. beeinflussen könnte.

Das Unternehmen als Organisationsform der Wirtschaftstätigkeit ist ein wesentlicher Wachstumsfaktor. Das regulatorische und rechtliche Umfeld der Unternehmenstätigkeit ist daher von entscheidender Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Es ist Aufgabe der Politik, dafür zu sorgen, dass der Corporate-Governance-Rahmen den Anforderungen von Unternehmen mit sehr unterschiedlichen Rahmenbedingungen gerecht wird und es ihnen erleichtert, neue Möglichkeiten der Wertschöpfung zu erschließen und die effizientesten Formen des Ressourceneinsatzes zu bestimmen. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte daher gegebenenfalls Verhältnismäßigkeit wahren, insbesondere im Hinblick auf die Größe börsennotierter Unternehmen. Weitere Faktoren, die Flexibilität erforderlich machen könnten, sind die Eigentums- und Kontrollstruktur, die geografische Aufstellung, die Tätigkeitsbereiche und das Entwicklungsstadium der Unternehmen. Die Politikverantwortlichen sollten vorrangig die angestrebten wirtschaftlichen Ergebnisse im Blick behalten und bei der Abwägung verschiedener Politikoptionen deren Auswirkungen auf die entscheidenden Einflussfaktoren für das Funktionieren der Märkte analysieren. Dazu zählen beispielsweise Anreizstrukturen, die Effizienz von Selbstregulierungssystemen und der Umgang mit systemischen Interessenkonflikten. Transparente und gut funktionierende Märkte disziplinieren die Marktteilnehmer und fördern die Rechenschaftspflicht.

I.B. Die rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, die sich auf die Corporate-Governance-Praxis auswirken, sollten mit dem Prinzip der Rechtsstaatlichkeit in Einklang stehen und transparent sowie durchsetzbar sein. Corporate-Governance-Kodizes können einen ergänzenden Mechanismus darstellen, um die Entwicklung bzw. Weiterentwicklung von Best Practices in den Unternehmen zu fördern, sofern ihr Status klar definiert ist.

Wenn neue Gesetze und Vorschriften erforderlich sind, z. B. in klaren Fällen von Marktunvollkommenheiten, sollten sie so gestaltet werden, dass sie bei allen Beteiligten effizient und gerecht angewandt und durchgesetzt werden können. Dies kann insbesondere durch Konsultationen staatlicher und anderer Regulierungsstellen mit den Unternehmen selbst oder mit deren Verbänden, Aktionären oder Stakeholdern erreicht werden. Ferner sollten Mechanismen geschaffen werden, mit denen die verschiedenen Parteien ihre Rechte verteidigen können. Um Überregulierung, nicht durchsetzbare Regelungen und unbeab-

sichtige Folgen zu vermeiden, die die Geschäftsdynamik behindern oder verzerren könnten, sollten bei der Konzipierung der Maßnahmen alle damit verbundenen Kosten und Nutzeffekte berücksichtigt werden.

Die staatlichen Instanzen sollten über wirksame Durchsetzungs- und Sanktionsbefugnisse verfügen, um von unlauterem Verhalten abzuschrecken und für verantwortungsvolle Corporate-Governance-Praktiken zu sorgen. Zusätzlich kann die Durchsetzung auch durch Privatklagen erwirkt werden, wobei sich das effektive Verhältnis zwischen öffentlicher und privater Rechtsdurchsetzung je nach den konkreten Gegebenheiten der einzelnen Staaten unterscheiden dürfte.

Corporate-Governance-Ziele sind auch in Verhaltenskodizes und Standards verankert, die im Allgemeinen nicht den Status von Gesetzen oder regulatorischen Vorschriften haben. Die Umsetzung der in diesen Kodizes empfohlenen guten Praxis wird in der Regel durch Auskunftsmechanismen nach dem „Comply or Explain“-Prinzip oder andere Varianten wie z. B. „Apply and/or Explain“ gefördert. So wichtig solche Kodizes für die Verbesserung der Corporate-Governance-Strukturen und -Praxis auch sein mögen, kann bei Aktionären und Stakeholdern doch Unsicherheit bezüglich ihres Status und ihrer Umsetzung aufkommen. Wenn Kodizes und Grundsätze als nationale Standards oder als Ergänzung zu rechtlichen und regulatorischen Vorschriften eingesetzt werden, ist es für ihre Glaubwürdigkeit am Markt unerlässlich, dass ihr Status in Bezug auf Geltungsbereich, Umsetzung, Einhaltung und Sanktionen klar definiert ist.

I.C. Die Verteilung der Zuständigkeiten zwischen verschiedenen amtlichen Stellen und Selbstregulierungsorganen sollte klar geregelt sein und dem öffentlichen Interesse dienen.

Corporate-Governance-Auflagen und -Praktiken unterliegen in der Regel dem Einfluss vieler unterschiedlicher Rechtsbereiche wie Gesellschaftsrecht, Wertpapierrecht, Rechnungslegungs- und Rechnungsprüfungsgrundsätze, Börsenzulassungsregeln, Insolvenz-, Vertrags-, Arbeits- und Steuerrecht sowie möglicherweise internationales Recht. Die Corporate-Governance-Praktiken der einzelnen Unternehmen werden häufig auch von Menschenrechten und Umweltgesetzen sowie zunehmend Gesetzen im Zusammenhang mit digitaler Sicherheit, informationeller Selbstbestimmung und dem Schutz personenbezogener Daten beeinflusst. Es besteht daher die Gefahr, dass diese unterschiedlichen Rechteinflüsse zu unbeabsichtigten Überschneidungen oder sogar Konflikten führen, die sich nachteilig auf die Verwirklichung zentraler Corporate-Governance-Ziele auswirken können. Die Politikverantwortlichen sollten sich dieses Risikos bewusst sein und Maßnahmen ergreifen, um einen kohärenten und stabilen institutionellen und regulatorischen Rahmen zu gewährleisten. Für eine wirkungsvolle Durchsetzung bedarf es auch einer klaren Definition und Formalisierung der verschiedenen amtlichen Zuständigkeiten für Aufsicht, Umsetzung und Durchsetzung, damit die Befugnisse komplementärer Organe und Behörden respektiert und optimal genutzt werden. Potenzielle Zielkonflikte, z. B. wenn eine Instanz zugleich mit der Anwerbung von Unternehmen und der Ahndung von Verstößen betraut ist, sollten vermieden oder durch klare Governance-Bestimmungen geregelt werden. Auch Überschneidungen und mögliche Widersprüche zwischen den Bestimmungen verschiedener Staaten gilt es im Auge zu behalten, um Regulierungsarbitrage und die Entstehung eines Regulierungsvakuums (d. h. von Bereichen, für die keine staatliche Stelle ausdrücklich zuständig ist) zu vermeiden sowie die durch die Einhaltung der Regeln verschiedener Systeme entstehenden Kosten möglichst gering zu halten.

Wenn die Regulierungsverantwortung bzw. -aufsicht nichtstaatlichen Organen – insbesondere Börsen – übertragen wird, sollte gezielt untersucht werden, warum und unter welchen Umständen eine solche Übertragung von Befugnissen wünschenswert ist. Außerdem sollten die öffentlichen Instanzen für wirksame Schutzmechanismen sorgen, um zu gewährleisten, dass die übertragenen Befugnisse fair, kohärent und nach geltendem Recht ausgeübt werden. Ferner ist darauf zu achten, dass die Governance-Struktur einer solchen bevollmächtigten Institution transparent ist und dem öffentlichen Interesse Rechnung trägt, u. a. durch geeignete Schutzmechanismen, um potenziellen Interessenkonflikten zu begegnen.

I.D. Die Regulierung der Aktienmärkte sollte eine effektive Corporate Governance unterstützen.

Die Aktienmärkte können einen bedeutenden Beitrag zur Verbesserung der Corporate Governance leisten, indem sie Vorschriften aufstellen und durchsetzen, die eine effektive Corporate Governance der börsennotierten Unternehmen fördern. Außerdem bieten die Aktienmärkte den Anlegern die Möglichkeit, ihre Haltung zur Unternehmensführung eines bestimmten Emittenten auszudrücken, indem sie dessen Aktien kaufen oder verkaufen. Die Qualität der Zulassungs- und Handelsregeln von Börsen ist daher ein wichtiges Element des Corporate-Governance-Rahmens.

Was traditionell als „Börsenhandel“ bezeichnet wird, findet heute auf einer Vielzahl von Plattformen statt. Die meisten großen Börsen sind heute auf Gewinnmaximierung ausgerichtete, ihrerseits börsengehandelte Aktiengesellschaften, die mit anderen auf Gewinnmaximierung ausgerichteten Börsen und Handelsplätzen in Konkurrenz stehen. Unabhängig von der konkreten Struktur des Aktienmarkts sollten die Politikverantwortlichen und Regulierungsinstanzen evaluieren, welche Rolle Börsen und anderen Handelsplätzen bei Standardsetzung, Aufsicht und Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln zukommen sollte. Dazu muss analysiert werden, wie sich die konkreten Geschäftsmodelle der Börsen auf die Anreize und Möglichkeiten zur Ausübung dieser Funktionen auswirken.

I.E. Aufsichts-, Regulierungs- und Durchsetzungsorgane sollten über die notwendige Autorität, Autonomie und Integrität sowie über die erforderlichen Ressourcen und Kapazitäten verfügen, um ihren Pflichten mit der nötigen Professionalität und Objektivität nachkommen zu können. Außerdem sollten ihre Entscheidungen zeitnah und transparent sein und umfassend erläutert werden.

Mit Aufsicht, Regulierung und Durchsetzung sollten Organe betraut werden, die bei der Ausübung ihrer Funktionen und Pflichten operationell unabhängig und rechenschaftspflichtig sind und über die notwendigen Befugnisse und Ressourcen sowie die Fähigkeit zur Erfüllung ihrer Aufgaben und Ausübung ihrer Befugnisse, insbesondere in Bezug auf Corporate Governance, verfügen. Viele Staaten haben die Frage der politischen Unabhängigkeit der Wertpapieraufsicht durch die Einrichtung eines formellen Leitungsgremiums (Direktorium, Rat oder Komitee) gelöst, dessen Mitglieder für einen befristeten Zeitraum ernannt werden. In einigen Staaten werden die Ernennungen auch zeitlich gestaffelt und vom politischen Kalender abgekoppelt, um die Unabhängigkeit der Aufsichtsorgane weiter zu stärken. Einige Staaten versuchen potenziellen Interessenkonflikten entgegenzuwirken, indem sie einen Wechsel in die Wirtschaft nach Ende der Amtszeit durch Sperrfristen oder Karenzzeiten einschränken. Dabei sollte jedoch die Fähigkeit der Aufsichtsbehörden, weiterhin hochkarätige Kandidat*innen mit einschlägiger Erfahrung für diese Positionen gewinnen zu können, berücksichtigt werden. Die betreffenden Gremien sollten in der Lage sein, ihre Funktionen ohne Interessenkonflikte wahrzunehmen, und ihre Entscheidungen sollten einer gerichtlichen oder verwaltungsbehördlichen Prüfung unterliegen. Zugleich sollten Mitarbeitende von Aufsichtsorganen hinreichend vor den Kosten geschützt sein, die für die Verteidigung ihrer Handlungen und/oder Unterlassungen während der Ausübung ihrer Pflichten nach Treu und Glauben anfallen könnten.

Um Interessenkonflikten vorzubeugen (einschließlich einer potenziellen Einmischung der Politik oder Wirtschaft in die Aufsicht und Durchsetzung), könnte die operationelle Unabhängigkeit durch Budgetautonomie und Autonomie bei Personalmanagemententscheidungen gestärkt werden. Diese Autonomie sollte an hohe ethische Standards und Rechenschaftsmechanismen geknüpft sein. Dazu gehören zeitnahe, transparente und umfassend erläuterte Entscheidungen, die der Kontrolle durch die Öffentlichkeit und Justiz unterliegen. Wenn die Unternehmenstransaktionen und der Umfang der Offenlegungen zunehmen, kann es zu einer Überlastung der Aufsichts-, Regulierungs- und Vollzugsbehörden kommen. Den betreffenden Instanzen entsteht dadurch ein erheblicher Bedarf an qualifiziertem Personal, um wirksame Aufsichts- und Ermittlungskapazitäten zu gewährleisten. Daraus ergeben sich Anforderungen an die Finanzausstattung. Viele Staaten decken die notwendige Finanzierung entweder ganz oder teilweise über Gebühren, die von den beaufsichtigten Unternehmen erhoben werden. Dadurch können diese Organe bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben möglicherweise finanziell unabhängiger von der Regierung agieren. Zugleich müssen aber die Gebühren so gestaltet werden, dass die Unabhängigkeit der Aufsichtsorgane von den regulierten

Unternehmen gewahrt bleibt, und die Kriterien für die Erhebung der Gebühren müssen hinreichend transparent sein. Die Fähigkeit dieser Instanzen, durch attraktive Bedingungen qualifiziertes Personal zu gewinnen, ist ebenfalls wichtig, um die Qualität und Unabhängigkeit der Aufsicht und Durchsetzung zu erhöhen.

I.F. Digitale Technologien können die Aufsicht und Umsetzung von Corporate-Governance-Anforderungen erleichtern. Die Aufsichts- und Regulierungsbehörden sollten jedoch der Steuerung der damit verbundenen Risiken gebührende Aufmerksamkeit widmen.

In vielen Staaten werden digitale Technologien eingesetzt, um die Effizienz und Effektivität der Aufsicht und Durchsetzung im Corporate-Governance-Bereich zu verbessern. Dies wirkt sich u. a. positiv auf die Marktintegrität aus. Diese Technologien können auch den Erfüllungsaufwand der regulierten Unternehmen verringern, die digitale Tools nutzen können, um ihre Befolgungskosten zu senken und ihre Risikomanagementkapazitäten zu verbessern. Digitale Technologien können zudem eingesetzt werden, um durch Verbesserungen der Funktionsweise des bestehenden Corporate-Governance-Rahmens die Einhaltung von Vorschriften zu erleichtern, ohne Abstriche bei der Stringenz und Reichweite der Corporate-Governance-Regeln und der Offenlegungspflichten der Unternehmen zu machen.

Der Einsatz digitaler Lösungen in Regulierungs- und Aufsichtsprozessen geht jedoch auch mit Herausforderungen und Risiken einher. Wichtig ist u. a., die Qualität der Daten und die fachliche Kompetenz der Beschäftigten sicherzustellen, die Interoperabilität zwischen verschiedenen Systemen bei der Entwicklung von Berichtsformaten zu berücksichtigen und Abhängigkeiten von Dritten sowie digitale Sicherheitsrisiken zu adressieren. Wenn in Aufsichtsprozessen künstliche Intelligenz und algorithmische Entscheidungsverfahren eingesetzt werden, ist es von wesentlicher Bedeutung, weiterhin Menschen in diese Prozesse einzubinden. Dadurch werden die Risiken eingedämmt, die durch Verzerrungen in algorithmischen Modellen und allzu großes Vertrauen auf Modelle und digitale Technologien entstehen können.

Zugleich treten die Regulierungsbehörden in den meisten Staaten für einen technologieneutralen Ansatz ein, damit Innovationen und der Einsatz alternativer technologischer Lösungen nicht blockiert werden. Angesichts der kontinuierlichen Weiterentwicklung von Technologien, die zur Stärkung der Corporate-Governance-Praxis beitragen könnten, muss der Regulierungsrahmen möglicherweise beizeiten überprüft und angepasst werden, um den Einsatz dieser Technologien zu erleichtern.

I.G. Die grenzüberschreitende Zusammenarbeit sollte verbessert werden, insbesondere durch bilaterale und multilaterale Vereinbarungen über den Austausch von Informationen.

Umfangreiche grenzüberschreitende Eigentumsverflechtungen und Handelsaktivitäten erfordern eine enge internationale Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsstellen, insbesondere durch bilaterale und multilaterale Vereinbarungen über den Informationsaustausch oder gemeinsame aufsichtliche Maßnahmen. Die internationale Zusammenarbeit wird im Bereich der Corporate Governance immer wichtiger, vor allem wenn Unternehmen oder Unternehmensgruppen (Konzerne) in zahlreichen Staaten über börsennotierte und nicht börsennotierte Gesellschaften tätig sind und die Zulassung an mehreren Börsen in verschiedenen Staaten beantragen.

I.H. Klare regulatorische Rahmen sollten eine wirksame Aufsicht über börsennotierte Konzerngesellschaften sicherstellen.

Gut geführte Unternehmensgruppen, deren Tätigkeit einem geeigneten Corporate-Governance-Rahmen unterliegt, können durch Skaleneffekte, Synergien und anderweitige Effizienzgewinne Vorteile erzielen. In einigen Fällen kann aber bei Unternehmensgruppen das Risiko einer Ungleichbehandlung von Aktionären und Stakeholdern bestehen. Angesichts der großen Zahl an Konzernen in vielen Staaten müssen die Regulierungsbehörden daher mehr als je zuvor dafür sorgen, dass der Corporate-Governance-Rahmen Instrumente für eine wirksame Überwachung von Konzernen vorsieht. Andernfalls könnten weitverzweigte

und komplexe Konzernstrukturen Risiken für Aktionäre und Stakeholder börsennotierter Mutter- oder Tochtergesellschaften bergen, u. a. durch missbräuchliche Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen oder Personen. Einige Konzerngesellschaften könnten auch genutzt werden, um im Rahmen von Steuerplanungsstrategien Finanzmittel innerhalb des Konzerns zu verlagern, oder sie könnten die Finanzmittel für die Vergütung des Boards oder der Geschäftsführung oder für Dividendenzahlungen nutzen.

Konzerne, die in mehreren Sektoren und grenzüberschreitend tätig sind, erfordern Zusammenarbeit zwischen inländischen Regulierungsbehörden und zwischen den betreffenden Staaten, um die Wirksamkeit und Kohärenz der Regulierungsaufsicht zu stärken. Dies kann u. a. den Austausch von Informationen über die Aktivitäten von Konzernen zu Aufsichts- und Durchsetzungszwecken umfassen. Um dies zu erleichtern, sind die Staaten angehalten, eine praxistaugliche Definition und Kriterien für die Konzernaufsicht zu entwickeln. Im Mittelpunkt sollten dabei Aspekte wie die Beherrschungsverhältnisse zwischen Konzerngesellschaften und ihrer Muttergesellschaft, der Gesellschaftssitz und die Angemessenheit der Einbeziehung in die Konzernberichterstattung stehen. In einigen Staaten haben die Unternehmen Verhaltensregeln und Governance-Leitlinien auf Konzernebene als Instrument zur Selbstregulierung von Konzernaktivitäten eingeführt.

II. Aktionärsrechte, Gleichbehandlung der Aktionäre und wesentliche Eigentümerfunktionen

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die Aktionärsrechte schützen, deren Ausübung erleichtern und die Gleichbehandlung aller Aktionäre, einschließlich Minderheits- und ausländischer Aktionäre, sicherstellen.

Alle Aktionäre sollten bei Verletzung ihrer Rechte die Möglichkeit haben, effektive Entschädigung zu vertretbaren Kosten und ohne übermäßige Verzögerung zu erhalten.

Aktienanlegern stehen bestimmte Vermögensrechte zu. Eine Aktie eines börsennotierten Unternehmens kann beispielsweise gekauft, verkauft oder übertragen werden. Eine Aktie berechtigt den Anleger auch zur Beteiligung an den Unternehmensgewinnen, während seine Haftung auf die Höhe seiner Anlage beschränkt ist. Außerdem verleiht der Besitz von Aktien ein Recht auf Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft sowie ein Recht zur Einflussnahme auf das Unternehmen, hauptsächlich über die Teilnahme an den Hauptversammlungen und die Ausübung des Stimmrechts.

In der Praxis kann eine Gesellschaft aber nicht im Wege von Aktionärsabstimmungen geführt werden. Die Aktionärschaft setzt sich aus natürlichen und juristischen Personen zusammen, deren Interessen, Ziele, Anlagehorizonte und Kapazitäten divergieren. Darüber hinaus muss die Unternehmensleitung in der Lage sein, geschäftliche Entscheidungen rasch zu treffen. Angesichts dieser Gegebenheiten und der Komplexität der Führung der Unternehmensgeschäfte auf Märkten, die sich schnell weiterentwickeln und ständig verändern, wird von den Aktionären nicht erwartet, dass sie Verantwortung für die Geschäftsführung übernehmen. Vielmehr liegt die Verantwortung für die Unternehmensstrategie und das operative Geschäft normalerweise in den Händen des Boards sowie eines Führungsorgans, das vom Board ausgewählt, mit Weisungen versehen und gegebenenfalls ersetzt wird.

Die Aktionärsrechte hinsichtlich der Einflussnahme auf die Gesellschaft konzentrieren sich auf bestimmte fundamentale Fragen, wie beispielsweise die Wahl der Board-Mitglieder oder andere Mittel zur Beeinflussung der Zusammensetzung des Boards, Änderungen der Unternehmenssatzung, Genehmigung außerordentlicher Transaktionen sowie andere grundlegende Fragen, die im Gesellschaftsrecht und in internen Regelungen des Unternehmens verankert sind. Es handelt sich hierbei um die grundlegenden Rechte der Aktionäre, die in den meisten Staaten gesetzlich verankert sind. In einigen Staaten sind die Aktionäre mit zusätzlichen Rechten ausgestattet, wie beispielsweise dem Recht, Einzelkandidat*innen oder Listen für die Wahl der Board-Mitglieder vorzuschlagen, dem Recht auf Verpfändung von Aktien, auf Genehmigung von Gewinnausschüttungen, auf Abstimmung über die Vergütungen der Mitglieder des Boards und/oder der Geschäftsführung, auf Genehmigung wesentlicher Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen usw.

Das Vertrauen der Anleger darauf, dass das von ihnen eingebrachte Kapital vor Missbrauch oder Veruntreuung durch Führungskräfte des Unternehmens, Board-Mitglieder oder kontrollierende Aktionäre geschützt ist, spielt für die Entwicklung der Kapitalmärkte und deren reibungsloses Funktionieren eine

wichtige Rolle. Ein ineffizienter Corporate-Governance-Mechanismus hingegen könnte Board, Führungskräften oder kontrollierenden Aktionären die Möglichkeit bieten, sich an Aktivitäten zu beteiligen, die in ihrem eigenen Interesse liegen, jedoch zulasten der Minderheitsaktionäre gehen. Bei der Gewährleistung von Anlegerschutz sollte sinnvollerweise zwischen Ex-ante- und Ex-post-Aktionärsrechten unterschieden werden. Zu den Ex-ante-Rechten zählen beispielsweise Bezugsrechte und das Erfordernis qualifizierter Mehrheiten für bestimmte Entscheidungen. Die Ex-post-Rechte ermöglichen es, bei Rechtsverletzungen Entschädigung zu beanspruchen. In Staaten, in denen die Durchsetzung des gesetzlichen und regulatorischen Rahmens nicht hinreichend gesichert ist, kann es sich empfehlen, die Ex-ante-Rechte der Aktionäre zu stärken, indem z. B. die für eine Ergänzung der Tagesordnung der Aktionärshauptversammlung erforderliche Kapitalbeteiligung niedrig angesetzt wird oder bestimmte wichtige Entscheidungen mit qualifizierter Mehrheit getroffen werden müssen. Die *Grundsätze* zielen auf die Gleichbehandlung ausländischer und inländischer Aktionäre im Rahmen der Corporate Governance ab. Sie setzen sich nicht mit der staatlichen Politik im Hinblick auf die Regulierung ausländischer Direktinvestitionen auseinander.

Ein Weg zur Durchsetzung ihrer Rechte bietet sich Aktionären mit der Möglichkeit, rechtliche und administrative Schritte gegen Geschäftsführung und Board-Mitglieder einzuleiten. Die Erfahrung hat gezeigt, dass der Grad des Schutzes der Aktionärsrechte entscheidend davon abhängt, ob wirksame Methoden existieren, um im Falle einer gerechtfertigten Beschwerde Entschädigung zu vertretbaren Kosten und ohne übermäßige Verzögerung zu erhalten. Das Vertrauen der Minderheitsaktionäre wird gestärkt, wenn das Rechtssystem Mechanismen für die Minderheitsaktionäre vorsieht, damit diese Klage erheben können, wenn sie hinreichende Gründe zu der Annahme haben, dass ihre Rechte verletzt wurden. Einige Länder haben erkannt, dass von Minderheitsaktionären im Namen des Unternehmens eingereichte Klagen ein effizientes zusätzliches Instrument zur Durchsetzung der treuhänderischen Pflichten des Boards darstellen, wenn die Verteilung der Prozesskosten in angemessener Weise festgelegt ist. Die Gewährleistung derartiger Durchsetzungsmechanismen ist eine wesentliche Aufgabe der Gesetzgeber und Regulierungsinstanzen. Kapazität und Qualität der Gerichte sind dabei ebenfalls von entscheidender Bedeutung.

In Rechtssystemen, die jedem Anleger die Möglichkeit geben, Handlungen eines Unternehmens gerichtlich anzufechten, besteht allerdings ein gewisses Risiko von Klagemissbrauch. Daher verfügen viele Rechtssysteme über Bestimmungen zum Schutz von Geschäftsführung und Board-Mitgliedern vor missbräuchlichen Klagen in Form von Prüfungsmechanismen, wie vorgerichtliche Verfahren zur Beurteilung der Zulässigkeit von Klagen, haftungsfreie Handlungsspielräume (Safe Harbours) für Geschäftsführung und Board-Mitglieder (wie die Business Judgement Rule) sowie Schutzklauseln im Zusammenhang mit der Offenlegung von Informationen. Im Endeffekt geht es darum, das richtige Gleichgewicht herzustellen zwischen der Möglichkeit der Anleger, gegen Verletzungen ihrer Rechte als wirtschaftlich Berechtigte gerichtlich vorzugehen, und der Vermeidung von Klagemissbrauch.

