

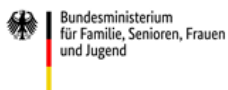


APRIL 2021

Forderungen mit wenig Durchschlagskraft: **Der Einfluss von Investoren auf die Diversität in deutschen Aufsichtsräten und Vorständen**

EMPIRISCHE AUSGANGSLAGE & HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN

Gefördert durch:



In Kooperation mit:



AUTOR*INNEN

Die Studie wurde von einem Expert*innen-Netzwerk der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin (HWR) erstellt.

Dr. Philine Sandhu, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin

Daniela Heyer, Storengy Deutschland GmbH

Dr. Gabriele Apfelbacher, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Lukas Marschallek, Alumnus der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin

Die Autorinnen setzen ihre Arbeit mit der Initiative „Investors4Diversity“ fort.

Die Studie wurde vom Bundesministerium für Familie, Senioren, Frauen und Jugend gefördert. Als Projektträger diente das Global Public Policy Institute (GPPI) in Berlin.

Lektorat und Layout: Katharina Nachbar

© 2021 Investors4Diversity

info@investors4diversity.de

„It’s critically important – that has been demonstrated ad nauseam – that diversity is conducive to innovation and to changing the way that you look at things.”

Christine Lagarde, Präsidentin der Europäischen Zentralbank

„A diverse mix of voices leads to better discussions, decisions, and outcomes for everyone.”

Sundar Pichai, CEO von Google LLC

„We fundamentally believe that we will make better business decisions if we have diversity in thinking ... and that requires equal gender participation.”

Jonas Prising, CEO der ManpowerGroup

Executive Summary

Fondsgesellschaften und andere große institutionelle Investoren machen eine diverse Zusammensetzung der Aufsichtsräte und Vorstände von Unternehmen mehr und mehr zum Anlagekriterium für ihre Beteiligung an börsennotierten Unternehmen. Die Hälfte der 30 einflussreichsten institutionellen Investoren in DAX® und MDAX® formulierten im Jahr 2020 in ihren Anlagerichtlinien Diversitätsanforderungen für ihre Portfoliogesellschaften. Dabei geht es ihnen um eine ausreichende Geschlechterdiversität in den Gremien, ein breites Skillset im Sinne unterschiedlicher Ausbildungshintergründe der Gremienmitglieder, um internationale Perspektiven oder auch die Repräsentanz ethnischer Minderheiten in den Aufsichtsräten und Vorständen. Für große deutsche Unternehmen, deren Spitzengremien im Schnitt nach wie vor sehr homogen zusammengesetzt sind, könnte mangelnde Diversität also zu einem ernsthaften Risiko für den Zugang zu Eigenkapital werden.

Derzeit sind die Einflussmöglichkeiten der Investoren in puncto Diversität in Portfoliounternehmen noch begrenzt. Zum einen geben nicht alle Investoren dem Thema Diversität einen gleich hohen Stellenwert. Zum anderen erschwert der schwierige Zugang zu Daten über den Diversitätsgrad der Unternehmen eine systematische Einflussnahme.

Teilweise ist das Auffinden der relevanten Daten zeitaufwendig und die Verantwortlichkeit für das Thema im jeweiligen Aufsichtsrat unklar, teils erschließen sich diese Informationen nur im Dialog zwischen Investor und Emittent.

Darüber hinaus mangelt es vor allem ausländischen Investoren an einem Verständnis für die Besonderheiten des dualistischen deutschen Corporate Governance-Systems. Diese zeigen sich insbesondere in der Trennung von Unternehmensleitung (durch den Vorstand) und Überwachung bzw. Kontrolle (durch den Aufsichtsrat). Die Anlagerichtlinien internationaler Investoren sind häufig nicht ausreichend auf das deutsche Corporate Governance-System zugeschnitten und daher im

Sinne einer Verhaltenssteuerung hin zu mehr Diversität zum großen Teil nicht zielführend. Das zeigt sich unter anderem dadurch, dass den meisten Anlagerichtlinien nicht zu entnehmen ist, ob die genannten Diversitätsanforderungen sowohl für den Aufsichtsrat als auch den Vorstand gelten sollen. Zudem werden die Zuständigkeit des Gesamtaufsichtsrats für Vorstandsangelegenheiten und die Bedeutung und Handhabung des Instruments der Aufsichtsratsentlastung verkannt.

Im Ergebnis übten institutionelle Investoren ihre Stimmrechte in der Hauptversammlungssaison 2020 nur in knapp der Hälfte der Fälle entsprechend den in den jeweiligen Anlagerichtlinien formulierten Diversitätsanforderungen aus. Demgegenüber wurden 52 Prozent – und damit die Mehrheit – der Stimmrechte

entgegen der definierten Diversitätsanforderungen oder überhaupt nicht ausgeübt. Keiner der 30 einflussreichsten Investoren erwies sich in der letzten Hauptversammlungssaison als Vorreiter für das Thema Diversität – weder in den Anlagerichtlinien noch durch das tatsächliche Stimmverhalten auf Hauptversammlungen.

Ist Investoren das Thema Diversität im Rahmen ihrer Anlagestrategie ein Anliegen, sind eine klare Formulierung der Anforderungen an

Ist Investoren das Thema Diversität ein Anliegen, sind klare Anforderungen an die Portfoliogesellschaften sowie ein Zuschnitt auf den deutschen Kontext zentral dafür, dem Geltung zu verschaffen.

die Portfoliogesellschaften sowie ein Zuschneiden der Richtlinien auf den deutschen Kontext zentrale Voraussetzungen dafür, diesem Anliegen Geltung zu verschaffen. Wenn der Staat die Einflussmöglichkeiten der Investoren als Hebel zur Schaffung von Geschlechterparität in Unternehmen einsetzen möchte, sollte der Gesetzgeber die diversitätsbezogenen Offenlegungspflichten der Emittenten vereinfachen, das Offenlegungsformat vereinheitlichen und die Zugänglichkeit der Informationen verbessern („What gets disclosed, gets discussed.“). Nicht zu vernachlässigen ist außerdem die Rolle der Kleinanleger*innen, die ihren Präferenzen Ausdruck verleihen können, indem sie ihr Geld solchen Vermögensverwaltern anvertrauen, die Wert auf Diversität in Führungsgremien legen.