In vielen Staaten ist man zu dem Schluss gekommen, dass außergerichtliche Verfahren, wie etwa von den Wertpapieraufsichtsbehörden oder anderen Stellen anberaumte Verwaltungsanörungen oder Schiedsverfahren, zumindest in der ersten Instanz eine wirksame Alternative zu Gerichtsverfahren darstellen, um Aktionärsrechte zu schützen. Fachgerichtliche Verfahren können ebenfalls ein zweckmäßiges Instrument sein, um zeitnah einstweilige Verfügungen zu erwirken und Beweise für einen mutmaßlichen Rechtsverstoß zu sammeln und so letztlich die effektive Entschädigung bei Verletzung der Aktionärsrechte zu erleichtern.

II.A. Zu den grundlegenden Rechten der Aktionäre sollte das Recht gehören auf 1. verlässliche Verfahren für die Registrierung ihrer Kapitalbeteiligungen, 2. Veräußerung oder Übertragung von Aktien, 3. rechtzeitige und regelmäßige Offenlegung relevanter, wesentlicher Informationen über das Unternehmen, 4. stimmberechtigte Teilnahme an den Hauptversammlungen, 5. Wahl und Absetzung von Board-Mitgliedern, 6. Beteiligung an den Unternehmensgewinnen sowie 7. Wahl, Bestellung oder Bestätigung des*der externen Abschlussprüfenden.

II.B. Bei Entscheidungen über grundlegende Veränderungen im Unternehmen sollten die Aktionäre hinreichend informiert werden sowie ein Zustimmungs- oder Mitwirkungsrecht haben; dies betrifft namentlich: 1. Änderungen der Satzung, des Gesellschaftsvertrags oder ähnlicher für die Unternehmensorganisation maßgeblicher Dokumente, 2. Genehmigung von Aktienemissionen sowie 3. außerordentliche Transaktionen, einschließlich der Übertragung des Gesellschaftsvermögens, die im Ergebnis einem Verkauf des Unternehmens gleichkommen.

Die Fähigkeit der Unternehmen, Partnerschaften zu bilden und Ausgründungen vorzunehmen und den entsprechenden Unternehmenseinheiten Betriebsvermögen, Cashflow-Rechte und sonstige Rechte und Pflichten zu übertragen, ist wichtig für die geschäftliche Flexibilität und die Übertragung von Befugnissen in komplexen Organisationen. Sie ermöglicht es den Unternehmen auch, Betriebsvermögen zu veräußern und sich in Holding-Gesellschaften zu verwandeln. Ohne geeignete Kontrollmechanismen können solche Möglichkeiten aber auch missbraucht werden.

II.C. Die Aktionäre sollten die Möglichkeit haben, effektiv an den Hauptversammlungen teilzunehmen und dort ihr Stimmrecht auszuüben, und sie sollten über die dabei geltenden Regeln, insbesondere die Abstimmungsverfahren, informiert werden.

II.C.1. Die Aktionäre sollten rechtzeitig mit hinreichenden Informationen über Datum, Format, Ort und Tagesordnung der Hauptversammlung sowie mit vollständigen Informationen über die auf der Hauptversammlung anstehenden Entscheidungen versorgt werden.

II.C.2. Modalitäten, Format und Verfahren der Hauptversammlung sollten die Gleichbehandlung aller Aktionäre gewährleisten. Die unternehmensinternen Verfahren sollten die Ausübung des Stimmrechts nicht unangemessen erschweren oder verteuern.

Das Recht zur Teilnahme an Hauptversammlungen ist ein grundlegendes Recht der Aktionäre. Geschäftsleitung und kontrollierende Aktionäre versuchen bisweilen, Minderheitsaktionäre oder ausländische Investoren davon abzuhalten, Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen. Einige Unternehmen haben Gebühren für die Stimmrechtsausübung erhoben. Weitere mögliche Hindernisse sind das Verbot von Stimmrechtsvollmachten, die Auflage der persönlichen Anwesenheit bei der Hauptversammlung als Voraussetzung für die Ausübung des Stimmrechts, die Bündelung voneinander unabhängiger Beschlussgegenstände, die Abhaltung der Versammlung an einem entlegenen Ort und die Beschränkung der Stimmabgabe auf die Handabstimmung. Wieder andere Methoden machen die Ausübung der Rechte wirtschaftlich Berechtigter praktisch unmöglich. Beispielsweise können die Abstimmungsunterlagen so kurz vor dem Termin der Hauptversammlung verschickt werden, dass dem Aktionär nicht genügend Zeit für Meinungsbildung und Konsultation bleibt. Viele Unternehmen sind indessen bestrebt, die Kanäle für Kommunikation und Entscheidungsfindung mit den Aktionären zu verbessern. Bemühungen der Unternehmen zum Abbau künstlicher Hindernisse für die Teilnahme an Hauptversammlungen sind zu begrüßen, und der Corporate-Governance-Rahmen sollte den Einsatz elektronischer Mittel für die Stimmabgabe in Abwesenheit, einschließlich der elektronischen Versendung von Vollmachtsunterlagen sowie verlässlicher Systeme zur Bestätigung der Stimmabgabe, erleichtern. In Staaten, in denen die private Rechtsdurchsetzung nicht hinreichend gesichert ist, sollten die Regulierungsinstanzen in der Lage sein, unfaire Abstimmungsverfahren zu verhindern.

II.C.3. Die Staaten sollten die Online-Teilnahme an den Hauptversammlungen gestatten, um die Mitwirkung der Aktionäre und das Shareholder Engagement zu erleichtern und die Kosten dafür zu senken. Die Hauptversammlungen sollten in einer Art und Weise abgehalten werden, die allen Aktionären gleichen Zugang zu Informationen und gleiche Mitwirkungsmöglichkeiten gewährleistet.

Die Durchführung von Hauptversammlungen im virtuellen Format oder auch in hybrider Form (d. h., manche Aktionäre nehmen in Präsenz und andere virtuell teil) kann das Shareholder Engagement verstärken, indem Zeitaufwand und Kosten für die Teilnahme verringert werden. Die Nutzung von Online-Plattformen kann den Unternehmen zwar zusätzliche Kosten verursachen, aber auch den Zugang der Aktionäre zu Tagesordnungen und damit verbundenen Informationen erleichtern und eine sichere Infrastruktur sowie effizientere Möglichkeiten zur Prüfung und Beantwortung von Kommentaren und Fragen der Aktionäre bieten. Dennoch muss sichergestellt sein, dass die Aktionäre bei Online-Hauptversammlungen nicht weniger Gelegenheit haben als bei Präsenz-Hauptversammlungen, mit Board und Geschäftsführung in Dialog zu treten und Auskünfte zu verlangen. Einige Staaten haben insbesondere für die Behandlung von Aktionärsfragen, deren Beantwortung und Offenlegung Leitlinien erstellt, um das Abhalten von Online-Hauptversammlungen zu erleichtern. Diese Leitlinien sollen eine transparente Vorgehensweise bei der Prüfung der Fragen durch Board und Geschäftsführung gewährleisten, einschließlich der Art und Weise, wie Fragen gesammelt, kombiniert, beantwortet und offengelegt werden. Sie können sich auch darauf beziehen, wie mit technischen Störungen umzugehen ist, die die Online-Zuschaltung zu Hauptversammlungen behindern.

Viele Unternehmen beauftragen Technologieanbieter, die sich um die elektronische Zuschaltungsmöglichkeit kümmern. Bei der Auswahl der Dienstleister ist darauf zu achten, dass sie über die Professionalität und Kapazitäten in den Bereichen Datenverarbeitung und digitale Sicherheit verfügen, die zur Unterstützung fairer und transparenter Aktionärsversammlungen erforderlich sind, und dass sie für jeden Verarbeitungsvorgang im Rahmen der Dienstleistung technische und organisatorische Sicherheitsmaßnahmen treffen, insbesondere im Hinblick auf personenbezogene Daten, die strengere Sicherheitsmaßnahmen erfordern. Derartige Prozesse sollten die Überprüfung der Identität der Aktionäre durch eine sichere Authentifizierung der Teilnehmer*innen ermöglichen und eine gleichberechtigte Mitwirkung sowie Vertraulichkeit und Sicherheit der vor der Versammlung abgegebenen Stimmen gewährleisten.

II.C.4. Die Aktionäre sollten die Möglichkeit haben, in vertretbarem Rahmen Auskünfte vom Board, einschließlich Auskünften über die Jahresabschlussprüfung, zu verlangen, bestimmte Punkte auf die Tagesordnung der Hauptversammlung setzen zu lassen und Beschlussvorschläge einzureichen.

Um die Teilnahme der Aktionäre an den Hauptversammlungen zu fördern, haben zahlreiche Staaten einfache und klare Verfahren für die Einreichung von Änderungs- und Beschlussvorschlägen eingeführt, die es den Aktionären erleichtern, bestimmte Punkte auf die Tagesordnung setzen zu lassen. Außerdem wurden ihre Möglichkeiten verbessert, Fragen bereits vorab einzureichen und entsprechende Auskünfte von Geschäftsführung und Board in einer Weise zu erhalten, die deren Transparenz gewährleistet. Die Aktionäre sollten ferner auch die Möglichkeit haben, Fragen zum Bericht der Abschlussprüfer zu stellen. Die Unternehmen werden berechtigterweise versuchen, einem Missbrauch dieser Möglichkeiten entgegenzuwirken. Beispielsweise ist es sinnvoll zu verlangen, dass Beschlussvorschläge der Aktionäre nur dann zur Abstimmung auf die Tagesordnung gesetzt werden, wenn sie von Aktionären unterstützt werden, die einen bestimmten Marktwert oder Anteil von Aktien oder Stimmrechten halten. Der entsprechende Schwellenwert sollte unter Berücksichtigung des Grads der Kapitalkonzentration bestimmt werden, um sicherzustellen, dass Minderheitsaktionäre nicht in der Praxis daran gehindert werden, Punkte auf die Tagesordnung setzen zu lassen. Von Aktionären vorgeschlagene Beschlüsse, die zur Vorlage angenommen werden und in den Zuständigkeitsbereich der Hauptversammlung fallen, sollten vom Board behandelt werden.

II.C.5. Die effektive Beteiligung der Aktionäre an grundlegenden Corporate-Governance-Entscheidungen, wie Vorschlag und Wahl von Board-Mitgliedern, sollte erleichtert werden. Die Aktionäre sollten – u. a. im Wege der Abstimmung bei den Hauptversammlungen – die Möglichkeit haben, ihre Ansichten zu den Vergütungen der Board-Mitglieder und/oder der Geschäftsführung zu äußern. Die Aktienkomponente der Vergütungen von Board-Mitgliedern und Mitarbeitenden sollte der Zustimmung der Aktionäre unterliegen.

Die Bestellung der Board-Mitglieder gehört zu den grundlegenden Rechten der Aktionäre. Um ein effektives Verfahren zu gewährleisten, sollten die Aktionäre die Möglichkeit erhalten, an der Nominierung der Kandidat*innen für einen Sitz im Board teilzunehmen und über einzelne Kandidat*innen oder Kandidatenlisten abzustimmen. Zu diesem Zweck haben die Aktionäre in einer Reihe von Staaten Zugang zu den entsprechenden Unterlagen des Unternehmens, die den Aktionären vorbehaltlich bestimmter Bedingungen zur Verhinderung von Missbrauch zur Verfügung gestellt werden. Zur Nominierung der Kandidat*innen haben die Boards vieler Unternehmen Ausschüsse eingerichtet, die über die Einhaltung und die Transparenz der entsprechenden Verfahren wachen und die Bemühungen um Bestellung eines ausgewogenen, vielfältig zusammengesetzten und qualifizierten Boards unterstützen und koordinieren sollen. Es gilt als gute Praxis, unabhängigen Board-Mitgliedern in diesen Ausschüssen eine Schlüsselrolle zuzuweisen. Um den Auswahlprozess weiter zu verbessern, fordern die *Grundsätze* die vollständige und zeitnahe Offenlegung von Informationen über die Erfahrung und den Hintergrund der Board-Kandidat*innen sowie über das Bestellungsverfahren, um eine fundierte Beurteilung der Fähigkeiten und Eignung sämtlicher Kandidat*innen zu ermöglichen. In einigen Staaten ist es vorgeschrieben bzw. wird es als gute Praxis angesehen, ferner Informationen über andere Mandate der Kandidat*innen in Boards oder Ausschüssen offenzulegen, was sich in einigen Staaten auch auf andere Mandate erstrecken kann, für die sie kandidieren.

Die *Grundsätze* enthalten die Aufforderung, die Vergütungen der Board-Mitglieder und der Geschäftsführung offenzulegen. Für die Aktionäre ist es insbesondere wichtig, die Vergütungspolitik sowie den Gesamtwert und die Struktur der entsprechend dieser Politik getroffenen Vergütungsvereinbarungen zu kennen. Um die Kompetenz des Boards zu beurteilen und um abzuwägen, welche Fähigkeiten Board-Kandidat*innen haben sollten, ist es für die Aktionäre auch von Interesse zu wissen, auf welche Weise die Vergütungen mit den Unternehmensergebnissen zusammenhängen. Die verschiedenen Formen des „Say on Pay“, d. h. der Mitsprache über die Vergütungen (bindende oder konsultative Abstimmungen, Ex-post- und/oder Ex-ante-Abstimmungen, Abstimmung über die Vergütungen der Board-Mitglieder und/oder der Geschäftsführung, über die Einzel- und/oder die Gesamtvergütungen, über die Vergütungspolitik und/oder über die tatsächlichen Vergütungen), sind wichtig, damit die Aktionäre ihren Standpunkt dem Board gegenüber mit dem nötigen Nachdruck geltend machen können. Im Falle eines auf Aktien basierenden Vergütungssystems sollte aufgrund der damit gegebenen Möglichkeit der Kapitalverwässerung und der starken Beeinflussung der Managementanreize die Zustimmung der Aktionäre erforderlich sein, sei es in Bezug auf einzelne Personen oder auf die mit diesem System insgesamt verfolgte Politik. Die Zustimmung der Aktionäre sollte auch bei allen wesentlichen Änderungen bestehender Vergütungssysteme erforderlich sein.

II.C.6. Die Aktionäre sollten die Möglichkeit haben, ihr Stimmrecht entweder persönlich oder in Abwesenheit auszuüben, wobei die abgegebenen Stimmen in beiden Fällen das gleiche Gewicht haben sollten.

Angesichts des Ziels einer leichteren Identifizierung und stärkeren Mitwirkung der Aktionäre sollten die Staaten und/oder die Unternehmen einen vermehrten Einsatz von Informationstechnologien bei Abstimmungen fördern, u. a. die sichere elektronische Stimmabgabe in allen börsennotierten Unternehmen sowohl bei Online- als auch bei Präsenz-Hauptversammlungen. In den *Grundsätzen* wird empfohlen, die Stimmrechtsausübung durch (bevollmächtigte) Vertreter*innen generell zuzulassen. Für die Förderung und den Schutz der Aktionärsrechte ist es in der Tat wichtig, dass den Anlegern die Möglichkeit einer ihren

Weisungen entsprechender Stimmrechtsausübung durch bevollmächtigte Vertreter*innen offensteht. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte gewährleisten, dass die Bevollmächtigten die Vollmachten weisungsgemäß ausüben. In Staaten, in denen eine Stimmrechtsvertretung durch die Gesellschaft zulässig ist, ist es wichtig, dass offengelegt wird, wie der*die Vorsitzende der Hauptversammlung (der*die üblicherweise der*die Empfänger*in derartiger Vollmachten ist) die Stimmrechte ausüben wird, für die Vollmachten ohne Weisung vorliegen. Wenn dem Board oder der Geschäftsleitung Vollmachten für betriebliche Pensionsfonds oder Mitarbeiterbeteiligungsprogramme übertragen wurden, sollten die Abstimmungsanweisungen offengelegt werden. In vielen Staaten ist es vorgeschrieben bzw. wird es als gute Praxis angesehen, dass eigene Aktien und Aktien des Unternehmens, die sich im Besitz von Tochtergesellschaften befinden, nicht stimmberechtigt sind und für die Erfüllung des Quorums nicht berücksichtigt werden.

II.C.7. Hindernisse, die einer grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung entgegenstehen, sollten beseitigt werden.

Ausländische Anleger halten ihre Aktien häufig über eine Kette von Finanzintermediären. Die Aktien werden in der Regel auf Konten bei Wertpapierinstituten verwahrt, die wiederum Konten bei anderen Intermediären und zentralen Wertpapierverwahrstellen in anderen Staaten unterhalten, während das börsennotierte Unternehmen selbst in einem dritten Staat ansässig ist. Solche grenzüberschreitenden Verflechtungen führen zu besonderen Herausforderungen im Hinblick darauf, wie die Frage der Ausübung der Stimmrechte ausländischer Investoren geregelt und wie mit diesen Anlegern kommuniziert werden kann. Dies kann in Verbindung mit Geschäftspraktiken, die nur eine sehr kurze Einberufungsfrist vorsehen, häufig dazu führen, dass den Aktionären sehr wenig Zeit bleibt, um auf die Einladung eines Unternehmens zur Aktionärshauptversammlung zu reagieren und mit fundierter Sachkenntnis über die zur Beschlussfassung anstehenden Punkte zu entscheiden. Das macht die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung schwierig. Der gesetzliche und regulatorische Rahmen sollte klar präzisieren, wer in einem grenzüberschreitenden Kontext berechtigt ist, die Stimmrechte zu kontrollieren, und gegebenenfalls die Verfahren im Hinblick auf das verzweigte Verwahrsystem vereinfachen. Außerdem sollten die Mitteilungsfristen lang genug sein, um zu gewährleisten, dass ausländische Anleger effektiv über die gleichen Möglichkeiten zur Ausübung ihrer Eigentümerfunktion verfügen wie inländische Anleger. Um die Stimmrechtsausübung ausländischer Anleger weiter zu erleichtern, sollten die Gesetze, Bestimmungen und Unternehmenspraktiken eine elektronische Stimmabgabe diskriminierungsfrei gestatten.

II.D. Die Aktionäre, einschließlich der institutionellen Anleger, sollten – außer im Falle von Missbrauchsgefahr – das Recht haben, sich miteinander in Fragen betreffend ihre in den Grundsätzen definierten grundlegenden Aktionärsrechte zu beraten.

Man ist sich seit Langem darüber im Klaren, dass die Kapitalbeteiligung einzelner Aktionäre von Unternehmen mit Streubesitz möglicherweise zu gering ist, um die Kosten für die Anstrengung einer Klage bzw. für Maßnahmen zur Gewährleistung einer Ergebniskontrolle zu rechtfertigen. Wenn Kleinanleger*innen dennoch in solche Aktivitäten investieren, würde dies außerdem auch anderen zugutekommen, die selbst keinen Beitrag zu den Kosten geleistet haben (Trittbrettfahreneffekte). Institutionelle Anleger beschränken ihre Kapitalbeteiligung an einzelnen Unternehmen vielfach, weil sie nicht über die nötigen Kapazitäten für eine höhere Beteiligung verfügen oder weil die Investition eines größeren Teils ihres Vermögens in ein einziges Unternehmen nicht mit ihrer Sorgfaltspflicht zu vereinbaren bzw. unzulässig wäre. Um dieser Asymmetrie, die letztlich die Diversifizierung begünstigt, entgegenzuwirken, sollten die Anleger berechtigt sein bzw. sogar ermutigt werden, zu kooperieren und ihre Initiativen in Bezug auf Vorschlag und Wahl der Board-Mitglieder, die Ergänzung der Tagesordnung um weitere Gegenstände bzw. den direkten Dialog mit dem jeweiligen Unternehmen zwecks Verbesserung der Corporate Governance zu koordinieren, solange sie dabei die geltenden Gesetze wie beispielsweise die Pflicht zur Meldung der wirtschaftlich Berechtigten einhalten. Einige große institutionelle Anleger haben Initiativen zur besseren Koordinierung ihres Engagements ergriffen, z. B. um Klimabelange zu adressieren. Im Fall von börsennotierten Unter-

nehmen mit kontrollierenden Aktionären schützen diese Initiativen auch die Interessen von Minderheitsaktionären und stärken zugleich deren Mitspracherecht in Unternehmensangelegenheiten. Generell sollte es den Aktionären gestattet sein, miteinander in Verbindung zu treten, ohne sich den für die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten notwendigen Formalitäten unterziehen zu müssen.

Die Kooperation der Anleger kann allerdings auch dazu dienen, die Märkte zu manipulieren und die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen, indem versucht wird, die ansonsten geltenden Übernahme- oder Offenlegungsbestimmungen zu umgehen. Zudem kann eine solche Kooperation u. U. auch zur Umgehung kartellrechtlicher Bestimmungen genutzt werden. Schutzmechanismen können erforderlich sein, um wettbewerbswidriges Verhalten und missbräuchliche Handlungen zu verhindern, insbesondere in Staaten, in denen institutionelle Anleger Großaktionäre börsennotierter Unternehmen sind und ihr abgestimmtes Vorgehen einen stärkeren Einfluss auf die Entscheidungen der Unternehmen haben könnte. Die Offenlegung von Informationen über den Koordinationsansatz, den die Anleger verfolgen, könnte dem Markt Klarheit über den Umfang solcher Abstimmungen verschaffen. Wenn die Kooperation jedoch weder eindeutig auf die Unternehmenskontrolle abzielt noch mit Erwägungen hinsichtlich der Markteffizienz und Fairness in Konflikt steht, kann ein solches Vorgehen gleichwohl eine wirksamere Wahrnehmung der Aktionärsrechte gestatten. Um den Aktionären hier Klarheit und Sicherheit zu verschaffen, können die Regulierungsinstanzen Leitlinien darüber aufstellen, welche Koordinationsformen und Übereinkünfte ein abgestimmtes Verhalten im Sinne der Übernahme-, Wettbewerbs- und sonstigen Bestimmungen darstellen bzw. welche nicht.

II.E. Alle Aktionäre derselben Serie einer Aktiengattung sollten gleichbehandelt werden. Alle Anleger sollten die Möglichkeit haben, vor dem Aktienerwerb Informationen über die mit den einzelnen Aktienserien und Aktiengattungen verbundenen Rechte einzuholen. Jede Änderung der wirtschaftlichen Ansprüche und Stimmrechte sollte der Zustimmung durch die Aktionäre jener Gattungen unterliegen, für die die betreffende Änderung negative Auswirkungen hat.

Die Entscheidung über die optimale Kapitalstruktur des Unternehmens sollte am besten von der Geschäftsführung und dem Board, vorbehaltlich der Zustimmung der Aktionäre, getroffen werden. Einige Unternehmen geben Vorzugsaktien aus, die mit einem Dividendenvorzug ausgestattet sind, aber gewöhnlich nur mit begrenzten Stimmrechten verbunden sind bzw. kein Stimmrecht haben. Unternehmen können auch Genussscheine oder Aktien mit begrenztem oder ohne Stimmrecht ausgeben, die normalerweise zu anderen Kursen gehandelt werden als voll stimmberechtigte Aktien. All diese Strukturen können effektiv für eine sowohl im Hinblick auf die Unternehmensinteressen als auch auf das Ziel einer kostengünstigen Finanzierung als optimal erachtete Verteilung von Risiken und Gewinnen sorgen.

Innerhalb jeder Serie einer Aktiengattung sollten alle Aktien mit denselben Rechten verknüpft sein. Die Anleger können erwarten, vor einer Anlageentscheidung über ihre Stimmrechte informiert zu werden. Nach erfolgter Investition sollten diese Rechte nicht mehr geändert werden, es sei denn, die Inhaber stimmberechtigter Aktien hatten ein Mitspracherecht bei der betreffenden Entscheidung. Vorschläge zur Änderung der mit den verschiedenen Aktienserien und Aktiengattungen verbundenen Stimmrechte sind in der Regel auf der Hauptversammlung einzubringen, wo sie mit der in diesem Fall erforderlichen (normalerweise höheren) Mehrheit der stimmberechtigten Aktien der jeweiligen Kategorie genehmigt werden müssen.

II.F. Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen sollten einer Genehmigung unterliegen und in solcher Weise durchgeführt werden, dass ein angemessener Umgang mit Interessenkonflikten sichergestellt ist und die Interessen des Unternehmens und seiner Aktionäre gewahrt werden.

II.F.1. Interessenkonflikte, die bei Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen auftreten, sollten angemessen berücksichtigt werden.

Die Frage der potenziell missbräuchlichen Nutzung von Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen stellt sich auf allen Märkten, vor allem aber auf solchen, auf denen die Eigentumsstrukturen konzentriert sind und Konzerne vorherrschen. Ein Verbot solcher Geschäfte ist normalerweise keine Lösung, da an ihnen an sich nichts auszusetzen ist, vorausgesetzt die mit ihnen verbundenen Interessenkonflikte werden in geeigneter Weise gehandhabt, indem sie z. B. entsprechend überwacht und offenlegt werden. Dies ist besonders wichtig, wenn ein großer Teil der Einnahmen und/oder Kosten aus Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen herrührt.

Die Staaten sollten einen effektiven Rahmen schaffen, der gewährleistet, dass solche Geschäfte eindeutig ausgewiesen werden. Dazu sollten umfassende, aber genaue Definitionen dessen gehören, was unter nahestehenden Unternehmen und Personen zu verstehen ist, sowie Regeln, die die Nichtberücksichtigung solcher Geschäfte vorsehen, wenn sie nicht wesentlich sind, weil sie bestimmte Ex-ante-Schwellenwerte nicht überschreiten, oder wenn sie als wiederkehrende Geschäfte betrachtet werden können, die zu nachweislich marktüblichen Bedingungen stattfinden, oder wenn sie mit Tochtergesellschaften getätigt werden, ohne dass ein konkretes Interesse einer nahestehenden Person vorliegt. Für die Genehmigung entsprechend identifizierter Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen legen die Staaten Verfahren fest, mit denen ihre potenziell negativen Konsequenzen möglichst gering gehalten werden können. In vielen Staaten wird großes Gewicht auf die Zustimmung des Boards gelegt, die durch die Prüfung des Prüfungsausschusses gestützt wird. Dabei kommt unabhängigen Board-Mitgliedern häufig eine besondere Rolle zu. Die Staaten können auch vorsehen, dass das Board das Interesse des Unternehmens an dem fraglichen Geschäft und die Angemessenheit der Bedingungen rechtfertigt. In vielen Staaten ist es vorgeschrieben bzw. gilt es als empfehlenswerte Praxis, dass sich interessierte Board-Mitglieder bei Board-Entscheidungen über Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen bzw. Personen der Stimme enthalten.