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	4
1. Einleitung und Fragestellung	6
2. Die Macht der Investoren	9
3. Aktuelle Gremienstrukturen	16
4. Analyse der Anlagerichtlinien und des Stimmverhaltens	22
5. Herausforderungen für Investoren	35
6. Exkurs: Staatliche Investoren	40
7. Handlungsempfehlungen und Praxistipps	42
Methodik und Scope	47
Anlagen I–IV	57
Autor*innen und Kooperationspartner	63

1. Einleitung und Fragestellung

Im Kapitalmarkt tut sich was. Immer mehr Vermögensverwalter machen Diversität in der Unternehmensleitung zu einem Anlage- und Abstimmkriterium bei ihren Emittenten. Bereits 2018 schrieb der CEO von BlackRock Larry Fink, dass seine Organisation die Diversität in Unternehmen bei Investitionsentscheidungen künftig kritisch prüfen werde. Goldman Sachs kündigte zu Beginn des Jahres 2020 an, keine Unternehmen mehr an die Börse begleiten zu wollen, welche nicht über eine ausreichend diverse Unternehmensspitze verfügen. Der milliardenschwere US-amerikanische Fonds Federated Hermes, der norwegische Staatsfonds Norges und große französische Häuser wie Amundi, Axa Investments oder BNP Paribas verpflichten ihre Portfoliogesellschaften mittlerweile ebenfalls zu mehr Diversität. Meinen es die Anleger ernst, laufen Unternehmen mit homogenen Leitungsgremien zunehmend Gefahr, auf Hauptversammlungen nicht entlastet zu werden oder einzelne Kandidat*innen für Posten nicht bestätigt zu sehen.

In den USA gewann die Debatte um Diversität durch die Black Lives Matter-Bewegung im letzten Jahr zusätzlichen Aufwind. Als Reaktion darauf kündigte beispielsweise der Asset Manager State Street an, eine strengere Berichterstattung über demographische Daten der Board-Mitglieder in seinen Portfoliogesellschaften einzufordern. Auch die Nasdaq strebt neben umfassenderen Offenlegungspflichten zu demographischen Daten eine „comply or explain“-Regelung an: Größeren Boards of Directors sollen mindestens zwei diverse Personen angehören, darunter mindestens eine Frau sowie mindestens eine Person, die sich als Angehörige einer unterrepräsentierten Gruppe oder als LGBTQ+ einordnet. Wird das Verfehlen der Diversitätsanforderungen nicht ausreichend erläutert, drohe perspektivisch ein Delisting.¹

Sollte diese Debatte nach Deutschland überschwappen oder sollten internationale Investoren diese Anforderungen auf den deutschen Markt übertragen, besteht für deutsche Unternehmen enormer Handlungsbedarf. Mit einem

Frauenanteil von nur 12,6 Prozent² in den Vorständen der DAX®- und MDAX®-Unternehmen liegt Deutschland abgeschlagen hinter anderen westlichen Industrienationen. Signifikante Änderungen in den deutschen Aufsichtsräten konnten erst und nur durch eine feste Geschlechterquote von 30 Prozent erreicht werden – diese gilt jedoch nur für Aufsichtsräte von gut 100 Unternehmen. In den 83 börsennotierten Unternehmen, die nicht der Quote unterliegen, beläuft sich der Frauenanteil in den Aufsichtsräten nur auf knapp 23 Prozent.³

Über Geschlechterdiversität hinaus sind in Deutschlands Spitzengremien auch ein ausländisch klingender Nachname, eine dunklere Hautfarbe, eine ostdeutsche Herkunft oder die Sozialisation in einem bildungsfernen Elternhaus eher die Ausnahme. Als „Thomas-Kreislauf“ beschrieb deshalb die deutsch-schwedische AllBright Stiftung die Monokulturen in deutschen Topetagen, in denen ein Thomas immer wieder Seinesgleichen trifft und rekrutiert.⁴ Solche beharrlichen Dynamiken führen dazu, dass Neuzugänge – zum Teil unbewusst – nach dem immer gleichen Muster ausgewählt werden.

INVESTOREN ALS HEBEL FÜR MEHR DIVERSITÄT?

Angesichts der starken Beharrungskräfte in Deutschland stellt sich die Frage, ob Investoren ein Hebel für mehr Diversität in deutschen Führungsgremien sein könnten – oder es bereits schon sind? Gesetzliche Regelungen nach dem Führungspositionengesetz (FüPoG), das seit 2015 in Kraft ist, haben nur einen Teilerfolg bewirkt: nur wenige Aufsichtsräte sind davon überhaupt betroffen und signifikante Veränderungen in den Vorständen bisher nicht eingetreten.

Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder berichten jedoch, dass das Thema Diversität zunehmend von Investoren angesprochen wird und diese teilweise bereits Druck

1 Siehe: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/RuleBook/Nasdaq/filings/SR-NASDAQ-2020-081.pdf>.

2 Bezogen auf die Vorstandssitze aller Unternehmen in DAX® und MDAX® zum 31.12.2020.

3 FidAR (2020): Women on Board Index.

4 AllBright Stiftung (2017): Ein ewiger Thomas-Kreislauf? Wie deutsche Börsenunternehmen ihre Vorstände rekrutieren.

ausüben. Dieser Einfluss der Investoren sei zum Teil sogar deutlicher zu spüren als die gesetzlichen Regelungen.⁵ Als Miteigentümer der Unternehmen haben Investoren das „natürliche“ Recht, Unternehmensstrukturen zu beeinflussen.⁶ Warum sollten sie jedoch ein Interesse daran haben, Monokulturen in den Topetagen aufzubrechen?

DIVERSITÄT ALS RELEVANTER FAKTOR FÜR INVESTITIONSERFOLGE

Diversität an der Spitze von Unternehmen ist ein zentraler Faktor, um unternehmerische Risiken zu minimieren und die Innovationskraft sowie Veränderungsfähigkeit eines Unternehmens zu gewährleisten und zu erhalten. Homogene Teams neigen zu „group think“ – also zu Gruppendenken. Durch mangelnden Austausch unterschiedlicher Perspektiven kann es deshalb zu dramatischen Fehlentscheidungen kommen.

Nach einer Analyse großer Unternehmensskandale fragte sich der Harvard-Professor Jeffrey Sonnenfeld, was ein gutes Board ausmacht. Überraschend war für ihn, dass bei allen krisengeschüttelten Unternehmen formale Standards guter Unternehmensführung („Good“ Corporate Governance) weitestgehend eingehalten worden waren. Was macht Boards dann erfolgreich? „The key isn’t structural, it’s social“, schreibt der Autor in einer Zusammenfassung seiner Erkenntnisse.⁷ Der Kernbestandteil eines robusten und effektiven sozialen Systems sei der offene Austausch diverser Perspektiven. Ähnlich sieht es auch Malcolm Forbes, der frühere Verleger des Forbes Magazine: „Diversity is the art of thinking independently together“.

Vielfalt in Leitungsgremien erlaubt es Unternehmen, sich von eingeschliffenen Denk- und Verhaltensmustern zu lösen und gute Governance tatsächlich zu leben. Die Vorteile diverser Teams kommen dann zum Tragen, wenn der Anteil von Menschen mit anderen Erfahrungen, anderem Geschlecht, anderer Hautfarbe oder sonstigen Dimensionen von Diversität in Gremien eine kritische Masse von mindestens 30 Prozent erreicht. Das beobachtete die Soziologin Rosabeth Moss Kanter bereits in den 1970er Jahren. Ist eine solche kritische Masse erreicht, passen sich Minderheiten nicht mehr den Mehrheitsmeinungen an, sondern machen einen offenen Dialog und ein gegen-

seitiges Herausfordern möglich. Vermeintliche Mehrheitsmeinungen werden dadurch hinterfragt.

Die Forschung zeigt, dass eine höhere Geschlechterdiversität in Aufsichtsräten und Vorständen zu einer transparenteren Finanzberichterstattung und zu weniger Anfälligkeit für Manipulation führt.⁸ Am Beispiel der Risikoberichterstattung rund um den Brexit zeigt eine aktuelle Analyse, dass ein kritischer Anteil an Frauen im Board in den entsprechenden Unternehmen zu einer umfassenderen Risikofrüherkennung führte.⁹ Bei massiven Turbulenzen im Finanzmarkt weisen Boards mit höherer Geschlechterdiversität ein deutlich ausgewogeneres Risikomanagement auf. Diese Berichterstattung von Geschäftsrisiken ist gerade für Investoren von hoher Relevanz.

Weiterhin legt eine Studie der EU-Kommission aus dem Jahr 2020 nahe, dass Boards mit mangelnder Geschlechterdiversität weniger geneigt sind, Nachhaltig-

Auch Akteur*innen im Kapitalmarkt werden sich der immer klarer werdenden Korrelation von Diversität und langfristigem Geschäftserfolg zunehmend bewusst.

keitsrisiken und -auswirkungen zu berücksichtigen und ihr Geschäftsmodell entsprechend anzupassen.¹⁰ Im Umkehrschluss zeigt eine Studie von Egon Zehnder und der Universität Göttingen, dass Unternehmen mit einem höheren Frauenanteil im jeweiligen Aufsichtsrat im Bereich Nachhaltigkeit eine bessere Leistung zeigen.¹¹ Angesichts des zunehmenden Drucks hin zu nachhaltigeren und langfristiger orientierten Geschäftsmodellen könnte die diverse Zusammensetzung von Boards eine essentielle Stellschraube für Erfolg sein.

Auch Akteur*innen am Kapitalmarkt werden sich der immer klarer werdenden Korrelation von Diversität und langfristigem Geschäftserfolg zunehmend bewusst. Auf Basis der eigenen Anlagedaten analysierte jüngst Goldman Sachs, dass ein höherer Frauenanteil in Führungspositionen mit einer Outperformance des Aktienkurses korreliert (im Vergleich zu anderen Unternehmen im gleichen

5 Ebert, Lara et. al (2020): Evaluation des Gesetzes für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Familie, Frauen, Senioren und Jugend, S. 90.

6 Nach der Agency-Theorie fungiert der Vorstand in seinem Handeln und bei der Verwendung von Kapital als Treuhänder der Aktionär*innen, daher steht letzteren über die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder auch das mittelbare Recht auf Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Vorstands zu.

7 Sonnenfeld, Jeffrey (2002): What makes great boards great? Harvard Business Review, September 2002.

8 Wahid, Aida (2019): The Effects and the Mechanisms of Board Gender Diversity: Evidence from Financial Manipulation, Journal of Business Ethics, 159, S. 705–725.

9 Seebeck, Andreas/Vetter, Julia (2021): Not Just A Gender Numbers Game: How Board Gender Diversity Affects Corporate Risk Disclosure, Journal of Business Ethics (noch nicht erschienen).