Alternativ oder ergänzend zur Zustimmung des Boards kann den Aktionären ein Mitspracherecht bei der Genehmigung bestimmter Geschäfte eingeräumt werden, was in manchen Staaten die Zustimmung der nicht interessierten Aktionäre erfordert. Dies gilt insbesondere für große oder außerordentliche Transaktionen oder solche, an denen Board-Mitglieder ein Interesse haben. In einigen Staaten ist darüber hinaus ein Gutachten oder eine Bewertung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Preises oder Werts der Transaktion durch externe Prüfende oder unabhängige Sachverständige erforderlich, was mitunter eine Vorbedingung für die Zustimmung der Aktionäre ist.

II.F.2. Die Mitglieder von Board und Geschäftsführung sollten verpflichtet sein, dem Board offenzulegen, ob sie unmittelbar oder mittelbar bzw. im Namen Dritter ein wesentliches Interesse an Transaktionen oder Angelegenheiten haben, die das Unternehmen direkt betreffen.

Die Mitglieder des Boards, die Geschäftsführung und – in manchen Staaten – auch die kontrollierenden Aktionäre sind verpflichtet, das Board zu informieren, wenn sie besondere geschäftliche, familiäre oder sonstige Beziehungen außerhalb des Unternehmens unterhalten, die ihre Einstellung zu bestimmten Geschäften oder Angelegenheiten, die das Unternehmen betreffen, beeinflussen könnten. Eine Beziehung dieser Art ist beispielsweise gegeben, wenn Mitglieder der Geschäftsführung oder des Boards durch ihre Assoziierung mit einem Aktionär, der einen beherrschenden Einfluss ausüben kann, in einer besonderen Beziehung zum Unternehmen stehen. Bei Feststellung eines wesentlichen Interesses ist es in vielen Staaten Auflage bzw. gilt es als empfehlenswerte Praxis, die betreffende Person nicht an Entscheidungen über die jeweilige Transaktion oder Angelegenheit zu beteiligen und eine Beeinflussung der Entscheidung des Boards durch das Vorliegen dieses Interesses konkret auszuschließen und/oder das Interesse des Unternehmens an der fraglichen Transaktion zu rechtfertigen, insbesondere durch Nennung der Bedingungen der Transaktion.

II.G. Minderheitsaktionäre sollten vor missbräuchlichen Handlungen geschützt werden, die von direkt oder indirekt agierenden kontrollierenden Aktionären ausgehen bzw. die im Interesse dieser Aktionäre durchgeführt werden, und sie sollten über effektive Entschädigungsmöglichkeiten verfügen. Missbräuchliche Insichgeschäfte sollten untersagt sein.

Viele börsennotierte Unternehmen haben kontrollierende Aktionäre. Die Präsenz von kontrollierenden Aktionären kann das Principal-Agent-Problem durch eine engere Überwachung der Geschäftsführung verringern, bei Schwachstellen im Gesetzes- und Regulierungsrahmen aber auch zu einem Missbrauch der Rechte anderer Aktionäre des Unternehmens führen. Ein missbräuchliches Insichgeschäft liegt vor, wenn Personen mit engen Verbindungen zu dem betreffenden Unternehmen, einschließlich kontrollierender Aktionäre, diese zum Nachteil des Unternehmens und der Anleger ausnutzen.

Besonders groß ist das Missbrauchspotenzial dort, wo es nach dem Rechtssystem zulässig ist und vom Markt akzeptiert wird, dass kontrollierende Aktionäre einen beherrschenden Einfluss ausüben, der nicht dem von ihnen als Kapitaleigner getragenen Risiko entspricht, indem sie sich rechtliche Möglichkeiten zur Trennung von Kapitalbeteiligung und Kontrolle zunutze machen. Ein Missbrauch dieser Art kann verschiedene Formen annehmen; dazu zählen z. B. die gezielte Verschaffung von direkten persönlichen Vorteilen mittels hoher Vergütungen und Zuwendungen für beschäftigte Familienmitglieder oder Geschäftspartner, unangemessene Geschäfte mit nahestehenden Personen, die systematische Beeinflussung von Geschäftsentscheidungen im eigenen Interesse sowie Veränderungen der Kapitalstruktur mittels Sonderaktienemissionen, die den kontrollierenden Aktionär begünstigen. Neben den Offenlegungspflichten ist eine klar artikulierte Loyalitätspflicht der Board-Mitglieder dem Unternehmen und allen Aktionären gegenüber ein wesentliches Element, um diesem Missbrauchspotenzial zu begegnen. In der Tat ist der Missbrauch von Rechten der Minderheitsaktionäre in jenen Staaten besonders ausgeprägt, wo der gesetzliche und regulatorische Rahmen in dieser Hinsicht Schwachstellen aufweist. Ein besonderes Problem stellt sich in Staaten, in denen Unternehmenskonzerne dominieren und die Loyalitätspflicht der Board-Mitglieder nicht klar definiert ist und sich möglicherweise sogar auf den Konzern insgesamt bezieht. Für derartige Fälle haben einige Staaten Regelkataloge aufgestellt, um negative Auswirkungen zu verhindern, u. a. durch die Auflage, dass Transaktionen zugunsten eines zum gleichen Konzern zählenden Unternehmens durch entsprechende Gegenleistungen anderer Unternehmen des Konzerns kompensiert werden müssen. Ein Kerngrundsatz für innerhalb einer Konzernstruktur tätige Board-Mitglieder lautet: Selbst wenn ihr Unternehmen von einem anderen Unternehmen beherrscht wird, sind die Board-Mitglieder nicht dem beherrschenden Unternehmen, sondern ihrem Unternehmen und der Gesamtheit seiner Aktionäre gegenüber zu Loyalität verpflichtet.

Andere gängige Vorkehrungen zum Schutz von Minderheitsaktionären, die sich als effektiv erwiesen haben, umfassen Bezugsrechte auf neue Aktien, qualifizierte Mehrheiten für bestimmte Aktionärsentscheidungen sowie die Möglichkeit, bei der Wahl der Board-Mitglieder von kumulativen Stimmrechten Gebrauch zu machen. In Anbetracht der Tatsache, dass bestimmte Konzernstrukturen zu einer unverhältnismäßigen und undurchsichtigen Kontrolle führen können, und der Risiken, die sich daraus in Bezug auf die Rechte nicht kontrollierender Aktionäre ergeben können, sehen einige Staaten Beschränkungen für bestimmte Konzernstrukturen, wie z. B. Überkreuzbeteiligungen vor. Unter bestimmten Umständen wird es kontrollierenden Aktionären in einigen Staaten zur Auflage gemacht bzw. gestattet, die Anteile der übrigen Aktionäre zu einem durch ein unabhängiges Gutachten festgelegten Kurs aufzukaufen. Besonders wichtig ist dies, wenn kontrollierende Aktionäre den Rückzug eines Unternehmens von der Börse beschließen. Der Schutz von Minderheitsaktionären kann ferner auch durch die Möglichkeit von Einzel- oder Sammelklagen verbessert werden. Die meisten Regulierungsbehörden haben Mechanismen eingerichtet, um Beschwerden von Aktionären entgegenzunehmen und zu untersuchen, und manche haben die Möglichkeit, Klagen durch Offenlegung relevanter Informationen (einschließlich Whistleblowing-Mechanismen) und/oder finanzielle Mittel zu unterstützen. Wenn das Ziel auch in allen Fällen gleichermaßen darin besteht, die Glaubwürdigkeit am Markt zu verbessern, hängen Wahl und Ausgestaltung der verschiedenen Bestimmungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre doch letztlich vom Regulierungsrahmen insgesamt sowie vom nationalen Rechtssystem ab.

II.H. Es sollten die Voraussetzungen für ein effizientes und transparentes Funktionieren der Märkte für Unternehmenskontrolle geschaffen werden.

II.H.1. Die Regeln und Verfahren für den Erwerb von Kontrollbeteiligungen an Unternehmen auf den Finanzmärkten, für außerordentliche Transaktionen wie Fusionen sowie für Veräußerungen großer Anteile des Gesellschaftsvermögens sollten klar formuliert und offengelegt werden, damit die Investoren ihre Rechte und die ihnen gegebenenfalls zur Verfügung stehenden rechtlichen Mittel kennen. Die Transaktionen sollten zu transparenten Preisen und fairen Bedingungen abgewickelt werden, sodass die den jeweiligen Aktiengattungen entsprechenden Rechte aller Aktionäre geschützt werden.

II.H.2. Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen sollten nicht dazu benutzt werden, Geschäftsführung und Board von ihrer Rechenschaftspflicht zu entbinden.

In einigen Staaten treffen die Unternehmen Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen. Jedoch ist sowohl vonseiten der Anleger als auch der Börsen Besorgnis darüber laut geworden, der immer stärkere Einsatz derartiger Maßnahmen könne sich zu einem ernsthaften Problem für das gute Funktionieren des Markts für Unternehmenskontrolle entwickeln. In manchen Fällen können Abwehrmaßnahmen lediglich ein Mittel sein, mit dessen Hilfe sich Geschäftsführung oder Board gegen die Kontrolle durch die Aktionäre abzusichern suchen. Bei der Umsetzung von Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen und im Umgang mit Übernahmeangeboten müssen die treuhänderischen Pflichten des Boards gegenüber den Aktionären und der Gesellschaft absoluten Vorrang haben. In einigen Staaten bestehen für Aktionäre, die mit den betreffenden Vorgängen nicht einverstanden sind, Ausstiegsmöglichkeiten zu einem fairen und angemessenen Marktpreis im Fall erheblicher Änderungen der Unternehmensstruktur wie z. B. bei Fusionen und Zusammenschlüssen.

III. Institutionelle Anleger, Aktienmärkte und andere Intermediäre

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte dafür sorgen, dass entlang der gesamten Anlagekette vernünftige Anreize bestehen und die Aktienmärkte in einer Art und Weise funktionieren, die zu guter Corporate Governance beiträgt.

Um wirksam zu sein, muss der gesetzliche und regulatorische Rahmen für die Corporate Governance auf die realen wirtschaftlichen Gegebenheiten abgestimmt werden, in denen er umgesetzt werden soll. Die Realität von Unternehmensführung und Unternehmenseigentum ist in vielen Staaten nicht mehr durch einen geradlinigen, eindeutigen Zusammenhang zwischen den Ergebnissen des Unternehmens und den Erträgen gekennzeichnet, die die Endbegünstigten seiner Aktien erzielen. Tatsächlich steht zwischen den Endbegünstigten und dem Unternehmen oft eine lange und komplexe Anlagekette mit zahlreichen Intermediären. Die Präsenz von Intermediären, die als unabhängige Entscheidungsträger agieren, hat Auswirkungen auf die Anreize und die Möglichkeiten zur Einflussnahme auf die Corporate Governance.

Der Anteil der Anlagen, die von institutionellen Anlegern wie z. B. Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Hedgefonds gehalten werden, hat sich deutlich erhöht, wobei das Management dieser Anlagen vielfach in den Händen spezialisierter Vermögensverwalter liegt. Die Kapazitäten der institutionellen Anleger und der Vermögensverwalter zur Einflussnahme auf die Corporate Governance – sowie ihr Interesse daran – unterscheiden sich stark. Für einige dieser Akteure stellt die Einflussnahme auf die Unternehmensführung – u. a. durch die Ausübung von Stimmrechten – einen elementaren Bestandteil ihres Geschäftsmodells dar. Andere dagegen bieten ihren Begünstigten bzw. Kunden Geschäftsmodelle und Investmentstrategien an, die keinen Einsatz von Ressourcen für aktives Shareholder Engagement beinhalten oder rechtfertigen. Wenn Shareholder Engagement im Geschäftsmodell bzw. in der Investmentstrategie des jeweiligen Akteurs nicht vorgesehen ist, kann sich eine Pflicht zur Mitwirkung, beispielsweise durch Stimmrechtsausübung, als wirkungslos erweisen und könnte dazu führen, dass diese lediglich pro forma erfüllt wird.

In den *Grundsätzen* wird empfohlen, dass institutionelle Anleger die Corporate-Governance-Politik, die sie in ihren Portfoliounternehmen verfolgen, offenlegen. Allerdings stellt die Ausübung des Stimmrechts bei Aktionärshauptversammlungen lediglich eine von mehreren Formen des Shareholder Engagements dar. Andere häufig genutzte Möglichkeiten sind der direkte Kontakt und Dialog mit dem Board und der Geschäftsführung des Unternehmens. In vielen Staaten wurden Shareholder-Engagement-Kodizes („Stewardship-Codes“) als ergänzendes Governance-Instrument eingeführt, um sowohl die Rechenschaftspflicht der institutionellen Anleger als auch ihre Rolle bei der Rechenschaftslegung des Boards und der Geschäftsführung zu stärken. Wenn Corporate-Governance-Kodizes auf dem „Comply or Explain“-Prinzip basieren, ist die Rolle der institutionellen Anleger in ihrer Eigenschaft als Aktionäre besonders wichtig, um Unternehmen für ihre Erklärungen zu Abweichungen von den Bestimmungen dieser Kodizes zur Verantwortung zu ziehen.

III.A. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die Mitsprache institutioneller Anleger in den Unternehmen, in die sie investieren, erleichtern und unterstützen. Institutionelle Anleger, die in treuhänderischem Auftrag handeln, sollten die Corporate-Governance- und Abstimmungspolitik für ihre Portfoliounternehmen offenlegen, einschließlich der Verfahren, mit denen sie über die Ausübung ihrer Stimmrechte entscheiden. Stewardship-Codes können einen ergänzenden Mechanismus zur Förderung dieses Engagements bilden.

Die Wirksamkeit und Glaubwürdigkeit des gesamten Corporate-Governance-Rahmens und der Aufsichtsmechanismen könnten z. T. von der Bereitschaft und Fähigkeit institutioneller Anleger abhängen, in den Unternehmen, in die sie investieren, ihre Aktionärsrechte sachkundig zu nutzen und ihre Eigentümerfunktionen effektiv auszuüben. Dieser Grundsatz verpflichtet die institutionellen Anleger zwar nicht zur Ausübung ihrer Stimmrechte, er hält sie aber dazu an, möglicherweise offenzulegen, auf welche Weise sie ihre Aktionärsrechte unter gebührender Berücksichtigung von Kosteneffizienzerwägungen wahrnehmen. Bei institutionellen Anlegern, die treuhänderische Aufgaben wahrnehmen, wie z. B. Pensions- oder Investmentfonds bzw. bestimmten Versicherungssparten sowie Vermögensverwaltern, könnte das Stimmrecht als Bestandteil des Werts der für die Kunden getätigten Investitionen betrachtet werden. Die Nichtausübung der Eigentumsrechte könnte zu einem Verlust für den Kunden führen, der folglich über die Strategie der betreffenden institutionellen Anleger informiert werden sollte.

In einigen Staaten sind die Vorgaben für die Unterrichtung des Markts über die Corporate-Governance- und Abstimmungspolitik sehr detailliert und umfassen auch eine genaue Erläuterung der Strategien in Bezug auf die Umstände, unter denen die institutionellen Anleger Einfluss auf ein Unternehmen ausüben, wie sie dabei vorgehen und wie sie die Wirksamkeit der Strategie beurteilen. Die Offenlegung des bisherigen Abstimmungsverhaltens gilt als gute Praxis, insbesondere in Fällen, in denen die Politik der institutionellen Anleger eine Stimmrechtsausübung ausdrücklich vorsieht. Die Offenlegung erfolgt entweder gegenüber den Kunden (nur für die von den jeweiligen Kunden gehaltenen Wertpapiere) oder – im Fall von Anlageberatern eingetragener Kapitalanlagegesellschaften – gegenüber dem Markt durch öffentliche Bekanntgabe.

Als Teil ihrer Mitwirkungspolitik können institutionelle Anleger einen kontinuierlichen Dialog mit ihren Portfoliounternehmen aufnehmen, entweder zu unternehmensspezifischen Angelegenheiten oder nicht diversifizierbaren Faktoren, die ihr gesamtes Portfolio betreffen. Dieser Dialog zwischen institutionellen Anlegern und Unternehmen sollte gefördert werden, wobei die Unternehmen allerdings verpflichtet sind, alle Anleger gleichzubehandeln und den institutionellen Anlegern keine Informationen zukommen zu lassen, die nicht gleichzeitig auch dem Markt zur Verfügung gestellt werden. Bei den zusätzlichen Angaben, die ein Unternehmen liefern kann, wird es sich daher normalerweise um allgemeine Hintergrundinformationen über die Märkte handeln, auf denen das Unternehmen tätig ist, bzw. um eingehendere Erläuterungen von Informationen, die dem Markt bereits vorliegen.

In vielen Staaten sind Stewardship-Codes fest etabliert und ergänzen andere Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger in Bezug auf ihre Mitwirkungs- und Abstimmungspolitik. Die meisten Shareholder-Engagement-Kodizes überlassen es dem Ermessen der institutionellen Anleger, ob sie den betreffenden Kodex anwenden oder nicht. Dieser freiwillige und flexible Ansatz soll den Anlegern die Möglichkeit geben, die Kodizes an ihre jeweiligen Anlagestrategien anzupassen. Einige Staaten haben zudem einen Umsetzungsmechanismus für diese Kodizes entwickelt, um deren Einhaltung zu gewährleisten und die Verbreitung von Best Practices zu fördern. Manche Staaten legen darüber hinaus Wert auf die regelmäßige Aktualisierung und Überprüfung der Kodizes, um ihre Relevanz sicherzustellen und ihre effektive Umsetzung zu überwachen.

Wenn institutionelle Anleger eine Corporate-Governance- und Stewardship-Politik ausgearbeitet und offengelegt haben, müssen sie zur Gewährleistung der effektiven Umsetzung auch die nötigen personellen und finanziellen Mittel bereitstellen, damit diese Politik in der Praxis den Erwartungen ihrer Begünstigten und Portfoliounternehmen gerecht wird. Die Ausgestaltungsmerkmale und die praktische Umsetzung einer

aktiven Corporate-Governance- und Abstimmungspolitik, einschließlich der personellen Ausstattung, sollten für Kunden, die auf institutionelle Anleger mit aktiver Corporate-Governance- und Stewardship-Politik setzen, transparent sein.

III.B. Das Stimmrecht sollte von Verwahrstellen oder Bevollmächtigten gemäß den Weisungen der wirtschaftlich Berechtigten der Aktien ausgeübt werden.

Verwahrstellen, die Wertpapiere als Bevollmächtigte für Kunden halten, sollte es nicht gestattet sein, das Stimmrecht für diese Wertpapiere auszuüben, ohne diesbezüglich konkrete Weisungen erhalten zu haben. In einigen Staaten sind in den Börsenzulassungsvorschriften verschiedene Punkte aufgeführt, zu denen Verwahrstellen nicht ohne Weisung abstimmen dürfen, während diese Möglichkeit für bestimmte Routineangelegenheiten besteht. Anlageberater oder Verwahrstellen sollten verpflichtet werden, die Aktionäre rechtzeitig über ihre Möglichkeiten der Stimmrechtsausübung zu informieren. Die Aktionäre können ihr Stimmrecht entweder selbst wahrnehmen oder alle Stimmrechte dem Verwahrer übertragen. Sie können alternativ aber auch von der Möglichkeit Gebrauch machen, sich über alle bevorstehenden Abstimmungen informieren zu lassen, und dann von Fall zu Fall entscheiden, ob sie ihr Stimmrecht selbst ausüben oder aber an den Verwahrer delegieren.

Die Inhaber von Hinterlegungsscheinen sollten dieselben Rechte und praktischen Möglichkeiten zur Einflussnahme auf die Unternehmensführung haben wie die Inhaber der entsprechenden Aktien. Wenn sich die unmittelbaren Aktieninhaber durch Bevollmächtigte vertreten lassen können, sollte die Verwahrstelle bzw. das Treuhandbüro oder ein äquivalentes Organ den Inhabern von Hinterlegungsscheinen rechtzeitig Vollmachtsformulare zukommen lassen. Die Inhaber von Hinterlegungsscheinen sollten die Möglichkeit haben, bindende Abstimmungsanweisungen für die Aktien zu erteilen, die die Verwahrstelle oder das Treuhandbüro für sie hält.

Dabei ist zu beachten, dass sich dieser Grundsatz nicht auf die Ausübung der Stimmrechte durch Treuhänder oder andere Personen bezieht, die im Rahmen eines besonderen rechtlichen Mandats handeln (wie etwa Konkurs- oder Nachlassverwalter).

III.C. Institutionelle Anleger, die treuhänderische Aufgaben wahrnehmen, sollten offenlegen, wie sie im Falle wesentlicher Interessenkonflikte verfahren, die sich auf die Ausübung maßgeblicher mit ihren Investitionen verbundenen Eigentumsrechte auswirken können.

Die Anreize für Intermediäre zur Ausübung ihrer Stimmrechte und zur Wahrnehmung maßgeblicher Eigentümerfunktionen können unter bestimmten Umständen von denen direkter Anteilseigner abweichen. Solche Abweichungen können manchmal berechtigte kommerzielle Gründe haben, sie können aber auch das Resultat von Interessenkonflikten sein. Besonders gravierend ist dieses Risiko, wenn die treuhänderische Einrichtung eine Tochtergesellschaft oder ein verbundenes Unternehmen eines anderen Finanzinstituts – insbesondere eines integrierten Finanzkonzerns – ist. Ergeben sich solche Konflikte aus wesentlichen Geschäftsbeziehungen, z. B. aus einem Vertrag über die Verwaltung von Vermögen für das Portfoliounternehmen, sollten sie identifiziert und offengelegt werden.

Parallel dazu sollten die institutionellen Anleger darüber informieren, welche Maßnahmen sie treffen, um den potenziell negativen Einfluss zu reduzieren, den derartige Situationen auf ihre Fähigkeit zur Ausübung maßgeblicher Aktionärsrechte gemäß nationalem Recht haben. Diese Maßnahmen können beispielsweise darin bestehen, Bonuszahlungen für das Fondsmanagement von Bonuszahlungen für die Akquise von Neugeschäft in anderen Unternehmensbereichen zu trennen. Die Gebührenstrukturen für die Vermögensverwaltung und andere Intermediärdienstleistungen sollten transparent sein.

III.D. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte Dienstleister, die Anlegern entscheidungsrelevante Analysen oder Empfehlungen liefern, wie z. B. Stimmrechtsberater, Analysten, Broker, Anbieter von ESG-Ratings und -Daten, Ratingagenturen und Indexanbieter, sofern sie reguliert sind, zur Offenlegung und Minimierung von Interessenkonflikten verpflichten, die die Integrität ihrer Analysen oder Empfehlungen gefährden könnten. Die von den Anbietern von ESG-Ratings und -Daten, Ratingagenturen, Indexanbietern und Stimmrechtsberatern angewendeten Methoden sollten transparent und öffentlich zugänglich sein.

Die Anlagekette zwischen den End Eigentümern und den Unternehmen umfasst nicht nur verschiedene Intermediäre, sondern auch ein breites Spektrum an Anbietern von Beratungs- und anderweitigen Dienstleistungen für Intermediäre. Stimmrechtsberater, die Abstimmungsempfehlungen für institutionelle Anleger sowie Dienstleistungen zur Erleichterung des Abstimmungsprozesses anbieten, sind aus Corporate-Governance-Sicht von besonderer Bedeutung. In einigen Fällen bieten Stimmrechtsberater auch Corporate-Governance-Beratungsdienste für Unternehmen an. Ratingagenturen bewerten Unternehmen nach ihrer Fähigkeit, ihren Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen. ESG-Ratinganbieter bewerten Unternehmen nach verschiedenen Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG-Kriterien). Analysten und Broker erfüllen ähnliche Funktionen und sind denselben potenziellen Interessenkonflikten ausgesetzt.

Angesichts der Bedeutung – und bisweilen Abhängigkeit – von verschiedenen Dienstleistungen im Bereich der Corporate Governance sollte der Corporate-Governance-Rahmen die Integrität von regulierten Dienstleistern fördern, die Anlegern entscheidungsrelevante Analysen oder Empfehlungen liefern, wie z. B. Stimmrechtsberater, Analysten, Broker, Anbieter von ESG-Ratings und -Daten, Ratingagenturen und Indexanbieter. Diese Dienstleister, insbesondere ESG-Rating- und Indexanbieter, können aufgrund ihrer Ratingmethoden und Kriterien für die Aufnahme in einen Index erheblichen Einfluss auf die Governance- und Nachhaltigkeitspolitik und -praxis von Unternehmen haben. Daher sollten die Methoden der regulierten Dienstleister zur Erstellung von Ratings, Indizes und Daten für Kunden und Marktteilnehmer transparent und öffentlich zugänglich sein, insbesondere wenn sie als Indikatoren für regulatorische Zwecke herangezogen werden. Wird in der Regulierungspraxis ausschließlich auf Ratings zurückgegriffen, kann dies Fragen aufwerfen. Das Verfahren zur Bestimmung, welche Ratings für regulatorische Zwecke verwendet werden können, sollte transparent sein und in unterschiedlichen Abständen evaluiert werden können. Der Aufruf zum Handeln der IOSCO von November 2022 enthält gute Praktiken für Anbieter von ESG-Ratings und -Daten und richtet sich an freiwillige Standardsetzer und Branchenverbände, die auf den Finanzmärkten tätig sind, um gute Praktiken unter ihren Mitgliedern zu fördern.

Allerdings können dabei auch Interessenkonflikte auftreten und die Beurteilungen dieser Anbieter von Empfehlungen, Ratings oder Daten möglicherweise beeinflussen, beispielsweise wenn der Anbieter das betreffende Unternehmen als Kunde für andere Leistungen gewinnen will, wenn der Anbieter oder sein Eigentümer eine direkte wesentliche Beteiligung an dem Unternehmen oder dessen Konkurrenten hält, oder wenn der Ratinganbieter gleichzeitig ein Indexanbieter ist, der auf der Grundlage der von ihm erstellten Ratings über die Aufnahme von Unternehmen in einen Index entscheidet. Viele Staaten haben gesetzliche Regelungen oder freiwillige Verhaltenskodizes verabschiedet oder die Umsetzung von Selbstregulierungskodizes gefördert, um die Gefahr solcher Interessenkonflikte oder anderer Integritätsrisiken zu verringern, und haben private und/oder öffentliche Überwachungsmechanismen eingerichtet.