10 EU Commission (2020): Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, S.122.

11 Egon Zehnder (2021): Frischer Wind für mehr Nachhaltigkeit – Die Rolle der Aufsichtsräte.

Sektor).¹² Eine solche überdurchschnittliche Entwicklung zeige sich auch, wenn der Frauenanteil in der gesamten Belegschaft hoch sei.

Eine vergleichsweise geringe Geschlechterdiversität könnte sich für Unternehmen also auch deshalb zunehmend nachteilig auswirken, weil Anleger*innen bei ihrer Bewertung einen Risikofaktor ansetzen¹³ oder gar ganz von einem Investment absehen. Machen große institutionelle Investoren beim Thema Diversität tatsächlich ernst, könnte sich der Zugang zu Eigenkapital mit Blick auf die homogenen Führungsrigen in Deutschland für viele Unternehmen erschweren oder verschlechtern.

ZIELE DER STUDIE

Das Gewicht von Investoren hat in der deutschen Corporate Governance deutlich zugenommen. Durch das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) wurde der Einfluss der Aktionär*innen und damit vor allem auch der institutionellen Investoren auf die Governance gestärkt. Dies zeigt sich etwa an der Debatte um Vorstandsgehälter, die an Fahrt aufgenommen hat, seit den Hauptversammlungen aller börsennotierter Unternehmen regelmäßig das Vergütungssystem und der Vergütungsbericht zur Billigung vorgelegt werden müssen.¹⁴

Über den Einfluss, den institutionelle Investoren auf die Diversität in deutschen Führungsgremien haben, wird derzeit lediglich anhand anekdotischer Evidenz gesprochen, denn genauere Analysen zu den rechtlichen und faktischen Einflussmöglichkeiten sowie zum Stimmverhalten

auf den Hauptversammlungen liegen derzeit noch nicht vor. Unklarheit besteht zudem darüber, welche Erwartungen die Investoren an die diverse Zusammensetzung der Spitzengremien ihrer Portfoliogesellschaften formulieren. Welchen Stellenwert hat Diversität am Kapitalmarkt? Welcher Investor meint es wirklich ernst? Und wer formuliert nur Lippenbekenntnisse?

Die vorliegende Studie verfolgt **drei Hauptziele**:

1. Eine **systematische Berechnung der faktischen Einflussmöglichkeiten** (errechnete Stimmanteile) sowie eine **Untersuchung der rechtlichen Einflussmöglichkeiten** (Rechtsanalyse), welche die größten institutionellen Investoren im deutschen Markt auf die Diversität in deutschen Aufsichtsräten und Vorständen haben.
2. Eine **systematische Analyse der Erwartungen** bezüglich des Themas Diversität, die aus den verschiedenen Anlagerichtlinien hervorgehen, sowie einen Abgleich dieser Erwartungen mit dem tatsächlichen Stimmverhalten der Investoren auf den jeweiligen Hauptversammlungen.
3. Die **Entwicklung konkreter Handlungsempfehlungen** für die beteiligten Stakeholder, also den Gesetzgeber, die Investoren und gegebenenfalls deren Kund*innen als Endanleger sowie die Emittenten.

¹² Goldman Sachs (2020): Womenomics, Global Strategy Paper Nr. 45, S. 21.

¹³ Nach der „Efficient Capital Markets“-Theorie müsste das Risiko, das sich aus mangelnder oder fehlender Diversität ergibt, bereits im Aktienkurs eingepreist sein.

¹⁴ Siehe auch: hkp Group/Georg-August-Universität Göttingen/DIRK (2020): Vorstandsvergütung als Herausforderungen für Investoren: Eine Auswertung der Proxy Voting Guidelines der Top-40-Investoren in DAX®-Unternehmen.

2. Die Macht der Investoren

Für Unternehmen sind Investoren insbesondere bei Börsengängen und Kapitalerhöhungen essenziell. Hier ist der Hebel der Investoren besonders groß: Wenn sie sich aus Gründen mangelnder Diversität in den Führungsgremien der Emittenten nicht an Kapitalmaßnahmen beteiligen wollen, bedeutet das für viele deutsche Unternehmen ein Risiko, den Zugang zu Eigenkapital zu verlieren.

Bei bestehenden Beteiligungen sind die Einflussmöglichkeiten der Investoren begrenzter. Die Top 30 der institutionellen Investoren verfügten Ende 2020 nur über 23 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile in DAX® und MDAX®. Demgegenüber haben in einigen Unternehmen vor allem staatliche Investoren als Ankerinvestoren relativ großen Einfluss.

Als Aktionäre können Investoren mit ihrem Stimmrecht ihre Interessen in der Hauptversammlung der jeweiligen Portfoliounternehmen verfolgen. Jedoch gibt es insgesamt eine gewisse Trägheit im System: Aufgrund der langen Laufzeiten von Aufsichtsratsmandaten sowie der eingeschränkten Eignung der Entlastung als Instrument für die Verhaltenssteuerung ist eine kurzfristige Einflussnahme hin zu mehr Diversität kaum möglich.

Warum lohnt sich der Blick auf institutionelle Investoren? Die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft steht natürlichen und juristischen Personen gleichermaßen offen. So können sowohl private (Klein-)Anleger*innen als auch Kapitalsammelstellen, andere Wirtschaftsunternehmen oder auch die Öffentliche Hand (der Staat) Aktien erwerben. Der Blick auf die sogenannten institutionellen Investoren als Kapitalsammelstellen ist besonders interessant, weil dort eine Konzentration von Aktien und Stimmrechten vorliegt und für diese auch Daten über ihr Abstimmungsverhalten in Hauptversammlungen sowie ihre Anforderungen an die Portfoliounternehmen existieren. Welche Einflussmöglichkeiten in puncto mehr Diversität liegen also in der Hand dieser Investoren?

EINFLUSS IM DEUTSCHEN MARKT

Sitzen institutionelle Investoren am richtigen Hebel, um das deutsche Topmanagement diverser werden zu lassen? Ein Bild der tatsächlichen Einflussmöglichkeiten ergibt sich aus der Berechnung eines definierten Unternehmens- und Investorenscope.

Relevante Unternehmen im deutschen Markt (Unternehmensscope)

Die Analyse der Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren fokussiert sich auf die in den Leitindizes DAX® und MDAX® der Deutschen Börse gelisteten Unternehmen (Unternehmensscope der Studie).¹⁵ Mit ihrer wesent-

lichen Wirtschaftsleistung haben diese Unternehmen eine Vorbildfunktion im deutschen Markt. Zudem haben sie im Vergleich zu vielen Familienunternehmen häufig eine breite Eigentümerstruktur, was einen Vergleich des Verhaltens der unterschiedlichen Anteilseigner ermöglicht.

Eine Ausweitung der Erhebung auf die im SDAX® gelisteten Unternehmen wurde verworfen, da es sich bei den großen Anteilseignern hier häufig um Familien, Einzelpersonen oder Stiftungen handelt. Hinzu kommt, dass die Qualität der öffentlich verfügbaren Daten in diesem Segment weniger gut ist. Damit umfasst der Unternehmensscope¹⁶ der Studie (zum 31.12.2020) eine Gesamtmarktkapitalisierung von 1.851,76 Mrd. EUR (bzw. 1.761,91 Mrd. EUR bezogen auf die im DAX® bzw. MDAX® gelisteten Aktiengattungen).

Die einflussreichsten Investoren im deutschen Markt (Investorenscope)

Der Einfluss der Investoren auf das jeweilige Unternehmen drückt sich im Wesentlichen durch die Höhe ihrer Beteiligung am Unternehmen und dem daraus resultierenden Stimmrechtsanteil aus.¹⁷ Daher wurde in einem zweiten Schritt der Analyse ermittelt, welche Investoren bezogen auf den Unternehmensscope den größten Einfluss haben bzw. haben könnten.

Für die Analyse wurden die 30 einflussreichsten institutionellen Investoren anhand ihrer kombinierten Gesamtstimmrechtsanteile im DAX® und MDAX® errechnet (Investorenscope). Diese 30 Investoren spiegeln

¹⁵ Die Zusammensetzung der Unternehmen in den beiden Indizes ist Änderungen unterworfen. In der vorliegenden Analyse sind diejenigen Unternehmen erfasst, deren Aktien (bzw. bestimmte Aktiengattungen) zum Stichtag 31.12.2020 in den DAX® oder MDAX® einbezogen waren.

¹⁶ Eine vollständige Liste der Unternehmen des Unternehmensscope findet sich in Anlage II.

¹⁷ Besonderheiten ergeben sich bei DAX®- oder MDAX®-Unternehmen mit stimmrechtslosen Vorzugsaktien.

METHODIK

Die Berechnung der Top 30 der institutionellen Investoren basiert auf den Daten aus der sogenannten Ownership-Datenbank der EQS Group. Die EQS Group ist ein internationaler Anbieter von regulatorischen Technologien (RegTech) in den Bereichen Corporate Compliance und Investor Relations. Für das Angebot von digitalen Investor-Relations-Lösungen wird von EQS eine umfangreiche Ownership-Datenbank gepflegt. Für die Studie definierten Unternehmensscope wurden den Autor*innen die Daten von der EQS Group zur Verfügung gestellt. Bei der Berechnung der Stimmrechte wurden nur stimmberechtigte Stammaktien berücksichtigt – stimmrechtslose Vorzugsaktien wurden außer Betracht gelassen. Die Daten aus der Ownership-Datenbank, die bis Ende Januar 2021 darin erfasst waren, wurden zum 31.12.2020 ausgewertet.

zum 31.12.2020 insgesamt rund 23 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile und 22 Prozent der Gesamtkapitalisierung in DAX® und MDAX® wider. Im Hinblick auf die unterschiedliche Anzahl von Unternehmen und die unterschiedliche Höhe der jeweiligen Marktkapitalisierung bildet der hier berechnete „Gesamtwert“ für den DAX® und den MDAX® nicht die Summe, sondern den gewichteten Durchschnitt von DAX® und MDAX® ab. Die daraus resultierenden Werte verteilen sich auf die Indizes wie in Tabelle 1 dargestellt.

Tabelle 1: Anteil der Top-30-Investoren an den Stimmrechten bzw. der Marktkapitalisierung der Unternehmen in DAX® und MDAX®

	STIMMRECHTE	MARKTKAPITALISIERUNG	
DAX®	24,57%	23,66%	€ 313,54 Mrd.
MDAX®	22,10%	18,71%	€ 98,52 Mrd.
DAX® & MDAX	22,93%	22,25%	€412,06 Mrd.

Die vollständige Liste der 30 einflussreichsten institutionellen Investoren (Top 30 institutionelle Investoren) findet sich in Kapitel 4 sowie ergänzt mit allen Stimmrechtsanteilen in Anlage IV.