Viele Staaten verlangen oder empfehlen, dass Stimmrechtsberater die Öffentlichkeit und/oder die Anleger über die Analysen und Methoden, die ihren Empfehlungen zugrunde liegen, sowie die für ihre Kunden relevanten Kriterien für ihre Abstimmungspolitik informieren. Einige Staaten schreiben vor, dass Stimmrechtsberater einen Verhaltenskodex anwenden und veröffentlichen und Informationen über ihre Analysen, Ratschläge und Abstimmungsempfehlungen, über Interessenkonflikte oder Geschäftsbeziehungen, die ihre Analysen, Ratschläge oder Abstimmungsempfehlungen beeinflussen könnten, sowie über die Maßnahmen, die sie zur Beseitigung, Abschwächung oder Regelung tatsächlicher oder potenzieller Interessenkonflikte getroffen haben, offenlegen. In manchen Fällen wird den Stimmrechtsberatern eine

angemessene Ausstattung mit personellen und betrieblichen Ressourcen vorgeschrieben, um ihre Aufgaben effektiv wahrnehmen zu können.

III.E. Insiderhandel und Marktmanipulation sollten untersagt sein und die diesbezüglichen Bestimmungen sollten entsprechend durchgesetzt werden.

Da Insiderhandel und Marktmanipulation das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Kapitalmärkte und deren wirksames Funktionieren untergraben, sind sie in den meisten Ländern durch das Wertpapierrecht, das Gesellschaftsrecht und/oder das Strafrecht untersagt. Derartige Praktiken können als Verstoß gegen die Regeln guter Corporate Governance betrachtet werden, da sie den Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre verletzen. Allerdings ist die Wirksamkeit eines Verbots solcher Praktiken von einer entschlossenen Rechtsdurchsetzung abhängig.

III.F. Bei Unternehmen, die in einem anderen Staat als ihrem Gründungsstaat börsennotiert sind, sollte klar angegeben werden, welche Corporate-Governance-Gesetze und -Vorschriften für sie maßgeblich sind. Im Fall von Mehrfachnotierungen (Cross-Listings) sollten die Kriterien und Verfahren zur Anerkennung der Zulassungsanforderungen der Hauptnotierung transparent gemacht und dokumentiert werden.

Es kommt immer häufiger vor, dass Aktien eines Unternehmens an Handelsplätzen notiert bzw. gehandelt werden, die in einem anderen Staat als dem Gründungsstaat des Unternehmens liegen. Dies kann bei den Anlegern Unsicherheit darüber hervorrufen, welche Corporate-Governance-Regeln und -Vorschriften für das betreffende Unternehmen gelten. Davon können verschiedenste Aspekte betroffen sein, von den Verfahren und dem Ort der Aktionärshauptversammlung bis hin zu den Rechten von Minderheitsaktionären. Das Unternehmen sollte daher klar darlegen, welche nationalen Regelungen in solchen Fällen maßgeblich sind. Wenn wesentliche Corporate-Governance-Bestimmungen einer anderen Rechtsordnung unterliegen als der Rechtsordnung des Staates, in dem die Aktien gehandelt werden, sollte auf die wichtigsten Unterschiede hingewiesen werden.

Eine weitere bedeutende Folge der zunehmenden Internationalisierung und Integration der Aktienmärkte sind Zweitnotierungen bereits börsennotierter Unternehmen an einer anderen Börse, sogenannte Cross-Listings. Unternehmen mit Cross-Listings unterliegen oft den Rechtsvorschriften und der Zuständigkeit des Staates ihrer Hauptnotierung. Im Fall einer Zweitnotierung werden in der Regel Befreiungen von lokalen Zulassungsregeln gewährt, die auf der Anerkennung der Zulassungsanforderungen und Corporate-Governance-Vorschriften des Börsenplatzes beruhen, an dem das Unternehmen seine Hauptnotierung hat. Aktienmärkte sollten die für Cross-Listings geltenden Regeln und Verfahren sowie die damit verbundenen Befreiungen von den lokalen Corporate-Governance-Regeln klar offenlegen.

III.G. Aktienmärkte sollten eine faire und effiziente Preisbildung gewährleisten, um eine effektive Corporate Governance zu fördern.

Effektive Corporate Governance bedeutet, dass die Aktionäre in der Lage sein sollten, die Entwicklung ihrer Kapitalbeteiligungen zu beobachten und zu bewerten, indem sie Marktinformationen mit den Angaben vergleichen, die das Unternehmen selbst zu seinen Erfolgsaussichten und Ergebnissen macht. Wenn es den Aktionären vorteilhaft erscheint, können sie entweder ihre Stimme nutzen, um die Entscheidungen des Unternehmens zu beeinflussen, ihre Aktien verkaufen (bzw. weitere zukaufen) oder die Aktien dieses Unternehmens in ihrem Portfolio neu bewerten. Die Qualität von Marktinformationen und der Zugang zu diesen Informationen, einschließlich einer fairen und effizienten Preisbildung für ihre Kapitalanlagen, sind für die Aktionäre daher wichtig, um ihre Rechte ausüben zu können.

Alle Arten von Anlegern, unabhängig davon, ob sie aktive oder passive Anlagestrategien verfolgen, tragen zu gut funktionierenden Kapitalmärkten und einer effizienten Preisbildung bei. In dieser Hinsicht sind die Qualität von markt- und unternehmensspezifischen Informationen und der Zugang dazu von entscheidender Bedeutung, insbesondere für Anleger, die diese Informationen nutzen, um aktive Corporate-Governance-Strategien zu verfolgen.

IV. Offenlegung und Transparenz

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte gewährleisten, dass alle wesentlichen Angelegenheiten, die das Unternehmen betreffen, insbesondere im Hinblick auf seine Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage, Nachhaltigkeit, Eigentumsverhältnisse und Strukturen der Unternehmensführung, zeitnah und präzise offengelegt werden.

In den meisten Staaten werden in großem Umfang sowohl gesetzlich vorgeschriebene als auch freiwillige Informationen über börsennotierte sowie große nicht börsennotierte Unternehmen erfasst und anschließend einem breiten Nutzerkreis zugänglich gemacht. Die Veröffentlichung der einschlägigen Informationen muss in der Regel mindestens jährlich bzw. in einigen Staaten auch im halb- oder vierteljährlichen Turnus erfolgen; bei wesentlichen Geschäften mit nahestehenden Unternehmen oder Personen und anderen wesentlichen unternehmensrelevanten Entwicklungen gilt Ad-hoc-Publizitätspflicht. In Reaktion auf Marktanforderungen veröffentlichen die Unternehmen vielfach auch freiwillig Informationen, die über die Mindestpflichten für die Offenlegung hinausgehen.

Die Grundsätze sehen die zeitnahe Offenlegung aller wesentlichen Entwicklungen vor, die zwischen den regelmäßig vorzulegenden Berichten eintreten. Überdies wird den Unternehmen nahegelegt, wesentliche oder Pflichtinformationen allen Aktionären gleichzeitig offenzulegen, da die Unternehmen das Grundprinzip der Gleichbehandlung von Aktionären wahren müssen.

Die Offenlegungspflichten sollten den Unternehmen keine unzumutbaren administrativen oder finanziellen Belastungen aufbürden. Von den Unternehmen sollte auch nicht erwartet werden, dass sie Informationen veröffentlichen, die ihre Wettbewerbsposition gefährden könnten, es sei denn, die betreffenden Informationen sind unerlässlich, um Investoren eine vollständige Entscheidungsgrundlage zu liefern und deren Irreführung zu vermeiden. Bei der Entscheidung, welcher Mindestumfang an Informationen offengelegt werden sollte, orientieren sich viele Länder am Konzept der Wesentlichkeit. Als wesentlich sind Informationen zu betrachten, wenn vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass ihre Auslassung oder falsche Darstellung die von den Investoren vorgenommene Beurteilung des Unternehmenswerts beeinflusst. In der Regel gehören dazu u. a. der Betrag, der zeitliche Anfall und die Sicherheit der künftigen Cashflows eines Unternehmens. Als wesentlich sind auch Informationen zu betrachten, die für einen rational handelnden Anleger ein wichtiges Kriterium bei Anlage- oder Abstimmungsentscheidungen darstellen.

Ein stringentes Offenlegungssystem, das echte Transparenz fördert, ist von entscheidender Bedeutung für die Überwachung der Unternehmen durch den Markt und die Fähigkeit der Aktionäre, ihre Aktionärsrechte in Kenntnis der Sachlage auszuüben. Die Erfahrung zeigt, dass die Offenlegung auch ein wirksames Instrument sein kann, um das Verhalten von Unternehmen zu beeinflussen und die Investoren zu schützen. Ein stringentes Offenlegungssystem kann dazu beitragen, Kapital zu mobilisieren und das Vertrauen der Kapitalmärkte zu sichern. Laxe Offenlegungsregeln und intransparente Praktiken können hingegen unethischem Verhalten Vorschub leisten und zu einem Verlust an Marktintegrität führen, der nicht nur für das Unternehmen und dessen Aktionäre, sondern auch für die Gesamtwirtschaft mit hohen Kosten verbunden ist. Aktionäre und potenzielle Anleger müssen Zugang zu regelmäßigen, zeitnahen, verlässlichen, vergleichbaren und hinreichend detaillierten Informationen haben, um die Leistung der Unternehmensleitung beurteilen zu können und in der Lage zu sein, fundierte Entscheidungen über die Bewertung und den Besitz der Aktien des Unternehmens sowie die Ausübung der damit verbundenen

Stimmrechte zu treffen. Unzureichende oder unklare Informationen können die Funktionsfähigkeit der Märkte behindern, die Kapitalkosten erhöhen und zu einer ungünstigen Ressourcenallokation führen.

Die Offenlegung von Unternehmen sollte in erster Linie auf Informationen abstellen, die für die Entscheidungsfindung der Anleger wesentlich sind, und kann eine Beurteilung des Unternehmenswerts umfassen. Sie kann aber auch dazu beitragen, in der Öffentlichkeit ein besseres Verständnis der Strukturen und Aktivitäten von Unternehmen, der Unternehmenspolitik und ihrer Erfolgsbilanz im Hinblick auf ökologische, soziale und Governance-Aspekte zu fördern.

IV.A. Der Mindestumfang der Offenlegung sollte wesentliche Informationen zu folgenden Punkten umfassen:

IV.A.1. Finanz- und Betriebsergebnisse des Unternehmens

Die testierten Abschlüsse, in denen die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Unternehmens ausgewiesen ist (und die im Allgemeinen Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung sowie den Anhang zum Jahresabschluss umfassen), sind die am häufigsten genutzten Informationsquellen über die Lage der Unternehmen. Sie ermöglichen eine angemessene Überwachung und erleichtern die Bewertung von Wertpapieren. Geschäftsberichte enthalten in der Regel auch einen Lagebericht der Geschäftsführung, in dem die Geschäftsentwicklung erörtert und analysiert wird. Diese Ausführungen sind besonders nützlich, wenn sie in Verbindung mit den entsprechenden Finanzabschlüssen gelesen werden. Für die Anleger sind insbesondere Informationen von Belang, die Aufschluss über den künftigen Unternehmenserfolg geben können.

Häufig ist ein Zusammenhang festzustellen zwischen Defiziten bei der Unternehmensführung und einer unzureichenden Offenlegung der Gesamtsituation des Unternehmens. Daher ist es wichtig, dass die Offenlegung von Transaktionen, die einen ganzen Konzern betreffen, qualitativ anspruchsvollen, international anerkannten Standards entspricht und auch Informationen über Eventualverbindlichkeiten und außerbilanzielle Geschäfte sowie Zweckgesellschaften umfasst.

IV.A.2. Unternehmensziele und Informationen zur Nachhaltigkeit

Neben ihren Geschäftszielen sollten die Unternehmen wesentliche Maßnahmen und Erfolgskennziffern in den Bereichen Umwelt und Soziales offenlegen, wie in den Ausführungen zur nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegung in Kapitel VI erläutert.

IV.A.3. Beteiligungsstrukturen, Gruppenstrukturen und ihre Kontrollmechanismen

Manche Beteiligungsstrukturen, wie z. B. Pyramidenstrukturen, Überkreuzbeteiligungen und Aktien mit begrenzten oder Mehrfachstimmrechten ermöglichen es bestimmten Aktionären, einen im Vergleich zu ihrer Kapitalbeteiligung unverhältnismäßig starken Einfluss auf die betreffenden Unternehmen auszuüben.

Unternehmensgruppen sind oft komplexe Strukturen mit mehreren Ebenen von Tochtergesellschaften, die in unterschiedlichen Sektoren und Staaten tätig sein können. Diese Strukturen begrenzen u. U. die Fähigkeit von Minderheitsaktionären der Mutter- und Tochtergesellschaften, die Unternehmenspolitik zu beeinflussen und die damit verbundenen Risiken zu erfassen. Gleichzeitig könnten sie es Mehrheitsaktionären ermöglichen, persönliche Vorteile aus Konzerngesellschaften zu ziehen.

Neben den Eigentumsverhältnissen können auch andere Mechanismen die Kontrollstrukturen im Unternehmen beeinflussen. So ist die Paktbildung für Gruppen von Aktionären, die einzeln vielleicht einen verhältnismäßig geringen Anteil am Gesamtkapital halten, ein beliebtes Instrument der Konzertierung, um eine effektive Aktienmehrheit oder zumindest das größte Aktienpaket zu bilden. Derartige Vereinbarungen verleihen den Mitgliedern der Gruppe in der Regel Vorzugsrechte beim Aktienwerb, wenn andere Teilnehmer Aktien veräußern möchten. Aktionärsvereinbarungen können auch Bestimmungen enthalten, die es den Beteiligten verbieten, ihre Aktien vor Ablauf einer bestimmten Frist zu veräußern. Fragen wie

beispielsweise das Auswahlverfahren für Board-Mitglieder und Board-Vorsitzende können ebenfalls Gegenstand von Aktionärsvereinbarungen sein. Die Vereinbarungen können die Beteiligten überdies zu einem einheitlichen Abstimmungsverhalten verpflichten. Einige Staaten halten es für notwendig, derartige Absprachen genau zu beobachten und ihre Dauer zu beschränken.

Höchststimmrechte begrenzen die Zahl der Stimmen, die ein Aktionär abgeben darf, unabhängig von seinem tatsächlichen Aktienanteil. Sie führen also zu einer Umverteilung der Kontrolle und können die Anreize der Aktionäre zur Teilnahme an Hauptversammlungen verringern.

Angesichts der Tatsache, dass diese Mechanismen die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre auf die Unternehmenspolitik verändern können, sowie ihrer Relevanz für die Durchsetzung von Übernahmeregeln sollte die Offenlegung solcher Beteiligungs- und Gruppenstrukturen und ihrer Kontrollmechanismen vorgeschrieben werden. Die Offenlegung solcher Informationen ermöglicht es Aktionären, Anleihehabern und potenziellen Anlegern zudem, fundiertere Entscheidungen zu treffen.

IV.A.4. Wichtige Kapitalbeteiligungen, einschließlich wirtschaftlich Berechtigter, sowie Stimmrechte

Eines der Grundrechte der Anleger besteht darin, über die Eigentumsstruktur des Unternehmens sowie über ihre eigenen Rechte im Verhältnis zu den Rechten anderer Anteilseigner informiert zu werden. Dieser Informationsanspruch sollte sich auch auf Informationen über Konzernstrukturen und konzerninterne Beziehungen erstrecken. Diese Informationen sollten Ziele, Art und Aufbau des Konzerns transparent machen. Die Offenlegung der Eigentumsverhältnisse sollte für Beteiligungen erfolgen, die einen bestimmten Schwellenwert überschreiten. An Aktienmärkten mit einer starken Streuung des Aktienbesitzes, an denen bereits geringe Aktienanteile erheblichen Einfluss auf das Unternehmen ausüben können, könnten diese Schwellenwerte niedriger angesetzt werden. Die in diesem Zusammenhang offenzulegenden Informationen können Angaben zu Großaktionären und anderen Anteilseignern umfassen, die direkt oder indirekt ein wesentliches Maß an Einfluss bzw. Kontrolle über das Unternehmen ausüben könnten, beispielsweise durch Sonderstimmrechte, Aktionärsvereinbarungen, den Besitz von großen Aktienblöcken oder Kontrollbeteiligungen, die Nutzung von Holdingstrukturen mit mehreren Ebenen oder bedeutende Überkreuzbeteiligungen und gegenseitige Bürgschaften. In einigen Staaten ist zudem vorgeschrieben bzw. wird es als gute Praxis angesehen, den Anteilsbesitz von Board-Mitgliedern, einschließlich nicht geschäftsführender Mitglieder, offenzulegen. Gute Praxis ist auch, diese Offenlegung auf laufender Basis vorzunehmen.

Vor allem im Interesse einer besseren Durchsetzung der geltenden Bestimmungen sowie zur Identifizierung von möglichen Interessenkonflikten, Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen, Insiderhandel und Marktmanipulation müssen Informationen über die eingetragenen Eigentümer durch aktuelle Informationen über die wirtschaftlich Berechtigten ergänzt werden. Eine wachsende Zahl von Staaten nutzt hierfür ein nationales Zentralregister. Andere Staaten schreiben u. U. ein Register auf Unternehmensebene vor, um den Zugang zu aktuellen und präzisen Informationen über die wirtschaftlich Berechtigten zu erleichtern. Sind solche Register nicht vorhanden, sollten Informationen über die wirtschaftlich Berechtigten zumindest den Regulierungs- und Durchsetzungsorganen und/oder auf dem Rechtsweg zugänglich sein. Die Leitlinien der Financial Action Task Force und des IWF, die einen mehrgleisigen Ansatz empfehlen, um die Verfügbarkeit von Informationen zu den wirtschaftlich Berechtigten sicherzustellen, können in diesem Zusammenhang ebenfalls hilfreich sein.

IV.A.5. Informationen über die Zusammensetzung des Boards und über seine Mitglieder, ihre Qualifikationen, das Auswahlverfahren, etwaige Mitgliedschaften im Board anderer Unternehmen sowie Angaben darüber, ob sie vom Board als unabhängig eingestuft werden

Die Anleger benötigen Informationen über die einzelnen Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung, um deren Erfahrungen und Qualifikationen bewerten und potenzielle Interessenkonflikte abschätzen zu

können, die deren Entscheidungen beeinflussen könnten. Die Anleger brauchen auch Informationen, um die kollektive Erfahrung und Qualifikation des Boards zu beurteilen. Standardangaben zu Board-Mitgliedern sollten sich auf ihre Qualifikationen, Beteiligungen am Kapital des Unternehmens, Mitgliedschaften in anderen Boards oder Board-Ausschüssen, Positionen in der Geschäftsführung anderer Unternehmen sowie darauf erstrecken, ob sie vom Board als unabhängige Mitglieder betrachtet werden. Diese Informationen können sich auch darauf beziehen, inwiefern die Board-Mitglieder geltende Unabhängigkeitskriterien erfüllen. Angaben zur Mitgliedschaft in den Boards anderer Unternehmen sind nicht nur wichtig, weil sie Aufschluss geben über die Erfahrung der jeweiligen Board-Mitglieder sowie ihre zeitliche Belastung durch etwaige Ämterhäufungen, sondern auch, weil dadurch potenzielle Interessenkonflikte aufgedeckt werden können und der Grad der Verflechtung mit den Boards anderer Unternehmen transparent wird.

Mehrere Staaten sind zu dem Schluss gekommen, dass die Unternehmen über das Auswahlverfahren für Board-Mitglieder und insbesondere darüber informieren sollten, ob dieser Prozess einem breiten Spektrum von Kandidaten offenstand. Diese Informationen sollten im Vorfeld von Abstimmungen der Hauptversammlung oder anlassbezogen bei Eintritt wesentlicher Veränderungen offengelegt werden.

Viele Staaten verlangen oder empfehlen die Offenlegung von Informationen zur Board-Zusammensetzung, z. B. im Hinblick auf die Geschlechterdiversität. Diese Informationsanforderungen können sich auch auf andere Kriterien, wie etwa das Alter oder andere demografische Merkmale der Board-Mitglieder sowie ihre Berufserfahrung und Fachkenntnis erstrecken. Einige Staaten, in denen diese Pflichten oder Empfehlungen in Kodizes verankert sind, verlangen eine Offenlegung nach dem „Comply or Explain“-Prinzip. In einigen Fällen umfasst dies auch die Offenlegung von Informationen über die Zusammensetzung des Vorstands bei dualistischen Leitungssystemen sowie Informationen über geschäftsführende oder andere hochrangige Positionen.

IV.A.6. Vergütung der Board-Mitglieder und der Geschäftsführung

Informationen über die Vergütungen der Board-Mitglieder und der Geschäftsführung spielen für die Aktionäre ebenfalls eine Rolle, insbesondere der Zusammenhang zwischen Vergütung und Erfolg, Nachhaltigkeit und Resilienz des Unternehmens auf lange Sicht. Von den Unternehmen wird generell erwartet, dass sie zeitnah u. a. über wesentliche Veränderungen der Vergütungspolitik für Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung sowie auf standardisierter und vergleichbarer Basis über Vergütungsniveaus oder -beträge informieren, damit die Anleger Kosten und Nutzen der Vergütungssysteme sowie den Beitrag von Anreizsystemen, wie z. B. Aktienoptionsplänen, zum Unternehmenserfolg beurteilen können. Die Offenlegung der Vergütungen auf individueller Basis (einschließlich Abfindungs- und Altersversorgungsregelungen) wird zunehmend als gute Praxis betrachtet und mittlerweile in den meisten Staaten verlangt oder empfohlen. In einigen Ländern sind dabei die Vergütungen einer bestimmten Zahl der höchstbezahlten Führungskräfte anzugeben, in anderen Ländern hingegen nur die Vergütungen für bestimmte Positionen. Managerhaftpflichtversicherungen (D&O-Versicherungen) sollten ebenfalls offengelegt werden, da sie die Anreize für Manager*innen beeinflussen können. Die Nutzung von Nachhaltigkeitsindikatoren bei der Vergütung erfordert u. U. auch die Offenlegung von Informationen, anhand derer die Anleger beurteilen können, ob die Indikatoren mit wesentlichen Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen verknüpft sind und Anreize für langfristig orientiertes Handeln bieten.

IV.A.7. Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen

Um zu gewährleisten, dass das Unternehmen unter gebührender Berücksichtigung der Interessen aller seiner Investoren geführt wird, ist es unerlässlich, alle wesentlichen Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen sowie die Bedingungen dieser Geschäfte dem Markt gegenüber einzeln vollumfänglich auszuweisen. In vielen Ländern ist dies bereits gesetzlich vorgeschrieben. Sofern die Wesentlichkeit nicht von staatlicher Seite definiert ist, sollten die Unternehmen außerdem verpflichtet sein, die Konzepte bzw. Kriterien offenzulegen, die bei der Bestimmung wesentlicher Geschäfte mit nahestehenden

Unternehmen und Personen zugrunde gelegt werden. Mindestens zum Kreis der nahestehenden Unternehmen und Personen gehören sollten Rechtsträger, die das Unternehmen beherrschen oder die zusammen mit diesem der Kontrolle eines dritten Unternehmens unterstehen, ebenso wie Großaktionäre und deren Familienmitglieder sowie Mitglieder der Geschäftsführung. Zwar stellt die Definition nahestehender Unternehmen und Personen in international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen einen nützlichen Bezugspunkt dar, der Corporate-Governance-Rahmen sollte jedoch sicherstellen, dass alle nahestehenden Unternehmen und Personen ordnungsgemäß identifiziert werden und dass in Fällen, in denen konkrete Interessen nahestehender Unternehmen und Personen vorliegen, auch wesentliche Geschäfte mit konsolidierten Tochtergesellschaften offengelegt werden. Komplizierte Konzernstrukturen können die Intransparenz von Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen verstärken und die Umgehung von Offenlegungspflichten erleichtern. Insbesondere ist darauf zu achten, ob der Corporate-Governance-Rahmen alle nahestehenden Unternehmen und Personen in Staaten mit komplexen Konzernstrukturen, denen börsennotierte Gesellschaften angehören, richtig erfasst.

Geschäfte, an denen Großaktionäre (bzw. deren Familienangehörige, Verwandte usw.) direkt oder indirekt beteiligt sind, dürften für die Überwachung von Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen im Hinblick auf die Sicherung der Gleichbehandlung aller Aktionäre möglicherweise die größten Schwierigkeiten aufwerfen. In manchen Ländern sind Aktionäre bereits ab einer Kapitalbeteiligung von 5 % verpflichtet, die von ihnen getätigten Geschäfte zu melden. Die Offenlegungspflichten erstrecken sich auch auf die Art der Beziehung im Fall eines Kontrollverhältnisses sowie die Art, den Wert und die Zahl der Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen, wobei gegebenenfalls eine geeignete Gruppierung vorzunehmen ist. In Anbetracht des naturgemäß intransparenten Charakters vieler Transaktionen müssen möglicherweise die Begünstigten verpflichtet werden, das Board über die Transaktionen zu unterrichten, wobei das Board dann wiederum den Markt informieren sollte. Dies sollte das Unternehmen aber nicht von seiner eigenen Aufsichtspflicht entbinden, die eine wichtige Funktion des Boards darstellt.

Um die Offenlegung möglichst informativ zu gestalten, werden Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen in vielen Staaten nach ihrer Wesentlichkeit und ihren Bedingungen unterschieden. Wesentliche Geschäfte sind auf laufender Basis offenzulegen, wobei jedoch Ausnahmen für wiederkehrende Geschäfte zu marktüblichen Bedingungen möglich sind, die lediglich im Rahmen der periodischen Berichterstattung ausgewiesen werden können. Im Interesse der Wirksamkeit ist es möglicherweise nötig, dass die Offenlegungsgrenzen hauptsächlich auf quantitativen Kriterien beruhen; eine Umgehung der Offenlegungspflicht durch Zerlegung der mit denselben nahestehenden Unternehmen oder Personen getätigten Geschäfte sollte jedoch nicht zulässig sein.

IV.A.8. Vorhersehbare Risikofaktoren

Die Nutzer der Finanzinformationen wie auch die Marktteilnehmer benötigen Informationen über vernünftigerweise vorhersehbare wesentliche Risiken. Dazu zählen u. a. spezifische Risiken der Branchen oder Regionen, in denen das Unternehmen tätig ist, die Abhängigkeit von bestimmten Rohstoffen und Lieferketten, Finanzmarktrisiken einschließlich Zins- oder Währungsrisiken, Risiken im Zusammenhang mit Derivaten und außerbilanziellen Geschäften, Risiken im Zusammenhang mit dem Geschäftsverhalten, digitale Sicherheitsrisiken, Compliance-Risiken sowie Nachhaltigkeitsrisiken, insbesondere Klimarisiken.

Die *Grundsätze* sehen die Offenlegung hinreichender und umfassender Informationen vor, um die Anleger und anderen Nutzer in vollem Umfang über die vernünftigerweise vorhersehbaren wesentlichen Risiken des Unternehmens zu unterrichten. Die Offenlegung von Risiken ist dann am wirksamsten, wenn sie auf das betreffende Unternehmen und die entsprechende Branche zugeschnitten ist. Die Offenlegung von Informationen über die Systeme der Unternehmen zur Risikoüberwachung und -steuerung einschließlich Angaben über die Art und Wirksamkeit diesbezüglicher Due-Diligence-Prozesse wird zunehmend als gute Praxis angesehen.

IV.A.9. Corporate-Governance-Strukturen und -Politik, einschließlich Angaben zur Einhaltung nationaler Corporate-Governance-Kodizes oder -Regeln sowie den entsprechenden Umsetzungsverfahren

Die Unternehmen sollten über ihre Corporate-Governance-Praktiken informieren. Diese Offenlegung sollte ein obligatorischer Bestandteil der regulären Berichterstattung sein. Die Unternehmen sollten von der Regulierungs- oder Börsenaufsichtsbehörde festgelegte bzw. genehmigte Corporate-Governance-Grundsätze mit einer Berichtspflicht nach dem „Comply or Explain“-Prinzip oder auf einer ähnlichen Basis umsetzen. In den meisten Staaten wird als gute Praxis zur Förderung einer wirksamen Offenlegung und Umsetzung von „Comply or Explain“-Kodizes ein nationaler Bericht über die Einhaltung des Corporate-Governance-Kodex durch börsennotierte Unternehmen veröffentlicht.

Informationen über die Corporate-Governance-Strukturen und -Politik des Unternehmens sowie – im Fall von nicht operativen Holdinggesellschaften – wesentlicher Tochtergesellschaften sind für die Beurteilung der Corporate Governance eines Unternehmens wichtig und sollten die Aufteilung der Befugnisse zwischen Aktionären, Geschäftsführung und Board umfassen. Die Unternehmen sollten die unterschiedlichen Aufgaben und Verantwortlichkeiten des*der Vorsitzenden der Geschäftsführung und/oder des*der Board-Vorsitzenden sowie – in Fällen, in denen beide Funktionen von derselben Person wahrgenommen werden – die Begründung für diese Regelung klar erläutern. Es gilt auch als gute Praxis, die Satzung, die Geschäftsordnung des Boards sowie gegebenenfalls die Strukturen und Geschäftsordnungen von Ausschüssen offenzulegen.

Im Interesse der Transparenz sollten die Verfahrensregeln für Aktionärsversammlungen gewährleisten, dass Stimmen ordnungsgemäß ausgezählt und erfasst und die Abstimmungsergebnisse zeitnah bekannt gegeben werden.

IV.A.10. Schuldverträge sowie Risiko der Nichteinhaltung von Covenants

Unter normalen Umständen werden wichtige Unternehmensentscheidungen von den Aktionären und der Unternehmensleitung getroffen. Allerdings können Unternehmensanleihen und andere Schuldverträge mit bestimmten Auflagen verknüpft sein, die die Entscheidungsfreiheit der Unternehmensleitung und der Aktionäre erheblich einschränken. Solche Covenants können beispielsweise Dividendenausschüttungen begrenzen, die Zustimmung der Gläubiger zur Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte vorschreiben oder die Schuldner mit Strafen belegen, wenn ihr Verschuldungsgrad einen zuvor vereinbarten Schwellenwert überschreitet. Zudem könnten Unternehmen, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden, aber noch nicht insolvent sind, versuchen, eine Befreiung von der Einhaltung eines Covenants auszuhandeln, und die bestehenden Gläubiger könnten im Gegenzug Veränderungen im Unternehmen verlangen. Folglich ist eine zeitnahe Offenlegung wesentlicher Informationen zu Schuldverträgen, einschließlich der Auswirkungen wesentlicher Risiken im Zusammenhang mit Covenant-Verstößen und der Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens, im Einklang mit den geltenden Standards erforderlich, damit die Anleger die Geschäftsrisiken eines Unternehmens beurteilen können.

IV.B. Die Informationen sollten gemäß international anerkannten Rechnungslegungs- und Offenlegungsstandards aufbereitet und veröffentlicht werden.

Die Anwendung qualitativ anspruchsvoller Rechnungslegungs- und Offenlegungsstandards dürfte den Anlegern die Überwachung des Unternehmens erheblich erleichtern, da sich dadurch die Relevanz, Verlässlichkeit und Vergleichbarkeit der Berichterstattung verbessert und die Leistung und Risiken des Unternehmens besser beurteilt werden können. Die meisten Staaten schreiben die Anwendung international anerkannter Rechnungslegungsstandards vor, um so die Transparenz und die Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse und sonstigen Finanzberichterstattung zwischen den einzelnen Staaten zu verbessern. Solche Standards sollten in offenen, unabhängigen und öffentlichen Verfahren ausgearbeitet werden, an denen der private Sektor sowie andere Interessenträger, wie z. B. Anleger, Berufsverbände

und unabhängige Sachverständige, beteiligt sind. Um eine hohe Qualität der nationalen Standards zu gewährleisten, sollten diese mit international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen in Einklang gebracht werden.

IV.C. Einmal jährlich sollte von unabhängigen, kompetenten und qualifizierten Abschlussprüfenden eine Jahresabschlussprüfung nach international anerkannten Prüfungs-, Ethik- und Unabhängigkeitsstandards für Abschlussprüfende durchgeführt werden, um dem Board und den Aktionären hinreichende Sicherheit zu bieten, dass der Jahresabschluss in allen wesentlichen Aspekten gemäß geltender Rechnungslegungsstandards erstellt wurde.

Die externen Abschlussprüfenden beurteilen mit ihrem Testat, ob der Jahresabschluss die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Unternehmens in allen wesentlichen Aspekten angemessen wiedergibt. Der Prüfbericht der Abschlussprüfenden sollte auch den Hinweis enthalten, dass die Jahresabschlüsse in die Verantwortung der Unternehmensleitung fallen. In einigen Staaten wird von den externen Prüfenden auch eine Stellungnahme zur Corporate Governance des Unternehmens oder zur internen Kontrolle der Finanzberichterstattung verlangt.

Die externen Abschlussprüfenden sollten zu Unabhängigkeit und ethischem Verhalten sowie Rechenschaftspflicht gegenüber den Aktionären verpflichtet sein und die Prüfung im öffentlichen Interesse durchführen. In den *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence* der IOSCO heißt es ferner: „Die Standards für die Unabhängigkeit der Abschlussprüfenden sollten einen Rahmen von Grundsätzen vorgeben, der ergänzt wird durch eine Kombination von Verboten, Einschränkungen und sonstigen Maßnahmen, Verfahren und Offenlegungen und zumindest den folgenden, die Unabhängigkeit bedrohenden Risiken Rechnung tragen sollte: Eigeninteresse, Eigenprüfung, Lobbying, persönliche Beziehungen und Einschüchterung.“ Die Verantwortung dafür, Risiken für die Unabhängigkeit der Abschlussprüfenden zu überwachen, sollte sowohl bei den Prüfenden selbst als auch bei dem geprüften Unternehmen und seinem Prüfungsausschuss bzw. einem äquivalenten Organ liegen.

Der Prüfungsausschuss oder ein äquivalentes Organ sollte die Tätigkeit der Innenrevision überwachen und darüber hinaus mit der Aufsicht über die gesamten Beziehungen zu den externen Abschlussprüfenden, einschließlich ihrer Bestellung, Mandatserneuerung und Vergütung sowie der Genehmigung und Überwachung der Art der von ihnen für das Unternehmen erbrachten Nichtprüfungsleistungen, betraut sein. Die Erbringung von Nichtprüfungsleistungen durch die Abschlussprüfenden kann deren Unabhängigkeit beeinträchtigen und könnte dazu führen, dass sie ihre eigene Arbeit prüfen oder ihre Unabhängigkeit auf andere Weise gefährdet wird. Um dieser Gefahr zu begegnen, verlangen einige Staaten die Offenlegung von Zahlungen für die von externen Abschlussprüfenden erbrachten Nichtprüfungsleistungen. Weitere Bestimmungen, die die Unabhängigkeit der externen Abschlussprüfenden stärken sollen, umfassen u. a. ein Verbot bzw. eine starke Einschränkung der Art von Nichtprüfungsleistungen, die Abschlussprüfende für die von ihnen geprüften Unternehmen erbringen dürfen; regelmäßige Kommunikation mit dem Prüfungsausschuss über die Art, Dauer und Vergütung der Nichtprüfungsleistungen (sowie deren Genehmigung) und Beziehungen, die die Unabhängigkeit der Abschlussprüfenden gefährden könnten; eine Pflichtrotation der Abschlussprüfenden (d. h. entweder der die Prüfung durchführenden Personen oder der gesamten Rechnungsprüfungsgesellschaften); eine feste Mandatsdauer für Prüfende; gemeinsame Prüfungen; das zeitlich befristete Verbot der Einstellung ehemaliger Abschlussprüfender durch die von ihnen geprüften Unternehmen sowie das Verbot für Abschlussprüfende und deren Angehörige, eine finanzielle Beteiligung an den von ihnen geprüften Unternehmen zu halten oder eine Führungsposition in diesen Unternehmen zu bekleiden. Einige Staaten haben sich für ein direkteres Regulierungskonzept entschieden, indem sie den Prozentsatz der für Nichtprüfungsleistungen gezahlten Honorare und Vergütungen begrenzen, die Prüfende von ein und demselben Auftraggeber beziehen dürfen, oder einen Plafond für den prozentualen Anteil am Gesamteinkommen der Prüfenden festlegen, der von einem einzelnen Auftraggeber stammen darf.

Auch ein Aufsichts- und Regulierungssystem für Abschlussprüfende ist wichtig, um die Unabhängigkeit der Prüfenden und die Prüfungsqualität zu verbessern. Im Einklang mit den Grundprinzipien des International Forum of Independent Audit Regulators (IFIAR) trägt die Einrichtung einer berufsstands-unabhängigen Regulierungsstelle, die zumindest regelmäßige Inspektionen der Abschlussprüfenden von Unternehmen von öffentlichem Interesse vornimmt, dazu bei, Abschlussprüfungen von hoher Qualität zu gewährleisten, die dem öffentlichen Interesse dienen. Die Regulierungsstellen sollten über ein umfassendes Spektrum an wirksamen Regulierungsinstrumenten verfügen. Dazu zählen u. a. Disziplinarmaßnahmen/Sanktionsmöglichkeiten, unabhängige Ermittlungsbefugnisse gegen Abschlussprüfende in den betreffenden Staaten sowie die Befugnis, die Öffentlichkeit über Disziplinarmaßnahmen/Sanktionen zu informieren, um in angemessener Weise auf Verstöße externer Abschlussprüfender gegen ihre beruflichen und gesetzlichen Pflichten reagieren zu können.

Ferner hat es sich in manchen Ländern als dringend notwendig erwiesen, die Sachkompetenz der Abschlussprüfenden sicherzustellen. Zulassungsverfahren, die einen individuellen Nachweis der erforderlichen Qualifikationen vorsehen, sind in einigen Staaten empfehlenswerte Praxis bzw. vorgeschrieben. Dies muss jedoch durch laufende Weiterbildung und Überprüfung der Berufserfahrung ergänzt werden, um zu gewährleisten, dass die Abschlussprüfenden über hinreichende fachliche Kompetenzen und kritisches Urteilsvermögen verfügen.

IV.D. Externe Abschlussprüfende sollten den Aktionären gegenüber rechenschaftspflichtig sein und sind dem Unternehmen gegenüber verpflichtet, bei der Durchführung der Rechnungsprüfung im öffentlichen Interesse die gebührende professionelle Sorgfalt walten zu lassen.

Dass die externen Abschlussprüfenden von einem unabhängigen Prüfungsausschuss des Boards oder einem äquivalenten Organ empfohlen und entweder durch diesen Ausschuss bzw. dieses Organ oder direkt durch die Aktionärshauptversammlung gewählt, bestellt oder bestätigt werden, kann als gute Praxis betrachtet werden, weil damit deutlich gemacht wird, dass die Abschlussprüfenden den Aktionären gegenüber rechenschaftspflichtig sein sollten. Damit wird auch unterstrichen, dass die professionelle Sorgfaltspflicht der Abschlussprüfenden nicht gegenüber einzelnen oder Gruppen von Führungskräften des Unternehmens besteht, mit denen sie im Rahmen ihrer Arbeit u. U. in Kontakt stehen, sondern gegenüber dem Unternehmen selbst. Diese Praxis sollte jedoch nicht so verstanden werden, dass andere Organe, wie z. B. der Prüfungsausschuss, keine derartigen Ernennungen vornehmen sollten. Um die Rechenschaftslegung gegenüber den Aktionären zu verbessern, sollten die Aktionäre die Möglichkeit haben, direkt mit dem Prüfungsausschuss bzw. äquivalenten Organ im Hinblick auf dessen Aufsicht über die externen Abschlussprüfenden zu kommunizieren, beispielsweise durch Offenlegung von Informationen, u. a. über die Methode für die Bewertung der Leistungen der Abschlussprüfenden, oder durch die Teilnahme des Prüfungsausschusses oder der Abschlussprüfenden an den Hauptversammlungen.

IV.E. Die für die Informationsverbreitung genutzten Kommunikationswege sollten einen gleichberechtigten, zeitnahen und kostengünstigen Zugang der Nutzer zu den einschlägigen Informationen gewährleisten.

Die Kanäle, die für die Verbreitung von Informationen genutzt werden, können ebenso wichtig sein wie der eigentliche Informationsgehalt. Häufig besteht eine gesetzliche Offenlegungspflicht, die Bereitstellung von und der Zugang zu den entsprechenden Informationen können jedoch mit erheblichem Aufwand und hohen Kosten verbunden sein. Die Vorlage der gesetzlich vorgeschriebenen Berichte ist in einigen Staaten durch elektronische Systeme für die Berichterstattung und Datenabfrage enorm erleichtert worden. Die Staaten sollten nun einen Schritt weitergehen und verschiedene Quellen für Unternehmensinformationen, darunter Aktionärsregister, zusammenführen. Leicht zugängliche und nutzerfreundliche Unternehmenswebsites stellen ebenfalls eine Möglichkeit dar, die Informationsverbreitung zu verbessern, und die meisten Staaten verpflichten oder empfehlen Unternehmen mittlerweile, eine Website mit relevanten und aussagekräftigen Informationen über das Unternehmen zu unterhalten.

Die Unternehmen sollten verpflichtet werden, Vorkehrungen für eine laufende Offenlegung zu treffen, die neben der periodischen Berichterstattung auch anlassbezogene bzw. unmittelbare Offenlegungen umfasst, die der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen. In Bezug auf anlassbezogene/unmittelbare Offenlegungen gilt es als gute Praxis, die „unverzögliche“ Bekanntmachung wesentlicher Entwicklungen zu verlangen, was entweder „zum frühestmöglichen Zeitpunkt“ oder innerhalb einer bestimmten, genau festgelegten Frist heißen kann. Die *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities* der IOSCO enthalten Leitlinien für die periodische Berichterstattung von Unternehmen, deren Wertpapiere börsennotiert oder zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind, an dem Privatanleger teilnehmen. In den *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities* der IOSCO sind einheitliche Grundsätze für die laufende Offenlegung und die Berichterstattung über wesentliche Entwicklungen durch börsennotierte Unternehmen festgelegt.

V. Pflichten des Boards (Aufsichtsorgan)

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die strategische Ausrichtung des Unternehmens, die effektive Überwachung der Geschäftsführung durch das Board als Aufsichtsorgan sowie dessen Rechenschaftspflicht gegenüber dem Unternehmen und seinen Aktionären gewährleisten.

Aufbau und Funktionsweise von Boards unterscheiden sich sowohl von Land zu Land als auch innerhalb einzelner Länder. Einige Staaten haben dualistische Leitungssysteme, in denen die Aufsichts- und die Geschäftsführungsfunktion von unterschiedlichen Organen wahrgenommen wird. Diese Systeme haben in der Regel einen „Aufsichtsrat“ aus nicht geschäftsführenden Mitgliedern, zu denen häufig auch Arbeitnehmervertreter*innen zählen, und einen „Vorstand“, dem ausschließlich Mitglieder der Geschäftsführung angehören. Andere Länder haben ein monistisches Board-System, bei dem sich das Board sowohl aus Vertreter*innen der Geschäftsführung als auch aus nicht geschäftsführenden Mitgliedern zusammensetzt. In einigen Ländern gibt es noch ein zusätzliches satzungsmäßiges Organ, das für Fragen der Rechnungsprüfung zuständig ist. Die *Grundsätze* sind jedoch allgemein anwendbar, unabhängig davon, wie die mit der Leitung des Unternehmens und der Überwachung der Geschäftsführung betrauten Organe aufgebaut sind.

Neben der Ausrichtung der Unternehmensstrategie ist das Board in erster Linie dafür verantwortlich, die Leistung der Geschäftsführung zu überwachen und angemessene Erträge für die Aktionäre zu gewährleisten. Dabei gilt es, Interessenkonflikte zu verhindern und ein ausgewogenes Verhältnis zwischen verschiedenen konkurrierenden Anforderungen an das Unternehmen sicherzustellen. Damit das Board seinen Pflichten effektiv nachkommen kann, muss es in der Lage sein, sich ein objektives und unabhängiges Urteil zu bilden. Eine andere wichtige Aufgabe des Boards ist die Beaufsichtigung des Risikomanagementsystems und der Mechanismen, die gewährleisten sollen, dass das Unternehmen die geltenden Gesetze einhält, u. a. in den Bereichen Steuern, Wettbewerb, Arbeit, Menschenrechte, Umwelt, Chancengleichheit, digitale Sicherheit, informationelle Selbstbestimmung und Schutz personenbezogener Daten sowie Gesundheit und Sicherheit. In einigen Staaten halten es die Unternehmen für sinnvoll, ausdrücklich festzulegen, welche Aufgaben dem Board obliegen und welche in den Zuständigkeitsbereich der Geschäftsführung fallen.

Das Board ist nicht nur rechenschaftspflichtig gegenüber dem Unternehmen und dessen Aktionären, sondern es ist auch verpflichtet, in deren größtmöglichem Interesse zu handeln. Darüber hinaus wird vom Board erwartet, dass es den Interessen von Stakeholdern, wie z. B. Beschäftigten, Gläubigern, Kunden, Zulieferern und betroffenen Gemeinschaften, Rechnung trägt und sie in angemessener Weise berücksichtigt.

V.A. Die Mitglieder des Boards sollten in voller Sachkenntnis, nach Treu und Glauben, mit gebührender Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit und im besten Interesse des Unternehmens und seiner Aktionäre handeln und zugleich den Interessen der Stakeholder Rechnung tragen.

In diesem Grundsatz sind die beiden Hauptkomponenten der treuhänderischen Pflichten des Boards verankert: die Sorgfaltspflicht und die Treuepflicht. Die Sorgfaltspflicht verlangt von den Mitgliedern des Boards, in voller Sachkenntnis, nach Treu und Glauben und mit gebührender Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu handeln. In einigen Staaten gilt hier das Verhalten als Richtlinie, das von einem besonnen und gewissenhaft handelnden Menschen unter ähnlichen Umständen zu erwarten wäre. Gute Praxis ist,

das Konzept der vollen Sachkenntnis so auszulegen, dass sich die Board-Mitglieder davon überzeugen sollten, dass die wichtigsten Informations- und Compliance-Systeme des Unternehmens grundsätzlich zuverlässig sind und das Board bei der ihm in den *Grundsätzen* zugewiesenen wesentlichen Aufsichtsfunktion unterstützen. In vielen Staaten ist diese Auslegung bereits in der Definition der Sorgfaltspflicht enthalten. In anderen Staaten ist sie in den Wertpapiergesetzen, den Rechnungslegungsgrundsätzen usw. verankert.

Die Treuepflicht ist von zentraler Bedeutung, da sie zur effektiven Umsetzung anderer Grundsätze, z. B. in Bezug auf die Gleichbehandlung der Aktionäre, die Überwachung von Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen sowie die Festlegung der Vergütungspolitik für Mitglieder der Geschäftsführung und des Boards, beiträgt. Sie bildet auch einen der Kerngrundsätze für innerhalb einer Konzernstruktur tätige Board-Mitglieder: Selbst wenn ihr Unternehmen von einem anderen Unternehmen beherrscht wird, sind die Board-Mitglieder nicht dem beherrschenden Unternehmen, sondern ihrem Unternehmen und der Gesamtheit seiner Aktionäre gegenüber zu Loyalität verpflichtet.

Die Board-Mitglieder sollten bei geschäftlichen Entscheidungen im Interesse des langfristigen Erfolgs und der langfristigen Leistungsfähigkeit des Unternehmens sowie im Interesse seiner Aktionäre u. a. auch Stakeholder-Interessen berücksichtigen. Dies kann den Unternehmen beispielsweise helfen, Beschäftigte zu gewinnen und zu halten und die Produktivität der Beschäftigten zu fördern, größere Akzeptanz und Unterstützung durch die lokalen Gemeinschaften an ihren Standorten zu erreichen und die Kundenloyalität zu steigern, was wiederum die Wertschöpfung für ihre Aktionäre verbessert.

V.A.1. Board-Mitglieder sollten gegen Prozessrisiken abgesichert sein, wenn eine Entscheidung nach Treu und Glauben und mit gebührender Sorgfalt getroffen wurde.

Ein Schutz vor Prozessrisiken für Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung, wenn sie eine unternehmerische Entscheidung gewissenhaft, mit gebührender Sorgfalt, angemessen informiert und ohne Interessenkonflikte getroffen haben, erleichtert es ihnen, das Risiko einer Entscheidung zu tragen, von der das Unternehmen erwartungsgemäß profitieren dürfte, die sich aber auch als Misserfolg erweisen könnte. Unter den genannten Voraussetzungen würde dieser Schutz auch dann gelten, wenn für das Unternehmen auf kurze Sicht definitive Kosten sowie auf lange Sicht ungewisse negative Auswirkungen entstehen, sofern gemäß sorgfältiger Prüfung durch die Geschäftsführung nach vernünftigem Ermessen davon auszugehen war, dass die Entscheidung zum langfristigen Erfolg und zur langfristigen Leistungsfähigkeit des Unternehmens beitragen würde.

V.B. Wenn sich Beschlüsse des Boards auf verschiedene Gruppen von Aktionären unterschiedlich auswirken können, sollte das Board auf eine faire Behandlung aller Aktionäre bedacht sein.

Bei der Wahrnehmung seiner Pflichten sollte das Board nicht als Versammlung von Vertreter*innen unterschiedlicher Interessengruppen betrachtet werden oder handeln. Zwar können einzelne Board-Mitglieder von bestimmten Aktionären nominiert oder berufen (und u. U. von anderen Aktionären abgelehnt) werden, es ist jedoch wichtig, dass die Board-Mitglieder bei der Ausübung ihrer Pflichten alle Aktionäre gleichberechtigt behandeln. Besonders entscheidend ist dies, wenn kontrollierende Aktionäre de facto in der Lage sein könnten, alle oder eine Mehrheit der Board-Mitglieder zu bestimmen.

V.C. Das Board sollte hohe ethische Standards einhalten.

Das Board trägt entscheidend zur generellen ethischen Ausrichtung des Unternehmens bei, die es nicht nur durch seine eigenen Handlungen vorgibt, sondern auch durch die Bestellung und Überwachung der Geschäftsführung und damit des Managements insgesamt. Hohe ethische Standards liegen insofern im langfristigen Interesse des Unternehmens, als sie für dessen Glaub- und Vertrauenswürdigkeit nicht nur im Tagesgeschäft, sondern auch im Hinblick auf seine längerfristigen Engagements sorgen. Damit die

Ziele des Boards klar und operationell sind, haben viele Unternehmen interne Verhaltenskodizes entwickelt, die sich u. a. an beruflichen Standards und gelegentlich auch an allgemeineren Verhaltensregeln orientieren, und diese Verhaltenskodizes im gesamten Unternehmen kommuniziert. Dies kann auch eine Verpflichtung des Unternehmens (und seiner Tochtergesellschaften) umfassen, die *OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen* sowie damit verbundene Sorgfaltspflichten zu erfüllen. Überdies verlangen die Staaten zunehmend, dass das Board die Aufsicht über Lobbying-, Finanz- und Steuerplanungsstrategien führt, um den Behörden zeitnahe und zielgenaue Informationen zu liefern und Praktiken wie z. B. aggressive Steuerplanungsstrategien zu verhindern, die nicht im langfristigen Interesse des Unternehmens und seiner Aktionäre liegen und zu rechtlichen und Reputationsrisiken führen können.

Unternehmensweit geltende Kodizes dienen als Verhaltensmaßstab sowohl für das Board als auch für die Geschäftsführung, indem sie den Rahmen für die Ausübung des Ermessensspielraums im Umgang mit unterschiedlichen und oft miteinander in Konflikt stehenden Interessengruppen vorgeben. Als Mindestanforderung sollte der Verhaltenskodex der Verfolgung von Eigeninteressen, einschließlich Transaktionen mit Aktien des Unternehmens, klare Grenzen setzen. Ein allgemeiner Rahmen für ethisches Verhalten geht über die Einhaltung der Gesetze hinaus, die natürlich stets Grundvoraussetzung sein sollte.