Die Bedeutung von Ankerinvestoren

Bei der Bewertung des Einflusses von Investoren sind insbesondere die sogenannten Ankerinvestoren zu beachten, die an einigen Unternehmen meist mit einer langfristigen Orientierung beteiligt sind. Ein wesentlicher Ankerinvestor sowohl im DAX® als auch im MDAX® ist die Bundesrepublik Deutschland, entweder direkt oder indirekt über eine Beteiligung der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) oder des Finanzmarkt- bzw. Wirtschaftsstabilisierungsfonds (im Folgenden: der Bund). Durch die Datenanalyse wird auch deutlich, dass es einen großen Anteil von meist nicht identifizierbaren Investo-

ren gibt (übrige Anteile). In der Praxis zeigt sich zudem, dass die stimmberechtigten Stammaktien in der Hand der Unternehmensgründer*innen bzw. der „Eigentümerfamilie“ liegen. Damit wird der Einfluss der institutionellen Investoren deutlich geschmälert.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Verteilung der Stimmrechtsanteile der Top-30-Investoren in den einzelnen Unternehmen des Unternehmensscope sehr unterschiedlich ausfällt und die Einflussmöglichkeiten für Investoren mitunter sehr begrenzt sind. Bei einigen Unternehmen, wie beispielsweise der Henkel AG (DAX®) oder der Volkswagen AG (DAX®), sind im Index von DAX® und MDAX® nur die stimmrechtslosen Vorzugsaktien vertreten. Anhand von Grafik 1 (nächste Seite) lässt sich erkennen, auf welche DAX®-Unternehmen die Top 30 der institutionellen Investoren durch die Ausübung von Stimmrechten nur wenig oder gar keinen Einfluss ausüben können.

Für die Analyse wurden dabei folgende Gruppen gebildet: (1) Top 30 der institutionellen Investoren, (2) Ankerinvestoren und (3) übrige Aktionäre.¹⁸

INTERVENTIONSMÖGLICHKEITEN DER INVESTOREN

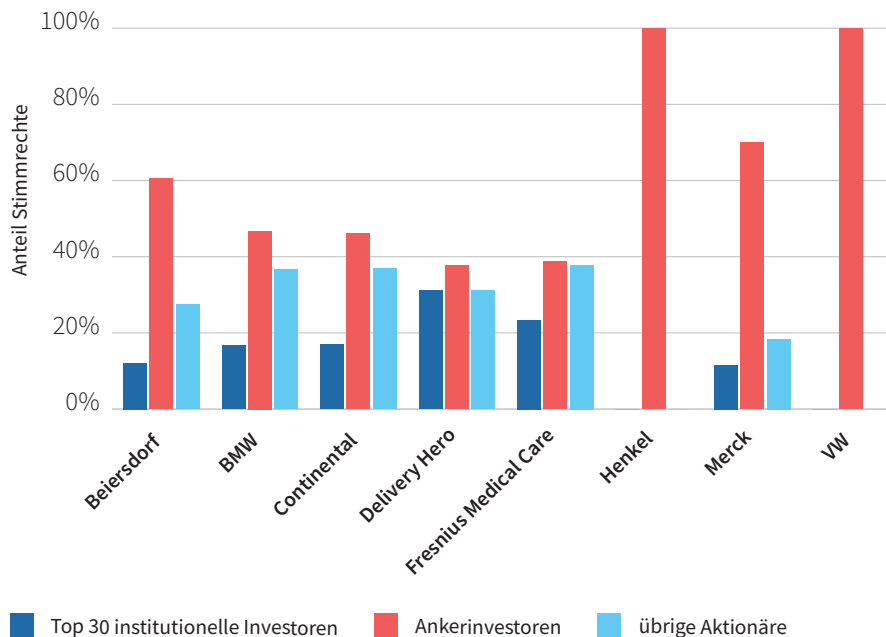
Wie können Investoren bei ihren Portfoliounternehmen eigene Interessen verfolgen? Wie und wann können sie konkret Einfluss nehmen? Grundsätzlich gibt es zwei unterschiedliche Zeitpunkte zur Einflussnahme: (1) die Investitionsentscheidung selbst und (2) die Einflussnahme während der Haltedauer.

Die Top-30-Investoren spiegelten Ende 2020 insgesamt rund 23 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile in DAX und MDAX wider.

¹⁸ Eine Darstellung der Einflussmöglichkeiten der Top 30 der institutionellen Investoren im Vergleich zu Ankerinvestoren und „übrigen Aktionären“ im MDAX® findet sich im Anhang.

GRAFIK 1

Unternehmen im DAX® mit großen Ankerinvestoren und deren Stimmrechtsanteilen



Einflussnahme zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung

Zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung hat der Investor die Möglichkeit, zu investieren – also Aktien zu erwerben – oder es nicht zu tun.¹⁹ Werden die Aktien am Markt erworben, sind die Auswirkungen der Investitionsentscheidung des Investors beim Unternehmen allenfalls mittelbar zu spüren. Bei Kapitalerhöhungen im Rahmen von Börsengängen oder zu einem nachfolgenden Zeitpunkt, wenn Unternehmen Finanzmittel für die Umsetzung ihrer unternehmerischen Ziele benötigen, haben Investoren hingegen einen höheren Einfluss. Je nachdem, wie „dringlich“ eine Kapitalzufuhr durch den Kapitalmarkt ist, wachsen die Einflussmöglichkeiten für die Investoren.

Um für Investmentbanken als Berater bei Kapitalmaßnahmen und Investoren, die dem Thema Diversität in Führungsebenen eine Relevanz beimessen, „attraktiv“ zu sein und hohe Ausgabepreise für die eigenen Aktien zu erzielen, müssen Unternehmen bereits vor der Kapitalmaßnahme divers aufgestellt sein.

Würden mehr und mehr Investoren Diversität zu einem Anlagekriterium machen, stiege der Druck auf viele deutsche Unternehmen erheblich.

Grafik 2 (nächste Seite) zeigt, in welcher Höhe den Unternehmen im Unternehmensscope Zeichnungsvolumen (sei es im Rahmen eines Börsengangs oder zu einem späteren Zeitpunkt) verloren gehen könnte, wenn die Top 30 der institutionellen Investoren bei mangelhafter Diversität nicht mehr investieren.