V.D. Das Board sollte bestimmte Schlüsselfunktionen ausüben, insbesondere:

V.D.1. Überprüfung und Ausrichtung der Unternehmensstrategie, wichtiger Handlungspläne, der Jahresbudgets und Geschäftspläne, Festlegung von Erfolgszielen, Überwachung der Umsetzung dieser Ziele und des Unternehmenserfolgs sowie Kontrolle wesentlicher Investitionen, Akquisitionen und Veräußerungen

Das Board hat die Aufgabe, die Gesamtstrategie des Unternehmens festzulegen, die Unternehmenspolitik zu bestimmen, die Leistung des Unternehmens zu beurteilen und zu steuern und die Finanzen des Unternehmens zu überwachen. Es trifft treuhänderisch wichtige Entscheidungen im Namen des Unternehmens und seiner Aktionäre. Die Strukturen und Prozesse für die Ausübung dieser Funktionen können sich in den einzelnen Unternehmen unterscheiden, beispielsweise aufgrund der Größe und Branche des Unternehmens oder der Aufgabenverteilung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand in dualistischen Systemen. Einige Staaten empfehlen im Interesse der Transparenz, die Aufgaben des Boards in der Geschäftsordnung des Boards, der Satzung oder der Geschäftsordnung des Unternehmens zu verankern.

V.D.2. Prüfung und Bewertung der Risikomanagementpolitik und -prozesse

Die Bestimmung des Risikoprofils und der Risikokultur des Unternehmens und die Überwachung seines Risikomanagements, einschließlich interner Kontrollmechanismen, sind von wesentlicher Bedeutung für das Board und eng mit der Unternehmensstrategie verknüpft. Dies beinhaltet die Aufsicht über die Rechenschaftspflichten und Zuständigkeiten für die Risikosteuerung, sowie die Bestimmung von Art und Umfang der Risiken, die das Unternehmen bei der Verfolgung seiner Ziele einzugehen bereit ist, und der Methoden zur Steuerung der Risiken, die sich aus der Geschäftstätigkeit und den Beziehungen des Unternehmens ergeben. Die Aufsicht durch das Board liefert der Geschäftsführung somit entscheidende Leitlinien für den Umgang mit Risiken, um dem angestrebten Risikoprofil des Unternehmens zu entsprechen.

Bei der Erfüllung dieser Schlüsselfunktionen sollte das Board sicherstellen, dass wesentliche Nachhaltigkeitsfragen berücksichtigt werden. Zur Stärkung der Resilienz sollten die Boards auch sicherstellen, dass ihre Risikomanagementrahmen geeignete Mechanismen umfassen, um maßgebliche externe Risiken zu bewältigen, die das Unternehmen beeinträchtigen könnten, wie z. B. Gesundheitskrisen, Störungen der Lieferketten und geopolitische Spannungen. Diese Rahmen sollten sowohl ex ante als auch ex post wirken, da die Unternehmen einerseits ihre Resilienz für den Fall zukünftiger Krisen stärken sollten und andererseits in der Lage sein sollten, bei Eintreten eines plötzlichen Negativereignisses Krisenbewältigungsmechanismen umzusetzen.

Von entscheidender Bedeutung ist die Steuerung digitaler Sicherheitsrisiken, die dynamisch sind und sich rasch verändern können. Dabei kann es sich u. a. um Risiken im Zusammenhang mit Datensicherheit und Datenschutz, Cloud-Lösungen, Authentifizierungsmethoden und Sicherheitsvorkehrungen für Beschäftigte, die von außerhalb auf die IT-Systeme des Unternehmens zugreifen, handeln. Diese Risiken sollten, ebenso wie andere Risiken, in die Gesamtstrategie für das zyklische Risikomanagement des Unternehmens integriert werden.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Entwicklung einer Risikomanagementpolitik für Steuerrisiken. Die Boards sollten bei Einführung umfassender Risikomanagementstrategien und -systeme auch Risiken im Zusammenhang mit dem Steuermanagement und der Einhaltung steuerrechtlicher Bestimmungen berücksichtigen, um sicherzustellen, dass steuerbezogene finanzielle, regulatorische und Reputationsrisiken vollumfänglich erfasst und evaluiert werden.

In Reaktion auf regulatorische Anforderungen oder Empfehlungen zum Risikomanagement sowie neuartige Risiken haben einige Unternehmen einen Risikoausschuss eingerichtet und/oder die Rolle des Prüfungsausschusses ausgeweitet, um das Board bei der Überwachung des Risikomanagements zu unterstützen. Die Sorgfaltsgrundsätze der OECD für verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln sollen den Unternehmen ebenfalls dabei helfen, ökologische und soziale Risiken und Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit und Lieferketten zu erkennen und darauf zu reagieren.

V.D.3. Überwachung der Wirksamkeit der Corporate-Governance-Praktiken des Unternehmens und Durchführung gegebenenfalls erforderlicher Korrekturen

Die Überwachung der Unternehmensführung durch das Board umfasst laufende Prüfungen der internen Unternehmensstruktur, um sicherzustellen, dass die Rechenschaftspflichten des Managements unternehmensweit klar definiert sind. Dabei sollte auch überwacht werden, ob der Corporate-Governance-Rahmen des Unternehmens bei wesentlichen Änderungen der Größe, Komplexität, Geschäftsstrategie, Märkte und regulatorischen Anforderungen des Unternehmens weiterhin geeignet ist. Viele Staaten schreiben nicht nur eine regelmäßige Überprüfung und zumindest überblicksartige Offenlegung der Corporate-Governance-Praktiken vor, sondern empfehlen bzw. fordern inzwischen auch, dass das Board seine eigene Leistung sowie die Leistung seiner Ausschüsse, der einzelnen Board-Mitglieder sowie des*der Board-Vorsitzenden und des*der Vorsitzenden der Geschäftsführung (CEO) bewertet.

V.D.4. Bestellung und Überwachung von Mitgliedern der Geschäftsführung, Überprüfung ihrer Leistungen sowie gegebenenfalls Neubesetzung und Aufsicht über die Nachfolgeplanung

Das Board sollte die Leistung von Mitgliedern der Geschäftsführung überwachen und kontrollieren, ob ihr Handeln mit der Strategie und den Maßnahmen in Einklang steht, die vom Board beschlossen wurden. Das Board sollte den*die Vorsitzende*n der Geschäftsführung (CEO) bestellen; auch andere Mitglieder der Geschäftsführung können vom Board bestellt werden. Bei der Ausübung dieser wesentlichen Funktion kann das Board von einem Nominierungsausschuss unterstützt werden, der damit betraut werden kann, die Anforderungsprofile für den*die CEO und die Board-Mitglieder zu definieren und dem Board Vorschläge für die Besetzung dieser Positionen zu unterbreiten. Viele Staaten empfehlen oder verlangen, dass alle oder die Mehrheit der Mitglieder des Nominierungsausschusses unabhängige Board-Mitglieder sind. Der Nominierungsausschuss kann zudem das Talentmanagement unterstützen und die Regeln für die Bestellung von Mitgliedern der Geschäftsführung überprüfen. In den meisten dualistischen Board-Systemen ist der Aufsichtsrat für die Bestellung des Vorstands verantwortlich, der in der Regel die Mehrheit der Geschäftsführung umfasst. Das Board sollte außerdem dafür verantwortlich sein, die Nachfolge für den*die CEO sowie möglicherweise für andere Mitglieder der Geschäftsführung zu planen, um die Unternehmenskontinuität zu sichern. Nachfolgeplanung umfasst nicht nur Vorkehrungen für Eventualitäten, sondern könnte auch als langfristiges strategisches Instrument zur Talent- und Diversitätsförderung eingesetzt werden.

V.D.5. Anpassung des Vergütungssystems für Geschäftsführung und Board an die längerfristigen Interessen des Unternehmens und der Aktionäre

Es gilt als gute Praxis für Boards, eine Erklärung über die Vergütungspolitik für Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung auszuarbeiten und zu veröffentlichen und ihre im Einklang mit dieser Vergütungspolitik festgelegten Vergütungsniveaus offenzulegen. Diese Erklärungen können – insbesondere für Mitglieder der Geschäftsführung – den Zusammenhang zwischen Vergütung und Leistung anhand leistungsbezogener Ex-ante-Kriterien festschreiben und messbare Erfolgskriterien umfassen, die den langfristigen Interessen des Unternehmens und der Aktionäre Priorität gegenüber kurzfristigen Erwägungen einräumen. Diese messbaren Erfolgskriterien können sich u. a. auf die Aktionärsrendite (Total Shareholder Return) und geeignete Nachhaltigkeitsziele und -maßstäbe beziehen. Die Erklärungen zur Vergütungspolitik regeln zumeist die Bedingungen, die für die Vergütung der Board-Mitglieder für außerhalb ihrer Board-Tätigkeit erbrachte Leistungen, z. B. Beratungsleistungen, gelten. Häufig werden darin auch die Bedingungen für den Besitz von und den Handel mit Aktien des Unternehmens durch Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung sowie die Verfahren für Zuteilung und Neubewertung von Aktienoptionen erläutert. In einigen Staaten liefern die Erklärungen zudem Leitlinien für die Zahlungen, die bei der Einstellung und/oder der Beendigung des Arbeitsverhältnisses von Angehörigen der Geschäftsführung zu leisten sind. Das Board kann auch die Umsetzung der Erklärung zur Vergütungspolitik überwachen.

Viele Staaten empfehlen oder verlangen, die Zuständigkeit für die Vergütungen und Verträge der Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung einem speziellen Ausschuss des Boards zu übertragen, der sich entweder ganz oder mehrheitlich aus unabhängigen Board-Mitgliedern zusammensetzt und keine geschäftsführenden Mitglieder umfasst, bei denen eine Überkreuzmitgliedschaft in anderen Vergütungsausschüssen besteht, was zu Interessenkonflikten führen könnte. Die Einführung von Malus-Regelungen und Clawback-Klauseln gilt als gute Praxis. Solche Bestimmungen gestatten es dem Unternehmen, Vergütungen von Manager*innen einzubehalten bzw. zurückzufordern, wenn sie sich des Betrugs schuldig gemacht haben oder andere Unregelmäßigkeiten auftreten, z. B. wenn das Unternehmen gezwungen ist, seinen Jahresabschluss aufgrund wesentlicher Verstöße gegen die Rechnungslegungsvorschriften neu aufzustellen.

Die Ausgestaltung der Vergütungspolitik und der Verträge für die Mitglieder des Boards und der Geschäftsführung ist maßgeblich, um die Anreize für Entscheidungsträger*innen auf die Geschäftsstrategie, den Corporate-Governance-Rahmen und das Risikomanagement des Unternehmens abzustimmen. Diese Politik könnte jedoch ihr Ziel verfehlen, wenn sie allzu häufig angepasst wird, obwohl weder eine wesentliche Veränderung der Geschäftsstrategie noch eine strukturelle Transformation des Geschäftsumfelds eingetreten ist. Insbesondere die Wahrscheinlichkeit eines bedeutenden Konjunkturabschwungs ist ein Faktor, den die Unternehmen bei der Ausgestaltung ihrer Vergütungspolitik vernünftigerweise berücksichtigen sollten und der nicht zwangsläufig eine Anpassung dieser Politik rechtfertigt.

V.D.6. Gewährleistung eines formellen, transparenten Verfahrens für die Nominierung und Wahl der Board-Mitglieder

Die Grundsätze sehen eine aktive Rolle der Aktionäre bei der Nominierung und Wahl der Board-Mitglieder vor. Das Board – falls vorhanden, unterstützt durch einen Nominierungsausschuss – trägt maßgeblich dazu bei, die Einhaltung der Nominierungs- und Wahlverfahren sicherzustellen. Auch wenn sich die konkreten Nominierungsverfahren in den einzelnen Staaten unterscheiden können, ist das Board erstens dafür verantwortlich, die Transparenz und Einhaltung der geltenden Verfahrensregeln zu gewährleisten. Zweitens spielt das Board eine entscheidende Rolle bei der Festlegung des Profils, das die Board-Mitglieder insgesamt oder individuell gemäß dem jeweiligen Bedarf des Unternehmens aufweisen müssen, um die im Board vorhandenen Kompetenzen durch geeignete Kenntnisse, Fähigkeiten und fachliche Erfahrungen zu ergänzen. Drittens obliegt es dem Board oder dem Nominierungsausschuss, potenzielle Kandidat*innen zu identifizieren, die diesem Profil entsprechen, und sie den Aktionären vorzuschlagen, und/oder die Kandidat*innen zu prüfen, die von Aktionären vorgeschlagen wurden. Die Interaktion und der

Dialog des Boards mit den Aktionären können die effektive Umsetzung dieser Verfahren fördern, sofern das Board dafür sorgt, dass Transparenz und Gleichbehandlung gewährleistet sind und keine internen und geschäftskritischen Informationen offengelegt werden. Als gute Praxis für die Besetzung von Board-Positionen gelten offene Verfahren, die ein breites Spektrum von Kandidat*innen mit unterschiedlichstem persönlichem Hintergrund ansprechen, um den Diversitätszielen und den sich verändernden Risiken für das Unternehmen Rechnung zu tragen.

V.D.7. Überwachung und Regelung potenzieller Interessenkonflikte von Mitgliedern der Geschäftsführung und des Boards sowie Aktionären, u. a. in Bezug auf die missbräuchliche Nutzung von Gesellschaftsvermögen sowie Missbrauch bei Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen

Das Board sollte die Aufsicht über die Einführung und Anwendung von Maßnahmen zur Aufdeckung potenzieller Interessenkonflikte führen. Wenn sich diese Konflikte nicht vermeiden lassen, sollten sie ordnungsgemäß geregelt werden. Eine wichtige Aufgabe des Boards ist die Aufsicht über die internen Systeme zur Kontrolle der Rechnungslegung und der Verwendung des Gesellschaftsvermögens sowie die Verhinderung von Missbrauch bei Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen. Diese Aufgabe wird häufig der Innenrevision übertragen, die direkte Kontakte zum Board unterhalten sollte. Wenn andere Führungskräfte des Unternehmens, wie z. B. der Syndikus, für diese Aufgabe zuständig sind, ist es wichtig, dass für sie ähnliche Berichtspflichten gelten wie für die Innenrevision.

Es ist wichtig, dass das Board im Rahmen seiner Aufsichtspflichten auch die Whistleblowing-Politik des Unternehmens überwacht, um die Integrität, Unabhängigkeit und Vertraulichkeit der Whistleblowing-Verfahren sicherzustellen und Hinweisgeber*innen zu ermutigen, unethisches oder rechtswidriges Verhalten zu melden, ohne Repressalien befürchten zu müssen. Die Existenz eines öffentlich einsehbaren Verhaltenskodex für das Unternehmen dürfte diesen Prozess erleichtern, der zudem durch gesetzliche Schutzmaßnahmen für die betroffenen Personen ergänzt werden sollte. Der Prüfungsausschuss, ein Ethik-ausschuss oder ein vergleichbares Organ sollte eine Kontaktstelle für Beschäftigte einrichten, die Probleme im Zusammenhang mit unethischem oder rechtswidrigem Verhalten, das auch die Integrität der Rechnungslegung gefährden könnte, vertraulich melden möchten.

V.D.8. Gewährleistung der Integrität der Rechnungslegungs- und Berichtssysteme des Unternehmens für Offenlegungszwecke, einschließlich der unabhängigen Abschlussprüfung, sowie der Anwendung geeigneter Kontrollsysteme, die den geltenden Gesetzen und Standards entsprechen

Das Board sollte Führungsinitiative zeigen, um zu gewährleisten, dass ein wirkungsvoller Mechanismus der Risikoaufsicht gegeben ist. Um die Integrität der wesentlichen Berichts- und Überwachungssysteme zu gewährleisten, muss das Board für das gesamte Unternehmen klare Zuständigkeiten und Rechenschaftspflichten festlegen und deren Einhaltung durchsetzen. Das Board muss ferner sicherstellen, dass eine geeignete Aufsicht durch die Unternehmensleitung gewährleistet ist.

Dies beinhaltet in der Regel die Einrichtung einer internen Revisionsabteilung (Innenrevision). Sie kann einen entscheidenden und kontinuierlichen Beitrag zur umfassenden Überwachung der internen Kontrollmechanismen und Geschäftsabläufe des Unternehmens durch den Prüfungsausschuss des Boards oder ein äquivalentes Organ leisten. Die Rolle und die Funktionen der Innenrevision unterscheiden sich in den einzelnen Staaten, sie können aber die Prüfung und Evaluierung der Unternehmensführung, des Risikomanagements und der internen Kontrollverfahren umfassen. Es gilt als gute Praxis, dass die internen Prüfenden einem unabhängigen Prüfungsausschuss des Boards oder einem äquivalenten Organ berichten, der bzw. das auch für die Beziehungen zum externen Abschlussprüfer zuständig ist, um so eine koordinierte Reaktion des Boards zu ermöglichen. Sowohl die Funktionen der Innenrevision als auch der externen Abschlussprüfer sollten klar artikuliert werden, damit das Board dafür sorgen kann, die bestmögliche Prüfungsqualität zu erhalten. Es sollte zudem als gute Praxis für den Prüfungsausschuss bzw. das äquivalente Organ gelten, die wichtigsten Grundsätze, auf denen die Finanzberichte und andere Unternehmensberichte beruhen, zu prüfen und dem Board darüber zu berichten. Das Board selbst sollte

jedoch in letzter Instanz für die Aufsicht über das Risikomanagementsystem des Unternehmens und die Sicherung der Integrität der Berichtssysteme verantwortlich sein. In einigen Staaten ist eine Berichterstattung des*der Board-Vorsitzenden über den internen Kontrollprozess vorgesehen. Unternehmen mit hohen bzw. komplexen Risiken (finanzieller und nichtfinanzieller Art), wie etwa Konzerne, sollten die Einführung ähnlicher Berichtssysteme, z. B. eine direkte Berichterstattung gegenüber dem Board, für das konzernweite Risikomanagement und die Aufsicht über Kontrollmechanismen in Betracht ziehen.

Den Unternehmen wird ferner angeraten, interne Kontrollmechanismen, Ethikregeln und Compliance-Programme oder Maßnahmen zur Förderung der Einhaltung der geltenden Gesetze, Vorschriften und Standards, wie z. B. Bestimmungen, die die Bestechung ausländischer Amtsträger – wie im *OECD-Übereinkommen zur Bekämpfung der Bestechung* gefordert – sowie andere Formen von Bestechung und Korruption zum Straftatbestand erklären, einzuführen und deren Wirksamkeit zu gewährleisten. Die Compliance-Kontrolle muss sich auch auf andere Gesetze und Vorschriften, z. B. zu Wertpapieren, Steuern, Wettbewerb sowie Arbeitsbedingungen und Arbeitsschutz, beziehen. Zudem muss sie sich möglicherweise auf gesetzliche Regelungen zu Menschenrechten, Umweltschutz, Betrug und Geldwäsche erstrecken. Derartige Compliance-Programme stärken auch den Verhaltenskodex des Unternehmens. Um wirkungsvoll zu sein, muss die Anreizstruktur des Unternehmens mit dessen ethischen und professionellen Grundsätzen in Einklang stehen, sodass die Beachtung dieser Grundsätze belohnt und Gesetzesverstößen mit Abschreckungs- bzw. Strafmaßnahmen begegnet wird. Die Compliance-Programme sollten sich auch auf Tochtergesellschaften und soweit möglich auf Dritte, wie z. B. Bevollmächtigte und andere Intermediäre, Berater, Vertreter, Vertriebshändler, Auftragnehmer und Lieferanten, Konsortialpartner und Joint-Venture-Partner, erstrecken.

V.D.9. Aufsicht über den Prozess der Offenlegung und der Unternehmenskommunikation

Die Aufgaben und Pflichten von Board und Geschäftsführung im Hinblick auf Offenlegung und Kommunikation müssen vom Board klar festgelegt werden. In einigen Staaten gilt die Bestellung eines*einer Investor-Relations-Beauftragten, der*die direkt dem Board berichtet, als empfehlenswerte Praxis für börsennotierte Unternehmen.

V.E. Das Board sollte in der Lage sein, sich ein objektives, unabhängiges Urteil über Unternehmensangelegenheiten zu bilden.

Um seine Pflichten in Bezug auf die Überwachung der Geschäftsführung, die Verhinderung von Interessenkonflikten und den Ausgleich zwischen miteinander konkurrierenden Unternehmensanforderungen erfüllen zu können, muss das Board in der Lage sein, sich ein objektives Urteil zu bilden. An erster Stelle bedeutet dies Unabhängigkeit und Objektivität gegenüber der Geschäftsführung, was wichtige Konsequenzen für die Zusammensetzung und den Aufbau des Boards hat. Um die Unabhängigkeit des Boards in diesem Kontext zu gewährleisten, muss in der Regel ein hinreichender Anteil der Board-Mitglieder sowie der Mitglieder wichtiger Ausschüsse von der Geschäftsführung unabhängig sein.

In Staaten mit monistischen Board-Systemen kann die Objektivität des Boards und seine Unabhängigkeit von der Geschäftsführung durch die Trennung der Aufgaben des*der Vorsitzenden der Geschäftsführung (CEO) von denen des*der Board-Vorsitzenden (Chair) gestärkt werden. Die Trennung der beiden Ämter gilt als gute Praxis, da damit das erforderliche Kräftegleichgewicht gefördert, die Rechenschaftspflicht verstärkt und dem Board bei der Entscheidungsfindung zu mehr Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsführung verholfen wird. Als empfehlenswerte Alternative hierzu gilt in einigen Staaten die Ernennung eines Lead Director, d. h. eines federführenden Board-Mitglieds, das unabhängig von der Geschäftsführung ist. Diese Rolle muss jedoch mit hinreichender Autorität ausgestattet sein, um in Fällen, in denen für die Geschäftsführung ein klarer Konflikt besteht, die Führung des Boards wahrzunehmen. Solche Mechanismen können auch dazu beitragen, eine gute Unternehmensführung und ein wirksames Funktionieren des Boards zu gewährleisten. Der*die Board-Vorsitzende bzw. unabhängige Lead Director kann in einigen Staaten durch eine*n Gesellschaftssekretär*in unterstützt werden.

In dualistischen Systemen wird die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats von der Geschäftsführung dadurch gestärkt, dass ihm keine Mitglieder der Geschäftsführung angehören. In diesen Systemen sollte geprüft werden, inwieweit es zu Corporate-Governance-Problemen kommen kann, falls es üblich ist, dass der*die Vorstandsvorsitzende nach dem Ausscheiden aus der Geschäftsführung den Vorsitz des Aufsichtsrats übernimmt.

Wie die Objektivität des Boards gefördert werden kann, hängt auch von der Eigentumsstruktur des Unternehmens ab. Ein kontrollierender Aktionär hat erheblichen Einfluss auf die Bestellung des Boards und indirekt auch der Geschäftsführung. Das Board hat gleichwohl eine treuhänderische Verantwortung gegenüber dem Unternehmen und der Gesamtheit seiner Aktionäre, einschließlich der Minderheitsaktionäre.

Aufgrund der Verschiedenartigkeit der Board-Strukturen, der Eigentumsverhältnisse und der gängigen Praxis sind in den einzelnen Staaten unterschiedliche Ansätze erforderlich, um die Objektivität des Boards zu gewährleisten. Voraussetzung hierfür ist in vielen Fällen, dass eine hinreichende Zahl von Board-Mitgliedern weder von dem betreffenden Unternehmen oder dessen Konzerngesellschaften beschäftigt wird noch zu dem Unternehmen oder seiner Geschäftsleitung enge wirtschaftliche, familiäre oder sonstige Beziehungen unterhält. Dies steht einer Mitgliedschaft von Aktionären des Unternehmens im Board nicht entgegen. In anderen Fällen muss besonderes Gewicht auf die Unabhängigkeit von kontrollierenden Aktionären und Großaktionären gelegt werden, insbesondere wenn die Ex-ante-Rechte der Minderheitsaktionäre gering und ihre Möglichkeiten, Entschädigung zu erhalten, begrenzt sind. Daher verlangen sowohl die Verhaltenskodizes als auch gesetzliche Bestimmungen in den meisten Staaten, dass zumindest einige Board-Mitglieder von kontrollierenden Aktionären und Großaktionären unabhängig sind, was u. a. bedeutet, dass sie weder als deren Vertreter*innen agieren noch enge Geschäftsbeziehungen mit ihnen unterhalten dürfen. In wieder anderen Fällen können Dritte, so z. B. bestimmte Gläubiger, ebenfalls erheblichen Einfluss ausüben. Die Definition eines Großaktionärs ist zwar in den einzelnen Staaten unterschiedlich, orientiert sich jedoch üblicherweise an bestimmten Mindestbeteiligungsschwellen. Befindet sich ein Akteur in einer besonderen Position der potenziellen Einflussnahme auf das Unternehmen, so sollte durch strenge Tests sichergestellt werden, dass die objektive Urteilsfähigkeit des Boards gewährleistet ist.

In den Corporate-Governance-Kodizes oder Börsenzulassungskriterien einiger Länder umfasst die Definition der Unabhängigkeit von Board-Mitgliedern detaillierte Ausführungen dazu, wann nicht von Unabhängigkeit auszugehen ist. Solche „Negativkriterien“, mit denen definiert wird, in welchen Fällen eine Person nicht als unabhängig zu betrachten ist, können durch „Positivbeispiele“ für Merkmale ergänzt werden, durch die sich die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Unabhängigkeit erhöht. Die einzelnen Staaten haben unterschiedliche Ansätze für die Definition von Unabhängigkeit, sie orientieren sich jedoch generell an einer Reihe von Kriterien. Als unabhängig gelten beispielsweise Personen, die keine Beziehungen zu dem Unternehmen, der Unternehmensgruppe und der Geschäftsleitung, dem Abschlussprüfer und den Großaktionären unterhalten, und die außer der Vergütung für ihr Board-Mandat weder direkte noch indirekte Vergütungen von dem Unternehmen oder der Unternehmensgruppe erhalten. Möglicherweise ist das Board auch verpflichtet, ausdrücklich festzustellen, dass ein Board-Mitglied von dem Unternehmen unabhängig ist, weil es keine wesentliche Beziehung zu dem Unternehmen unterhält, oder dass das Board-Mitglied keine Beziehung unterhält, die es ihm erschweren würde, sich bei der Ausübung seiner Aufgaben als Board-Mitglied ein unabhängiges Urteil zu bilden. In vielen Staaten gilt zudem eine begrenzte Mandatsdauer für Board-Mitglieder, um als unabhängig erachtet zu werden.