Zum Stichtag der Analyse am 31.12.2020 waren die Top 30 der institutionellen Investoren mit einem Wert von rund 412 Mrd. EUR in DAX® und MDAX® investiert.²⁰ Würden sich also allein diese Top 30 dafür entscheiden, bei mangelnder Diversität nicht mehr in Unternehmen des Unternehmensscopes zu investieren (und letztere gleichzeitig keine anderen Investoren finden), könnte sich das erheblich auf die Umsetzbarkeit von Kapitalmaßnahmen der jeweiligen Unternehmen auswirken.

Einflussnahme während der Haltedauer

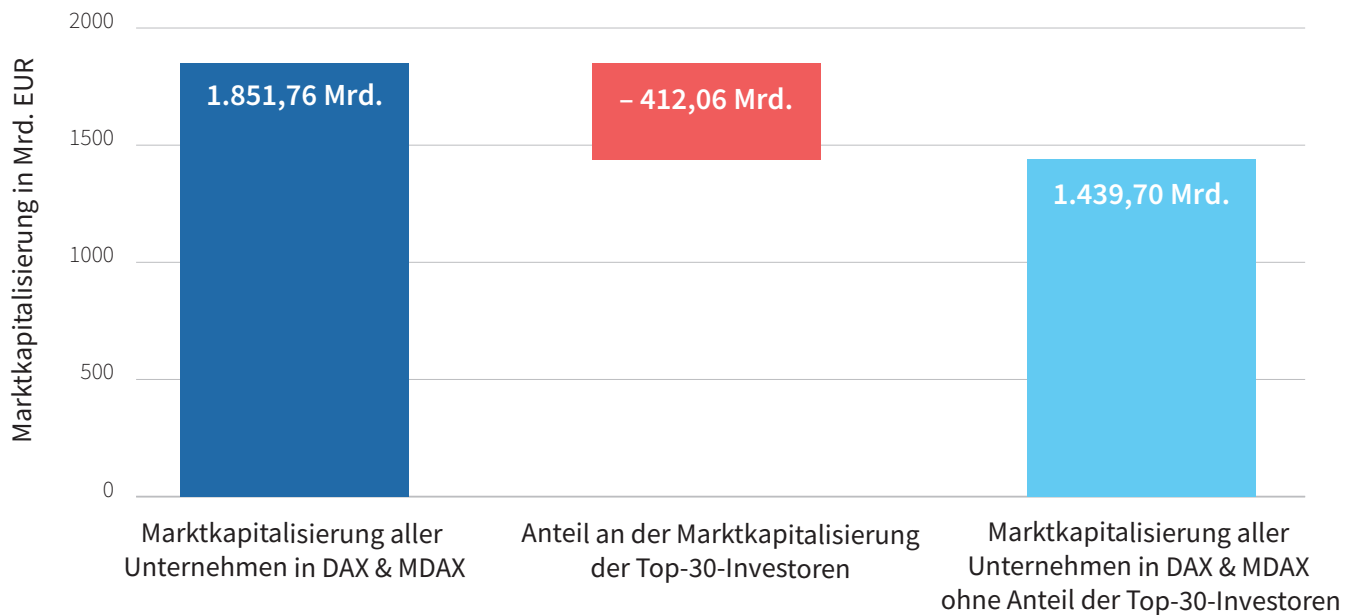
Auch während der Haltedauer von Aktien stehen Aktionär*innen über die gesetzlichen Mitgliedschaftsrechte gewisse Einflussmöglichkeiten zu. Diese umfassen neben den Vermögensrechten (also einer Beteiligung an Gewinnen und Liquidationserlösen, dem Bezugsrecht und Abfindungsrechten) vor allem das Recht auf Teilnahme an der

¹⁹ Bei sogenannten Index-Fonds ist das „ob“ der Investition eher beschränkt anwendbar, da diese Fonds zur Abbildung der Wertentwicklung eines bestimmten Index quasi dazu „gezwungen“ sind, in die jeweiligen Unternehmen zu investieren.

²⁰ Die Berechnung beinhaltet für die Marktkapitalisierung auch diejenigen Aktiengattungen, welche nicht im DAX® oder MDAX® enthalten sind. Die Marktkapitalisierung der nur im DAX® bzw. MDAX® gelisteten Aktiengattungen betrug zum 31.12.2020 insgesamt 1.761,91 Mrd. EUR.

GRAFIK 2

Anteil der Top 30 der institutionellen Investoren an der Summe der Marktkapitalisierung der Unternehmen in DAX® und MDAX® (zum 31.12.2020)



Hauptversammlung und der Ausübung des Stimmrechts.²¹

Neben der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder ist eine der wichtigsten Kompetenzen der Hauptversammlung die Entscheidung über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat. Der jeweilige Entlastungsbeschluss wird mit einfacher Mehrheit gefasst: ab einer Zustimmungsquote von 50 Prozent plus einer Stimme wird dem jeweiligen Organ die Entlastung erteilt.

Mit dem Entlastungsbeschluss wird die Leitungs- bzw. Überwachungstätigkeit der entlasteten Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder während des vorangegangenen Geschäftsjahres im Ganzen gebilligt und zumindest implizit ein gewisser Vertrauensbeweis für die Zukunft ausgesprochen. Die unmittelbare rechtliche Bedeutung der Entlastung ist zwar gering, trotzdem hat eine Verwei-

gerung aufgrund ihrer Seltenheit erhebliche praktische Auswirkungen. Verweigerungen der Entlastung werden von der interessierten Öffentlichkeit in der Regel stark beachtet, was meist zu negativer Publicity für die betroffenen Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder führt. Ähnliches dürfte gelten, wenn der Entlastungsbeschluss nur mit einer knappen oder nicht ausreichend komfortablen Mehrheit gefasst wird.