Unabhängige Board-Mitglieder können eine wichtige Rolle bei der Entscheidungsfindung des Boards spielen. Sie können eine objektive Perspektive in die Leistungsbewertung von Board und Geschäftsführung einbringen. Zudem können sie einen wichtigen Beitrag in Bereichen leisten, in denen die Interessen von Geschäftsführung, Unternehmen und Aktionären u. U. voneinander abweichen, wie z. B. Vergütung des geschäftsführenden Personals, Nachfolgeplanung, etwaige Änderungen der Unternehmenskontrolle, Maßnahmen zur Abwehr von Übernahmen, große Akquisitionen und Rechnungsprüfung. Um diese entscheidende Rolle wahrnehmen zu können, sollte das Board bekannt geben, welche seiner

Mitglieder es als unabhängig betrachtet und auf welche Kriterien sich diese Beurteilung stützt. Manche Staaten schreiben auch regelmäßige getrennte Sitzungen der unabhängigen Board-Mitglieder vor.

V.E.1. Das Board sollte erwägen, für Aufgaben, bei denen die Möglichkeit von Interessenkonflikten besteht, eine hinreichende Zahl von unabhängigen Board-Mitgliedern zu benennen, die zu einer unabhängigen Urteilsbildung in der Lage sind. Zu solchen Kernaufgaben gehören die Sicherung der Integrität der finanziellen und anderweitigen Unternehmensberichterstattung, die Prüfung von Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen sowie die Nominierung und Vergütung von Mitgliedern des Boards und der Geschäftsführung.

Auch wenn die Verantwortung für die Unternehmensberichterstattung sowie Vergütungs- und Nominierungsentscheidungen häufig beim Board als Ganzes liegt, können unabhängige Board-Mitglieder den Marktteilnehmern eine zusätzliche Gewähr dafür bieten, dass ihre Interessen gewahrt werden. Das Board sollte die Einrichtung spezieller Ausschüsse zur Prüfung von Fragen erwägen, bei denen die Möglichkeit von Interessenkonflikten besteht. Diese Ausschüsse sollten sich zu einem bestimmten Teil oder vollständig aus unabhängigen Board-Mitgliedern zusammensetzen. In einigen Staaten gilt es als gute Praxis, dass der Vorsitz in diesen Ausschüssen von unabhängigen nicht der Geschäftsführung angehörenden Board-Mitgliedern übernommen wird. In manchen Staaten liegt die Zuständigkeit für die Nominierung und Bestellung unabhängiger Board-Mitglieder für diese besonderen Funktionen unmittelbar bei den Aktionären.

V.E.2. Boards sollten die Einrichtung von Fachausschüssen in Betracht ziehen, um das Board als Ganzes bei der Erfüllung seiner Aufgaben zu unterstützen, vor allem einen Prüfungsausschuss – oder ein äquivalentes Organ – zur Überwachung der Offenlegung, der internen Kontrollmechanismen und prüfungsbezogener Angelegenheiten. Je nach Größe, Struktur, Komplexität und Risikoprofil des Unternehmens kann das Board auch durch andere Ausschüsse, wie z. B. einen Vergütungsausschuss, Nominierungsausschuss oder Risikomanagementausschuss, unterstützt werden. Die Mandate, Zusammensetzung und Arbeitsprozesse der Ausschüsse sollten klar definiert und vom Board offengelegt werden. Die volle Verantwortung für die getroffenen Entscheidungen verbleibt beim Board.

Sofern es angesichts der Größe, der Struktur, des Sektors oder des Entwicklungsstands des Unternehmens sowie der Anforderungen des Boards und des Profils seiner Mitglieder gerechtfertigt ist, kann die Nutzung von Ausschüssen die Arbeit des Boards verbessern und eine stärkere Fokussierung auf bestimmte Bereiche ermöglichen. Damit der Markt die Vorteile von Board-Ausschüssen besser evaluieren kann, ist es wichtig, ihm ein vollständiges und klares Bild von deren Mandat, Zuständigkeitsbereich, Arbeitsprozessen und Zusammensetzung zu vermitteln. Besonders wichtig sind derartige Informationen in den zahlreichen Ländern, in denen die Boards verpflichtet sind, unabhängige Prüfungsausschüsse einzurichten, die ermächtigt sind, die Beziehungen zum externen Prüfer zu überwachen. Die Prüfungsausschüsse sollten zudem in der Lage sein, die Wirksamkeit und Integrität des internen Kontrollsystems, das die Innenrevision einschließen kann, zu überwachen.

Die meisten Staaten geben verbindliche Regeln für die Verfahrensweisen und Funktionen eines unabhängigen Prüfungsausschusses vor und empfehlen die Einrichtung von Nominierungs- und Vergütungsausschüssen auf „Comply or Explain“-Basis. Für Unternehmen im Finanzsektor sind Risikoausschüsse in der Regel vorgeschrieben. Einige Staaten regulieren auch das Risikomanagement von nichtfinanziellen Unternehmen, indem sie verlangen oder empfehlen, dass diese Aufgabe entweder dem Prüfungsausschuss oder einem speziellen Risikoausschuss übertragen wird. Eine Aufgabenteilung zwischen Prüfungsausschuss und Risikoausschuss kann in Anbetracht des größeren Bewusstseins für Risiken, die über das finanzielle Risiko hinausgehen, zweckmäßig sein, damit eine Überlastung des Prüfungsausschusses vermieden wird und mehr Zeit für die Befassung mit Risikomanagementaspekten zur Verfügung steht.

Die Einrichtung von Ausschüssen für weitere Bereiche sollte den Unternehmen selbst überlassen bleiben und sollte flexibel und den Bedürfnissen des Boards entsprechend gestaltet werden. Einige Boards haben einen Nachhaltigkeitsausschuss geschaffen, der das Board im Hinblick auf soziale und ökologische Risiken, Chancen, Ziele und Strategien, z. B. im Zusammenhang mit dem Klimawandel, berät. Manche Boards haben zudem einen Ausschuss eingerichtet, der sie bei der Steuerung digitaler Sicherheitsrisiken und der digitalen Transformation des Unternehmens berät. Als Reaktion auf besondere Erfordernisse oder Unternehmenstransaktionen können auch temporäre Ad-hoc- oder Sonderausschüsse eingerichtet werden. Die Offenlegungspflichten müssen sich nicht auf Sonderausschüsse erstrecken, die eingerichtet wurden, um sich beispielsweise mit vertraulichen geschäftlichen Transaktionen zu befassen. Ausschüsse sollten Zugang zu den für ihre Aufgaben erforderlichen Informationen haben, eine angemessene Finanzierung erhalten und externe Sachverständige oder Berater engagieren.

Ausschüsse haben eine Überwachungs- und Beratungsfunktion. Es muss jedoch klar sein, dass die Verantwortung für Entscheidungen – sofern nicht gesetzlich anderweitig festgelegt – in vollem Umfang beim gesamten Board verbleibt, und die Aufsicht und Rechenschaftspflicht des Boards sollte unmissverständlich sein.

V.E.3. Board-Mitglieder sollten in der Lage sein, ihren Verpflichtungen effektiv nachzukommen.

Eine Tätigkeit in zu vielen Boards oder Ausschüssen kann die Leistung eines Board-Mitglieds beeinträchtigen. In einigen Ländern wurde die Zahl der pro Kopf zulässigen Board-Mandate beschränkt. Wichtiger als pauschale Beschränkungen könnte aber sein, dass die Board-Mitglieder in den Augen der Aktionäre hinreichend legitimiert sind und deren Vertrauen besitzen. Die Offenlegung von Mitgliedschaften und Vorsitzen in anderen Boards und Ausschüssen gegenüber den Aktionären ist daher ein wichtiges Instrument, um die Besetzung von Boards und Ausschüssen zu verbessern. Für den Legitimitätsanspruch der einzelnen Board-Mitglieder dürfte es auch von Vorteil sein, wenn die Anwesenheitsprotokolle (aus denen ersichtlich ist, ob ein Board-Mitglied häufig bei Sitzungen gefehlt hat) sowie etwaige andere im Auftrag des Boards durchgeführte Arbeiten einzelner Mitglieder einschließlich der entsprechenden Vergütung offengelegt werden.

V.E.4. Die Boards sollten regelmäßige Evaluierungen durchführen, um ihre eigene Leistung zu beurteilen und zu untersuchen, ob sie über die richtige Kombination an persönlichen und Kompetenzprofilen verfügen, u. a. im Hinblick auf die Geschlechtergleichstellung und andere Formen von Diversität.

Um die Funktionsweise des Boards und die Leistung seiner Mitglieder zu verbessern, halten mittlerweile immer mehr Staaten die Unternehmen zu Evaluierungen und Schulungen ihrer Boards und Ausschüsse an. Viele Corporate-Governance-Kodizes empfehlen eine jährliche Evaluierung des Boards, die bisweilen durch externe Akteure unterstützt werden kann, um die Objektivität zu erhöhen.

Sofern nicht bestimmte Qualifikationen vorausgesetzt werden, wie z. B. bei Finanzinstituten, müssen sich die Board-Mitglieder u. U. nach ihrer Mandatsübernahme durch Schulungen oder anderweitige Maßnahmen die nötigen Kompetenzen aneignen. Anschließend können solche Maßnahmen den Board-Mitgliedern helfen, sich über einschlägige neue Gesetze und Vorschriften sowie sich verändernde Geschäfts- und sonstige Risiken auf dem Laufenden zu halten.

Um Gruppendenken zu vermeiden und eine größere Ideenvielfalt in die Beratungen des Boards einzubringen, können Boards auch mithilfe von Evaluierungsmechanismen prüfen, ob sie insgesamt über die richtige Kombination an persönlichen und Kompetenzprofilen verfügen. Dies kann sich auf Diversitätskriterien wie Geschlecht, Alter oder andere demografische Merkmale beziehen sowie auf die Erfahrung und Expertise in Bereichen wie beispielsweise Rechnungswesen, Digitalisierung, Nachhaltigkeit, Risikomanagement oder in bestimmten Sektoren.

Um die Geschlechterdiversität zu fördern, verlangen oder empfehlen viele Staaten, dass börsennotierte Unternehmen die Geschlechterzusammensetzung des Boards und des Topmanagements offenlegen. Einige Staaten haben verbindliche Quoten oder freiwillige Ziele für die Besetzung von Board-Mandaten mit Frauen eingeführt und konkrete Ergebnisse erzielt. Staaten und Unternehmen sollten darüber hinaus zusätzliche, komplementäre Maßnahmen in Betracht ziehen, um den weiblichen Führungsnachwuchs innerhalb des Unternehmens zu fördern, und andere Politikmaßnahmen verstärken, die auf eine Verbesserung der Diversität von Board und Geschäftsführung abzielen. Komplementäre Maßnahmen können von staatlichen, privaten und öffentlich-privaten Initiativen ausgehen. Sie umfassen beispielsweise Advocacy- und Sensibilisierungsmaßnahmen, Netzwerk-, Mentoring- und Schulungsprogramme, die Gründung von Förderverbänden (z. B. Branchenverbände für Frauen) oder Peer-Pressure durch Zertifizierungen, Auszeichnungen oder Listen von gleichstellungskonformen Unternehmen sowie eine Überprüfung der Rolle des Nominierungsausschusses und der Methoden für die Personalgewinnung. Einige Staaten haben auch Leitlinien oder Vorschriften entwickelt, um andere Formen von Diversität zu fördern, z. B. im Hinblick auf Erfahrung, Alter und andere demografische Merkmale.

V.F. Die Mitglieder des Boards sollten, damit sie ihren Pflichten angemessen nachkommen können, über exakte, relevante und zeitnahe Informationen verfügen.

Die Board-Mitglieder sind darauf angewiesen, rechtzeitig mit den als Entscheidungsgrundlage notwendigen Informationen versorgt zu werden. Nicht geschäftsführende Board-Mitglieder verfügen in der Regel nicht über denselben Zugang zu Informationen wie das Topmanagement des Unternehmens. Der Beitrag der nicht geschäftsführenden Board-Mitglieder zum Unternehmenserfolg kann erhöht werden, indem sie Zugang zu bestimmten Mitgliedern der Geschäftsführung, wie z. B. dem*der Gesellschaftssekretär*in, dem*der Leiter*in der Innenrevision oder dem*der Leiter*in des Risikomanagements bzw. Chief Risk Officer, erhalten und auf Kosten des Unternehmens unabhängige externe Beratung in Anspruch nehmen können.

Damit sie ihren Verpflichtungen angemessen nachkommen können, sollten die Board-Mitglieder Zugang zu exakten, relevanten und zeitnahen Informationen haben und den Erhalt dieser Informationen sicherstellen. Ist ein börsennotiertes Unternehmen die Muttergesellschaft eines Konzerns, sollte der Regulierungsrahmen auch dafür sorgen, dass die Board-Mitglieder Zugang zu wesentlichen Informationen über die Aktivitäten der Tochtergesellschaften haben, um konzernweite Risiken steuern und konzernweite Ziele umsetzen zu können. Bei der Einrichtung von Board-Ausschüssen sollten wirksame Mechanismen eingeführt werden, die gewährleisten, dass das gesamte Board Zugang zu relevanten Informationen hat. Gleichzeitig sollte der Regulierungsrahmen Schutzmechanismen vorsehen, damit diese Informationen von Eingeweihten nicht zu ihrem eigenen Vorteil oder zum Vorteil anderer genutzt werden. Wenn Unternehmen mit komplexen Risikomanagementmodellen arbeiten, sollten die Board-Mitglieder auf eventuelle Mängel dieser Modelle hingewiesen werden.

V.G. Wenn eine Arbeitnehmervertretung im Board vorgeschrieben ist, sollten Mechanismen entwickelt werden, um den Zugang der Arbeitnehmervertreter*innen zu Informationen und Weiterbildungen zu erleichtern, damit gewährleistet ist, dass diese Vertretung effektiv wahrgenommen wird und optimal zur Kompetenz, zum Informationsstand und zur Unabhängigkeit des Boards beiträgt.

Wenn eine Vertretung der Arbeitnehmer*innen im Board gesetzlich oder tarifvertraglich vorgeschrieben ist oder auf freiwilliger Basis eingeführt wurde, sollte sie so organisiert sein, dass sie einen größtmöglichen Beitrag zur Unabhängigkeit, zur Kompetenz, zum Informationsstand und zur Diversität des Boards leistet. Die Arbeitnehmervertreter*innen sollten dieselben Pflichten und Aufgaben haben wie alle anderen Board-Mitglieder und im besten Interesse des Unternehmens handeln.

Es sollten Verfahren eingerichtet werden, um den Arbeitnehmervorteiler*innen im Board den Zugang zu Informationen, Weiterbildungen und Fachwissen zu erleichtern und ihre Unabhängigkeit von dem*der CEO und der Geschäftsführung zu sichern. Dies beinhaltet geeignete und transparente Bestellungsverfahren, das Recht zur regelmäßigen Berichterstattung gegenüber den Arbeitnehmer*innen – vorausgesetzt die Vertraulichkeitsanforderungen des Boards werden gebührend beachtet –, Weiterbildungen sowie klare Verfahren zur Regelung von Interessenkonflikten. Voraussetzung dafür, dass die Arbeitnehmervorteiler*innen einen positiven Beitrag zur Arbeit des Boards leisten, sind auch Akzeptanz und konstruktive Kooperation seitens der anderen Board-Mitglieder und der Geschäftsleitung.

VI. Nachhaltigkeit und Resilienz

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte den Unternehmen und ihren Anlegern Anreize bieten, Beschlussfassung und Steuerung ihrer Risiken in einer Weise vorzunehmen, die zur Nachhaltigkeit und Resilienz des Unternehmens beiträgt.

Unternehmen spielen eine zentrale Rolle in unseren Volkswirtschaften, indem sie Arbeitsplätze schaffen, zur Innovation beitragen, für Wohlstand sorgen und wichtige Waren und Dienstleistungen produzieren. Die Länder haben sich gemäß dem Pariser Klimaabkommen und den Zielen für nachhaltige Entwicklung zum Übergang zu einer nachhaltigen, klimaneutralen bzw. CO₂-armen Wirtschaft verpflichtet. Dies erfordert von den Unternehmen, dass sie auf rasche Veränderungen ihres Regulierungs- und Geschäftsumfelds reagieren und dabei die einschlägigen Politikmaßnahmen und die Übergangspfade der einzelnen Staaten berücksichtigen. Darüber hinaus setzen sich viele Unternehmen und Anleger freiwillige Ziele oder treffen anderweitige Maßnahmen, um den Übergang zu einer nachhaltigen Entwicklung zu antizipieren. Ein solider Rahmen für die Corporate Governance würde es Investoren und Unternehmen ermöglichen, die potenziellen Risiken und Chancen solcher Übergangspfade zu berücksichtigen und zu steuern, was wiederum zur Nachhaltigkeit und Resilienz der Wirtschaft beitragen könnte.

Die Investoren achten zudem zunehmend auf Angaben darüber, wie Unternehmen wesentliche Risiken und Chancen im Zusammenhang mit dem Klimawandel und anderen Nachhaltigkeitsaspekten bewerten, identifizieren und steuern, einschließlich der Auswirkungen auf das Humankapitalmanagement. Daher ist in vielen Staaten eine verpflichtende Offenlegung von Informationen über die Nachhaltigkeitsrisiken von Unternehmen und den Umgang damit vorgeschrieben oder geplant. Ein bezeichnendes Merkmal dieser Informationen ist, dass sie den Anlegern ein besseres Verständnis der Governance- und Managementstrukturen und -prozesse für den Umgang mit Klima- und anderen Nachhaltigkeitsrisiken und die Identifizierung der damit verbundenen Chancen vermitteln. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte sowohl den gewissenhaften Umgang mit diesen Risiken als auch die kohärente, vergleichbare und verlässliche Offenlegung wesentlicher Informationen begünstigen, um die Finanz-, Anlage- und Abstimmungsentscheidungen der Anleger zu erleichtern. Die Kombination aus verantwortungsvoller Unternehmensführung und klar kommunizierten Informationen fördert faire Märkte und eine effiziente Kapitalallokation und stärkt gleichzeitig das langfristige Wachstum und die Resilienz der Unternehmen.

Mehrere Staaten haben ihre Kapitalmarktpolitik darauf ausgerichtet, einen nachhaltigeren und resilienteren Unternehmenssektor zu fördern. Dabei sollten entsprechende Maßnahmen auch darauf abzielen, den Zugang zu den Kapitalmärkten aufrechtzuerhalten, indem prohibitiv hohe Kosten für die Börsennotierung eines Unternehmens vermieden werden und zugleich sicherstellt wird, dass die Anleger Zugang zu den Informationen haben, die für eine effiziente Allokation ihres Kapitals erforderlich sind. Investoren, Board-Mitglieder und Geschäftsführung müssen offen sein für einen konstruktiven Dialog über die beste Strategie zur Förderung der Nachhaltigkeit und Resilienz des Unternehmens. Für Unternehmen, die die Interessen von Stakeholdern berücksichtigen, dürfte es leichter sein, produktive Arbeitskräfte anzuwerben, die Unterstützung der lokalen Gemeinschaften an ihren Standorten zu gewinnen und die Kundenloyalität zu steigern.

In Staaten, in denen die Berücksichtigung von Stakeholder-Interessen vorgesehen oder vorgeschrieben ist, sollten Unternehmen dennoch den finanziellen Interessen ihrer Aktionäre gerecht werden. Ein rentables Unternehmen bietet Arbeitsplätze für die Belegschaft und Wertschöpfung für die Anleger, bei denen es sich vielfach um private Haushalte handelt, die ihre Altersersparnisse investiert haben.

Von der Geschäftsleitung wird nicht erwartet, dass sie die großen ökologischen und sozialen Herausforderungen, die sich aus ihren Aufgaben ergeben, im Alleingang löst. Als Orientierungshilfe für Unternehmensaktivitäten sollten die Politikverantwortlichen sektorpolitische Maßnahmen in Betracht ziehen, die die Unternehmen dazu veranlassen, ökologische und soziale Externalitäten zu internalisieren, ebenso wie Corporate-Governance-Rahmen, die verlässliche Grenzen setzen, innerhalb derer die Board-Mitglieder ihre treuhänderischen Pflichten erfüllen müssen. Diese Maßnahmen könnten sich beispielsweise auf Umweltschutzbestimmungen oder Direktinvestitionen in bzw. Anreize für Forschung und Entwicklung von Technologien beziehen, die zur Bewältigung großer ökologischer Herausforderungen beitragen können.

VI.A. Nachhaltigkeitsbezogene Angaben sollten kohärent, vergleichbar und verlässlich sein, und rückblickende und zukunftsorientierte wesentliche Informationen enthalten, die für einen rational handelnden Anleger ein wichtiges Kriterium bei Anlage- oder Abstimmungsentscheidungen darstellen.

Um die Effizienz der Kapitalmärkte zu gewährleisten, müssen die Anleger in der Lage sein, die bisherigen Ergebnisse und die Zukunftsaussichten verschiedener Unternehmen zu vergleichen und dann zu entscheiden, wie sie ihr Kapital investieren und in den Unternehmen ihren Einfluss geltend machen wollen. Angesichts ökologischer und sozialer Risiken und einer wachsenden Sensibilisierung dafür verlangen die Anleger von den Unternehmen eine verbesserte Offenlegung von Informationen über die Governance-Praktiken, die Strategie, das Risikomanagement (z. B. Überblick über die Risikobewertungen verschiedener Klimawandelszenarien) und nachhaltigkeitsbezogene Kennzahlen (z. B. zu Treibhausgasemissionen und Biodiversität), die für sie bei der Analyse der Geschäftsaussichten und -risiken eines Unternehmens wesentlich sind.

Auch wenn die Stakeholder in der Regel nicht die Hauptnutzer von nachhaltigkeitsbezogenen Angaben der Unternehmen sind, können diese Informationen für sie dennoch von Nutzen sein. Informationen zur Tarifbindung und zu den Mechanismen der Arbeitnehmervertretung können beispielsweise den Investoren helfen, den Unternehmenswert zu beurteilen, aber auch für die Beschäftigten und andere Stakeholder von Belang sein.

Gleichzeitig müssen die Regeln für die nachhaltigkeitsbezogene Offenlegung im Hinblick auf die vorhandenen Kapazitäten der betreffenden Unternehmen und Institutionen flexibel sein. Wenn nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten nur für börsennotierte Unternehmen gelten würden, könnte dies die Unternehmen davon abhalten, an die Börse zu gehen. In Anbetracht dieser Herausforderungen müssen die Politikverantwortlichen u. U. nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten erarbeiten, die sich an der Größe und dem Entwicklungsstadium der Unternehmen orientieren.

Die Unternehmen und ihre Dienstleister sowie die Regulierungsbehörden selbst haben u. U. noch Wissensrückstände in Nachhaltigkeitsfragen und brauchen daher Zeit, um geeignete Verfahren und gute Praktiken zu entwickeln. Deshalb kann es gerechtfertigt sein, Offenlegungspflichten für die wichtigsten Nachhaltigkeitsaspekte zu priorisieren, andere Anforderungen, wie z. B. unabhängige, externe Überprüfungen, nach und nach einzuführen, oder einschlägige Empfehlungen in Corporate-Governance-Kodizes auf „Comply or Explain“-Basis aufzunehmen.

VI.A.1. Nachhaltigkeitsbezogene Informationen können als wesentlich betrachtet werden, wenn vernünftigerweise davon auszugehen ist, dass diese Informationen beeinflussen, wie Investoren den Unternehmenswert beurteilen, welche Anlageentscheidungen sie treffen oder wie sie von ihrem Stimmrecht Gebrauch machen.

Unbeschadet freiwilliger Initiativen oder konkreter Umweltauflagen, die zusätzliche Offenlegungspflichten enthalten können, verlangen die Regeln für die Offenlegung von Unternehmen zumindest Informationen darüber, was für die Anleger bei der Beurteilung des Unternehmenswerts und bei Anlage- oder Abstimmungsentscheidungen wesentlich ist. In der Regel gehören dazu u. a. der Betrag, der zeitliche Anfall und die Sicherheit der künftigen Cashflows eines Unternehmens auf kurze, mittlere und lange Sicht.

Wesentliche Nachhaltigkeitsinformationen können sich auf Umwelt- und soziale Aspekte beziehen, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass sie den Substanzwert eines Unternehmens und seine Fähigkeit, Umsatzerlöse und langfristiges Wachstum zu erzielen, beeinflussen. Der Einfluss, den das Unternehmen selbst auf die Gesellschaft und die Umwelt hat, kann ebenfalls als wesentlich angesehen werden, wenn zu erwarten ist, dass sich dadurch der Unternehmenswert verändert, wie im Fall von Umweltauflagen im Rahmen bestehender nationaler Gesetze bzw. Vorschriften oder Treibhausgasemissionen, die in Zukunft gedeckelt oder besteuert werden könnten. Auch Maßnahmen zur Einhaltung von Menschenrechten und Personalentwicklungsmaßnahmen, wie z. B. Schulungsprogramme, Maßnahmen zur Mitarbeiterbindung, Belegschaftsaktien und Diversitätsstrategien, können den Marktteilnehmern wichtige Informationen über die Wettbewerbsstärken von Unternehmen vermitteln.

Die Einschätzung, welche Informationen wesentlich sind, kann sich im Laufe der Zeit und je nach dem lokalen Kontext, den unternehmensspezifischen Umständen und den Auflagen des jeweiligen Staates verändern. Bei der Beurteilung von wesentlichen Informationen können auch Nachhaltigkeitsbelange berücksichtigt werden, die für die Beschäftigten und andere zentrale Stakeholder entscheidend sind. So können z. B. Nachhaltigkeitsrisiken, die auf kurze Sicht finanziell nicht wesentlich erscheinen, aber für die Gesellschaft wichtig sind, auf lange Sicht für ein Unternehmen finanziell wesentlich werden. Darüber hinaus betrachten manche Staaten auch den Einfluss der Unternehmen auf nicht diversifizierbare Risiken als wesentliche Information für die Anleger. Ein Anleger könnte beispielsweise der Ansicht sein, dass der Wert, den ein gewinnmaximierendes, stark CO₂-emittierendes Unternehmen in seinem Portfolio schafft, durch die Wertverluste anderer Portfoliounternehmen, die vom Klimawandel betroffen sind, aufgezehrt wird. Einige Staaten verlangen oder empfehlen in diesem Kontext u. U. auch die Offenlegung von Informationen zu Nachhaltigkeitsbelangen, die für die zentralen Stakeholder eines Unternehmens entscheidend sind, oder zum Einfluss eines Unternehmens auf nicht diversifizierbare Risiken.

VI.A.2. Die Rahmen für die nachhaltigkeitsbezogene Offenlegung sollten mit qualitativ hochwertigen, verständlichen, durchsetzbaren und international anerkannten Standards in Einklang stehen, die die Vergleichbarkeit der Nachhaltigkeitsinformationen zwischen verschiedenen Unternehmen bzw. Märkten erleichtern.

Die Effizienz der Kapitalmärkte wird gesteigert, wenn die Anleger die nachhaltigkeitsbezogenen Informationen von Unternehmen – einschließlich derer, die in verschiedenen Staaten börsennotiert sind – vergleichen können, um zu entscheiden, wie sie am besten ihr Kapital investieren und in den Unternehmen ihren Einfluss geltend machen sollen. Die Kohärenz und Interoperabilität von regionalen bzw. nationalen Rahmen für die nachhaltigkeitsbezogene Offenlegung und international anerkannten Standards kann dennoch ein gewisses Maß an Flexibilität hinsichtlich zusätzlicher lokaler Offenlegungspflichten ermöglichen, z. B. bei Belangen, deren Wesentlichkeit von besonderen geografischen Merkmalen oder den Auflagen des jeweiligen Staates abhängen kann.

VI.A.3. Nachhaltigkeitsinformationen, Finanzinformationen und andere Unternehmensinformationen sollten miteinander verzahnt sein.

Die Regeln für die Offenlegung von Unternehmen, darunter die Rechnungslegungsstandards und die Publizitätspflichten (z. B. Prospekte für öffentliche Angebote von Wertpapieren und Vermögensanlagen), sollten dasselbe Ziel haben, nämlich die Bereitstellung von Informationen, die für einen rational handelnden Anleger ein wichtiges Kriterium bei Anlage- oder Abstimmungsentscheidungen darstellen. Daraus folgt, dass Informationen, die in einem Nachhaltigkeitsbericht als wesentlich angesehen werden,

auch bei der Erstellung und Darstellung des Jahresabschlusses berücksichtigt und bewertet werden sollten. Bei der Erfassung und Berichterstattung von Nachhaltigkeitsinformationen sollten ebenso strenge Maßstäbe angelegt werden wie bei der Erfassung und Berichterstattung von Finanzinformationen. Um eine entsprechende Verzahnung zwischen den verschiedenen Informationsveröffentlichungen eines Unternehmens zu gewährleisten, müssen wesentliche Nachhaltigkeitsaspekte bei den im Jahresabschluss vorgenommenen finanziellen Schätzungen und Annahmen sowie bei der Offenlegung von Risiken, die einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens hatten oder haben könnten, berücksichtigt werden.

VI.A.4. Wenn ein Unternehmen öffentlich ein nachhaltigkeitsbezogenes Ziel festlegt, sollten die Offenlegungsregeln vorsehen, dass verlässliche Kennzahlen regelmäßig in leicht zugänglicher Form mitgeteilt werden, damit die Anleger die Glaubwürdigkeit und die Fortschritte bei der Erfüllung des angekündigten Ziels beurteilen können.

Nachhaltigkeitsbezogene Ziele, wie z. B. eine Senkung der Treibhausgasemissionen oder Ziele im Rahmen von Klimaschutzplänen, können sich darauf auswirken, wie ein Anleger den Betrag, den zeitlichen Anfall und die Sicherheit der künftigen Cashflows eines Unternehmens beurteilt. Diese Ziele können einem Unternehmen auch dabei helfen, Investoren zu gewinnen, denen die entsprechenden Nachhaltigkeitsaspekte wichtig sind. Wenn ein Unternehmen öffentlich ein nachhaltigkeitsbezogenes Ziel festlegt, sollte der Offenlegungsrahmen sowohl im Interesse der Markteffizienz als auch des Anlegerschutzes eine ausreichende Offenlegung kohärenter, vergleichbarer und verlässlicher Kennzahlen vorschreiben. Dies würde es den Anlegern ermöglichen, die Glaubwürdigkeit des angekündigten Ziels und die Fortschritte der Geschäftsführung bei der Erreichung dieses Ziels zu beurteilen. Die Offenlegungen können beispielsweise Zwischenziele für langfristige Zielsetzungen, die jährliche und kohärente Mitteilung wichtiger Nachhaltigkeitskennzahlen und etwaige Korrekturmaßnahmen des Unternehmens bei Zielverfehlungen umfassen.

VI.A.5. Die schrittweise Einführung obligatorischer jährlicher Prüfcertifikate, die von unabhängigen, kompetenten und qualifizierten Zertifizierungsdienstleistern unter Einhaltung hoher, international anerkannter Prüfstandards vergeben werden, sollte in Betracht gezogen werden, um eine externe und objektive Beurteilung der nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegung von Unternehmen zu gewährleisten.

Nachhaltigkeitsbezogene Angaben, die von einem unabhängigen, kompetenten und qualifizierten Zertifizierungsdienstleister geprüft werden, können das Vertrauen der Anleger in die offengelegten Informationen stärken und den Vergleich der Nachhaltigkeitsinformationen verschiedener Unternehmen erleichtern. Wenn eine entsprechende Qualitätssicherung für alle offengelegten Nachhaltigkeitsinformationen nicht möglich oder zu kostspielig ist, kann eine Prüfpflicht für die wichtigsten nachhaltigkeitsbezogenen Kennzahlen oder Angaben, wie z. B. die Treibhausgasemissionen, in Erwägung gezogen werden. Langfristig sollte jedoch eine stärkere Konvergenz der Prüfungen von Jahresabschlüssen und nachhaltigkeitsbezogenen Angaben das Ziel sein.

VI.B. Corporate-Governance-Rahmen sollten einen Dialog zwischen Unternehmen, ihren Aktionären und Stakeholdern ermöglichen, mit dem Ziel des Meinungsaustauschs über Nachhaltigkeitsfragen, die für die Geschäftsstrategie des Unternehmens relevant sind, und die Einschätzung des Unternehmens, welche Aspekte als wesentlich betrachtet werden sollten.

Hauptversammlungen sind ein wichtiges Forum für einen strukturierten Entscheidungsprozess. Der Dialog zwischen Unternehmen, Aktionären, Mitarbeitenden und anderen Stakeholdern kann ebenfalls maßgeblich dazu beitragen, die Entscheidungsfindung der Geschäftsführung zu unterstützen und Vertrauen in eine langfristige Geschäftsstrategie aufzubauen. Ein solcher Dialog kann bei unterschiedlichen Fragen nützlich sein, besonders wichtig ist er jedoch bei Entscheidungen zur Verbesserung der Nachhaltigkeit und Resilienz eines Unternehmens, die kurzfristig zwar zu Mittelabflüssen führen können, aber langfristig

vorteilhaft sind. Er kann dem Unternehmen auch helfen zu beurteilen, welche Nachhaltigkeitsaspekte wesentlich sind und daher offengelegt werden sollten. Im Dialog mit den Aktionären sollte das Unternehmen den Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre beachten.

VI.B.1. Wenn Corporate-Governance-Rahmen bestehenden Unternehmen den Umbau zu einer Unternehmensform ermöglichen, die sowohl gewinnorientierte als auch gemeinnützige Ziele beinhaltet, sollten die Rechte von Aktionären, die damit nicht einverstanden sind, in angemessener Weise berücksichtigt werden.

In einer Reihe von Staaten gibt es die Möglichkeit zur Gründung von gemeinnützigen Kapitalgesellschaften oder anderen speziellen Unternehmensformen, die es den Unternehmen ermöglichen, sowohl gewinnorientierte als auch gemeinnützige Ziele zu verfolgen, womit sich die Unternehmen explizite Ziele im Zusammenhang mit Umwelt- und sozialen Aspekten setzen können. In solchen Fällen, in denen sich ein bestehendes gewinnorientiertes Unternehmen gemeinnützige Ziele setzt, sind Mechanismen wichtig, die eine angemessene Berücksichtigung der Rechte dissentierender Aktionäre gewährleisten. Mögliche Lösungen zum Schutz der Interessen dissentierender Aktionäre könnten darin bestehen, dass ein Unternehmen die Zustimmung der Minderheitsaktionäre oder die qualifizierte Mehrheit der Aktionäre benötigt, um gemeinnützige Ziele in seine Satzung aufzunehmen, oder dass dissentierende Aktionäre ihre Aktien zu einem fairen Preis an das Unternehmen zurückverkaufen können.

VI.C. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte sicherstellen, dass Boards bei Erfüllung ihrer Schlüsselfunktionen, darunter Überprüfung, Überwachung und Steuerung der Governance-Praktiken, der Offenlegung, der Strategie sowie des Risikomanagements und der internen Kontrollsysteme, u. a. in Bezug auf klimabedingte physische Risiken und Transformationsrisiken, wesentliche Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen angemessen berücksichtigen.

Bei der Erfüllung ihrer Schlüsselfunktionen stellen die Boards zunehmend sicher, dass auch wesentliche Nachhaltigkeitsfragen berücksichtigt werden. Das Board muss insbesondere für wirksame Governance und interne Kontrollen sorgen, um die Verlässlichkeit und Glaubwürdigkeit von nachhaltigkeitsbezogenen Angaben zu verbessern. Beispielsweise können die Boards prüfen, ob und wie sich Nachhaltigkeitsfragen auf das Risikoprofil von Unternehmen auswirken. Diese Prüfungen können sich auch auf die Vergütung und Nominierung von Mitgliedern der Geschäftsführung beziehen (z. B. darauf, ob die in die Vergütungspläne der Führungskräfte aufgenommenen Ziele quantifizierbar sind, mit finanziell wesentlichen Risiken verknüpft sind und langfristig orientiertes Handeln fördern) oder darauf, wie das Board und seine Ausschüsse mit dem Thema Nachhaltigkeit umgehen. Die Sorgfaltsgrundsätze der OECD für verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln können einen wichtigen Rahmen für die Einbindung von Nachhaltigkeitsfaktoren in Risikomanagementsysteme und -prozesse bilden.

VI.C.1. Boards sollten sicherstellen, dass die Lobbyaktivitäten der Unternehmen mit ihren nachhaltigkeitsbezogenen Zielen in Einklang stehen.

Boards sollten die Lobbyaktivitäten, die die Geschäftsleitung im Namen des Unternehmens durchführt und finanziert, wirksam überwachen, um sicherzustellen, dass die Geschäftsleitung der vom Board beschlossenen langfristigen Nachhaltigkeitsstrategie gebührend Rechnung trägt. So kann beispielsweise Lobbying gegen die CO₂-Bepreisung die kurzfristigen Gewinne eines Unternehmens steigern, aber nicht mit dem Ziel des Unternehmens im Einklang stehen, einen geordneten Übergang zu einer CO₂-armen Wirtschaftsweise zu vollziehen. In einigen Ländern haben Boards auch die Aufgabe, die Offenlegung politischer Spenden zu überwachen, u. a. im Zusammenhang mit Lobbyaktivitäten.

VI.C.2. Boards sollten prüfen, ob die Kapitalstruktur des Unternehmens mit seinen strategischen Zielen und dem damit verbundenen Risikoprofil vereinbar ist, um sicherzustellen, dass sie verschiedenen Szenarien standhält.

Die Geschäftsleitung und die Board-Mitglieder sind am besten in der Lage zu entscheiden, ob die Kapitalstruktur eines Unternehmens mit den strategischen Zielen und dem damit verbundenen Risikoprofil innerhalb der von den Aktionären festgelegten Grenzen vereinbar ist. Um die finanzielle Solidität des Unternehmens zu gewährleisten, sollte das Board die Kapitalstruktur und die Angemessenheit des Kapitals unter Berücksichtigung verschiedener Szenarien überwachen, einschließlich solcher, die eine geringe Wahrscheinlichkeit aufweisen, aber große Auswirkungen haben können.

VI.D. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte den Rechten, Rollen und Interessen der Stakeholder Rechnung tragen und eine aktive Zusammenarbeit zwischen Unternehmen, Aktionären und Stakeholdern fördern, um Wertschöpfung, hochwertige Arbeitsplätze sowie nachhaltige und resiliente Unternehmen hervorzubringen.

Ziel der Corporate Governance ist es, die verschiedenen Stakeholder eines Unternehmens dazu zu ermutigen, wirtschaftlich optimale Investitionen in unternehmensspezifisches Human- und Sachkapital vorzunehmen. Für die Mitarbeitenden ist das Unternehmen sowohl Einkommensquelle als auch der Ort, an dem sie einen Großteil ihres Lebens verbringen, weshalb die langfristige Nachhaltigkeit des Unternehmens für sie wichtig ist. Die Wettbewerbsfähigkeit und damit letztlich der Erfolg eines Unternehmens sind das Ergebnis gemeinsamer Anstrengungen einer Vielzahl von Beteiligten, die unterschiedliche Ressourcen beisteuern, darunter Investoren, Beschäftigte, Gläubiger, Kunden, betroffene Gemeinschaften, Lieferanten sowie andere Interessenträger. Die Unternehmen sollten sich bewusst sein, dass diese Stakeholder einen wertvollen Beitrag zum Aufbau wettbewerbsfähiger, rentabler Unternehmen leisten. Es kann daher im langfristigen Interesse der Unternehmen liegen, eine der Wertschöpfung dienende Zusammenarbeit unter den Stakeholdern zu fördern.

VI.D.1. Die gesetzlich verankerten oder einvernehmlich festgelegten Rechte der Stakeholder müssen gewahrt werden.

Die Rechte der Stakeholder sind weitgehend durch gesetzliche (z. B. Arbeitsrecht, Wirtschaftsrecht, Handelsrecht, Umweltrecht und Insolvenzrecht) oder vertragliche Bestimmungen geregelt, die von den Unternehmen eingehalten werden müssen. In einigen Staaten müssen die Unternehmen menschenrechtlichen und ökologischen Sorgfaltspflichten nachkommen. Selbst dort, wo die Interessen der Stakeholder nicht gesetzlich oder vertraglich geschützt sind, gehen viele Unternehmen den Stakeholdern gegenüber zusätzliche Verpflichtungen ein, da die Sorge um das Ansehen des Unternehmens und den Unternehmenserfolg häufig die Anerkennung weitreichenderer Interessen erfordert. In manchen Ländern kann dies dadurch erreicht werden, dass die Unternehmen die *OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen* und die damit verbundenen Due-Diligence-Standards für risikoabhängige Due-Diligence-Prüfungen anwenden, um tatsächliche und potenzielle negative Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit zu ermitteln, zu verhüten und zu mindern sowie Rechenschaft darüber abzulegen, wie sie diesen Auswirkungen begegnen.

VI.D.2. Wenn die Interessen der Stakeholder gesetzlich geschützt sind, sollten diese bei Verletzung ihrer Rechte die Möglichkeit haben, effektive Entschädigung zu vertretbaren Kosten und ohne übermäßige Verzögerung zu erhalten.

Der Rechtsrahmen und die rechtlichen Verfahren sollten transparent sein und die Stakeholder nicht daran hindern, sich mitzuteilen und zu vertretbaren Kosten und ohne übermäßige Verzögerung Entschädigung für die Verletzung ihrer Rechte zu erhalten.

VI.D.3. Die Entwicklung von Mechanismen zur Mitarbeiterbeteiligung sollte ermöglicht werden.

Inwieweit die Beschäftigten Einfluss auf die Corporate Governance nehmen können, hängt von den nationalen Gesetzen und Gepflogenheiten ab und kann auch von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich sein. Im Kontext der Corporate Governance können Verfahren der Mitarbeiterbeteiligung für die Unternehmen sowohl direkt als auch indirekt – über die Bereitschaft der Mitarbeitenden in firmenspezifische Kompetenzen zu investieren – von Vorteil sein. Beispiele für derartige Verfahren sind die Arbeitnehmervertretung in den Boards sowie Corporate-Governance-Mechanismen wie Betriebsräte, die dafür sorgen, dass der Standpunkt der Arbeitnehmenden bei bestimmten wichtigen Entscheidungen berücksichtigt wird. In internationalen Übereinkommen und nationalen Normen wird zudem das Recht der Arbeitnehmenden auf Unterrichtung, Anhörung und Verhandlungen anerkannt. Als Leistungsanreize existieren in vielen Ländern Mitarbeiteraktienprogramme oder andere Mechanismen zur Gewinnbeteiligung. Auch betriebliche Pensionsverpflichtungen sind oft Teil der Beziehungen zwischen den Unternehmen und ihren früheren und gegenwärtigen Mitarbeitenden. Wenn diese Verpflichtungen mit der Einrichtung eines unabhängigen Fonds einhergehen, sollten dessen Treuhänder von der Geschäftsführung des Unternehmens unabhängig sein und den Fonds im Interesse aller Berechtigten verwalten.

VI.D.4. Wenn Stakeholder am Corporate-Governance-Prozess beteiligt sind, sollten sie zeitnah und regelmäßig Zugang zu relevanten, hinreichenden und verlässlichen Informationen erhalten.

Wenn die Gesetze und die Corporate-Governance-Praxis die Beteiligung von Stakeholdern vorsehen, ist es wichtig, dass diese Zugang zu Informationen erhalten, die sie für die Wahrnehmung ihrer Verantwortlichkeiten benötigen.

VI.D.5. Stakeholder, wie z. B. die Beschäftigten und ihre Vertretungsorgane, sollten die Möglichkeit haben, einen Verdacht auf illegale oder unethische Praktiken dem Board und/oder den zuständigen Behörden gegenüber frei zu äußern, ohne dass dies ihre Rechte gefährdet.

Unethische und illegale Praktiken von Führungskräften des Unternehmens können nicht nur die Rechte der Stakeholder verletzen, sondern auch dem Ruf des Unternehmens schaden. Daher ist es wichtig, dass Unternehmen eine vertrauliche Whistleblowing-Politik mit Verfahren und Schutzklauseln für Hinweise auf illegale und unethische Verhaltensweisen ausarbeiten, die entweder von den Beschäftigten – persönlich oder über ihre Vertretungsorgane – oder von externen Hinweisgebern vorgebracht werden. Das Board sollte angehalten werden, diese Personen und Vertretungsorgane zu schützen und ihnen direkten, vertraulichen Zugang zu einem unabhängigen Board-Mitglied – häufig ein Mitglied des Prüfungs- oder Ethikausschusses – zu ermöglichen. Einige Unternehmen setzen eine Ombudsperson ein, um entsprechenden Hinweisen nachzugehen. Die zuständigen Behörden haben zudem vertrauliche Telefon- und E-Mail-Kontaktmöglichkeiten für Verdachtsmeldungen eingerichtet. Auch wenn sich in einigen Ländern die Arbeitnehmervertretungen darum kümmern, die Unternehmensführung über derartige Bedenken der Belegschaft zu informieren, sollten die Beschäftigten nicht daran gehindert werden, im Alleingang zu handeln, und sie sollten deshalb auch nicht weniger geschützt sein. Falls zeitnahe Abhilfemaßnahmen ausbleiben oder ein plausibles Risiko besteht, dass Hinweise auf Gesetzesverstöße negative Konsequenzen haben könnten, sind die Beschäftigten angehalten, in gutem Glauben erfolgreiche Verdachtsmeldungen an die zuständigen Behörden zu richten. In vielen Ländern besteht auch die Möglichkeit, Verstöße gegen die *OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen* der Nationalen Kontaktstelle zu melden. Das Unternehmen sollte von Diskriminierungs- bzw. Disziplinarmaßnahmen gegen die betreffenden Beschäftigten oder Vertretungsorgane absehen.

VI.D.6. Die Ausübung der Rechte von Anleihehabern börsennotierter Unternehmen sollte erleichtert werden.

Die anhaltende und beträchtliche Zunahme der Anleihefinanzierung durch börsennotierte Unternehmen und ihre Tochtergesellschaften rechtfertigt eine stärkere Beachtung der Rolle und der Rechte von Anleihehabern in der Corporate Governance sowie ihrer Bedeutung für die Resilienz von Unternehmen.

Bei Anleiheemissionen, die einer Vielzahl von Anlegern angeboten werden, wird in der Regel ein unabhängiger Treuhänder beauftragt, diese zu vertreten, Fälle von Covenant-Verletzungen zu prüfen und die Interessen der Anleihegläubiger bei einer Schuldenumstrukturierung zu schützen. Der genaue Tätigkeitsumfang eines Treuhänders wird meist vertraglich festgelegt, die Politikverantwortlichen können jedoch Regelungen über die Auswahlkriterien für Treuhänder und deren Pflichten vor und während eines Zahlungsausfalls erlassen.

Die Ausübung der Rechte von Anleiheinhabern kann auch dadurch erleichtert werden, dass institutionellen Anlegern Anreize geboten werden, Unternehmen zu überwachen und ihren Einfluss geltend zu machen. Institutionelle Anleger weisen unterschiedliche Geschäftsmodelle und Verbindlichkeitsstrukturen auf. Dementsprechend unterscheiden sich auch ihre Anreize, als Anleihegläubiger mehr oder weniger aktiv zu sein. Corporate-Governance-Rahmen können die Investoren jedoch anspornen, sich als Gläubiger aktiver einzubringen, indem beispielsweise in einem Stewardship-Code empfohlen wird, dass die Unterzeichner ihre Rechte in Bezug auf Unternehmensanleihen aktiv ausüben können. Marktinitiativen können nützlich sein, um Standards zu setzen und zur Nutzung klar definierter und durchsetzbarer Covenants anzuregen. Die Verwendung anpassbarer Finanzkennzahlen, die es den Emittenten ermöglichen, selbst zu definieren, ob sie die Covenants einhalten, muss möglicherweise vermieden werden.

Eine außergerichtliche Umstrukturierung von Schulden, z. B. durch einen Umtausch notleidender Schuldtitel (Distressed Debt Exchange), ist oft kostengünstiger als ein förmliches Insolvenzverfahren. Daher könnte der Einsatz solcher Umschuldungen erleichtert werden. Neben der Einhaltung international anerkannter Standards für Gläubigerrechte und Insolvenzordnungen könnten die Länder von einer erleichterten Beteiligung von Anleihegläubigern an außergerichtlichen Umstrukturierungen der Schulden börsennotierter Unternehmen profitieren. So könnten beispielsweise klare Leitlinien für die Anwendung der Vorschriften zum Insiderhandel während einer Umschuldung oder einem Covenant-Waiver die Anleihegläubiger eher dazu veranlassen, an solchen Verfahren teilzunehmen. Eine andere Möglichkeit wäre, die Identifizierung der Anleihegläubiger zu erleichtern, damit die Unternehmensschuldner sie schnell finden und Verhandlungen über eine Umstrukturierung der Schulden aufnehmen können. Dies unterliegt jedoch der jeweiligen nationalen Gesetzgebung, wie z. B. den Sanierungs- und Abwicklungsvorschriften für Banken und Kreditinstitute.

VI.D.7. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte durch eine wirksame und effiziente Insolvenzordnung und eine effektive Durchsetzung der Gläubigerrechte ergänzt werden.

Gläubiger bilden eine wichtige Stakeholder-Gruppe, und die Bedingungen, das Volumen und die Art der den Unternehmen eingeräumten Kredite hängen in entscheidendem Maße von den Gläubigerrechten sowie deren Durchsetzbarkeit ab. Unternehmen, die eine gute Corporate Governance vorweisen können, sind im Allgemeinen in der Lage, größere Beträge zu günstigeren Bedingungen aufzunehmen als Unternehmen, bei denen das nicht der Fall ist bzw. die auf weniger transparenten Märkten tätig sind. Die Regelungen für Unternehmensinsolvenzen sind von Land zu Land sehr unterschiedlich. In einigen Ländern sind die Boards bei drohender Zahlungsunfähigkeit der Unternehmen gesetzlich verpflichtet, im Interesse der Gläubiger zu handeln, was diesen in Fragen der Unternehmensführung eine äußerst wichtige Rolle einräumen kann.

Zudem haben nicht alle Gläubiger die gleichen Rechte, denn ihr Spektrum reicht von Inhabern besicherter Schuldverschreibungen bis hin zu Gläubigern ohne jegliche Sicherheiten. Insolvenzverfahren erfordern in der Regel effiziente Mechanismen, um den Interessen der verschiedenen Kategorien von Gläubigern Rechnung zu tragen. In vielen Staaten existieren bestimmte Sonderrechte, z. B. im Rahmen der „Debtor in Possession“-Finanzierung, die Anreize/Schutz für Geldgeber bietet, die Unternehmen in Eigenverwaltung während des Insolvenzverfahrens neue Mittel bereitstellen.

G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance

Die *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance* helfen Politikverantwortlichen bei der Evaluierung und Verbesserung des rechtlichen, regulatorischen und institutionellen Rahmens der Corporate Governance. Sie benennen die entscheidenden Bausteine eines soliden Corporate-Governance-Rahmens und liefern praktische Hinweise für die Umsetzung auf nationaler Ebene. Zudem dienen die Grundsätze als Orientierungshilfe für Börsen, Investoren, Verbände und sonstige Akteure, die an der Entwicklung einer guten Corporate Governance beteiligt sind.



DRUCKFASSUNG ISBN 978-92-64-87801-3
PDF ISBN 978-92-64-53633-3



9 789264 878013