Zusätzlich können Investoren grundsätzlich im Rahmen von direkten Investorengesprächen mit Mitgliedern von Unternehmensvorständen oder (im entsprechenden Zuständigkeitsbereich) mit Aufsichtsratsvorsitzenden ihre Anforderungen darlegen – so auch, wenn es um Erwartungen bezüglich einer diversen Zusammensetzung der Gremien geht. Tun sie das, verstoßen Investorenkontakte des Vorstands oder Aufsichtsratsvorsitzenden nicht gegen das für Aktionär*innen geltende Gleichbehandlungsgebot, da es im Interesse von Unternehmen liegt, Kenntnis von Erwartungen an die Corporate Governance und des damit im Zusammenhang stehenden geplanten Abstimmungsverhaltens großer Aktionäre zu haben.

In der Praxis werden sich Emittenten tendenziell eher mit den Erwartungen der großen Aktionäre auseinandersetzen, um negativen Abstimmungsergebnissen während der Hauptversammlung sowie einem potenziellen Abzug von Kapital vorzubeugen.

Würden sich also alleine die Top-30-Investoren dafür entscheiden, bei mangelnder Diversität nicht mehr zu investieren, könnte sich das erheblich auf die Kapitalmaßnahmen der Unternehmen auswirken.

²¹ Das gilt nicht bei sogenannten Vorzugsaktien, bei denen mit dem Besitz der Aktie regelmäßig kein Stimmrecht verbunden ist.

Tatsächlicher Einfluss auf den Hauptversammlungen

Um auf der Hauptversammlung durch die Ausübung ihrer Stimmrechte tatsächlich Einfluss ausüben zu können – beispielsweise, indem sie eine Entlastung von Vorstand oder Aufsichtsrat ablehnen – müssten viele Investoren „gleichgerichtet“ abstimmen. Geht man davon aus, dass bei Hauptversammlungen durchschnittlich 70 Prozent²² der Vertreter*innen des stimmberechtigten Kapitals an den Abstimmungen teilnehmen, verteilt sich der entscheidende Einfluss der Top 30 der institutionellen Investoren in DAX® und MDAX® wie in Grafik 3 dargestellt. Nur bei zehn (oder ca. 33 Prozent) der Unternehmen im DAX® könnten sich die Top-30-Investoren bei Abstimmungen wie Entlastungsentscheidungen durchsetzen, wenn sie einheitlich abstimmen würden. Bei acht der 30 DAX-Unternehmen (ca. 27 Prozent) könnten hingegen die Ankerinvestoren in der Hauptversammlung mit ihrer Sicht regelmäßig das Abstimmungsergebnis bestimmen. Im MDAX® ist der Einfluss der Ankerinvestoren, die dort bei 27 (oder 45 Prozent) der Unternehmen die Mehrheit der Stimmberechtigten stellen, bei unterstellt einheitlichem Abstimmungsverhalten noch deutlicher ausgeprägt. Der Einfluss der Top 30 der institutionellen Investoren liegt hingegen nur bei 20 Prozent (12 der Unternehmen).

- 22 Laut Recherchen des Handelsblatts stieg die Präsenz bei den Hauptversammlungen der DAX®-Unternehmen im Jahr 2020 auf 69,9 Prozent. Siehe: „Virtuelle Hauptversammlungen ziehen mehr Aktionäre an“, Handelsblatt, 24.09.2021.
- 23 Unterliegt ein Unternehmen nicht der Mitbestimmung durch die Arbeitnehmer*innen, werden sämtliche Aufsichtsratsmitglieder von der Hauptversammlung gewählt. Dagegen werden in mitbestimmten Unternehmen nur die Anteilseignervertreter*innen von der Hauptversammlung gewählt, die je nach dem anwendbaren Mitbestimmungsregime zwei Drittel (bei sogenannter Drittelmitbestimmung) oder die Hälfte (bei paritätischer Mitbestimmung) der Aufsichtsratsmitglieder ausmachen. Sofern nicht in der Satzung des Unternehmens etwas Abweichendes geregelt ist, erfolgt die Wahl eines Aufsichtsratsmitglieds in der Hauptversammlung mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen (also 50 Prozent der Stimmen plus eine Aktie bzw. Stimme).

STELLHEBEL FÜR MEHR DIVERSITÄT

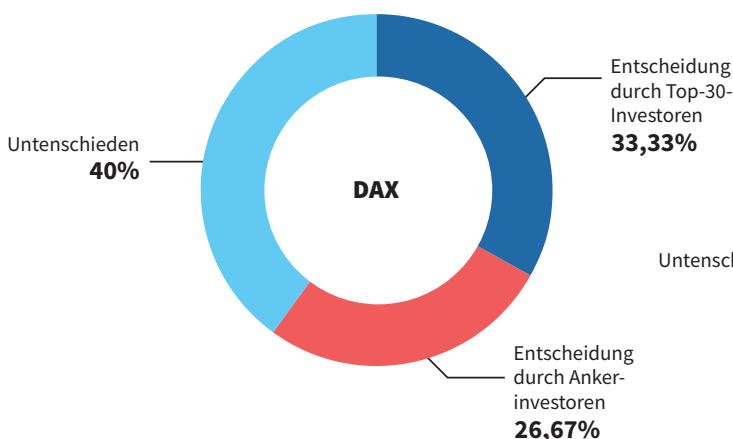
Welche konkreten Möglichkeiten bestehen für Investoren, in den Unternehmen selbst Einfluss zu nehmen, um mehr Diversität zu schaffen?

Einfluss über die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern

Der größte „Hebel“, den institutionelle Investoren zur Verfügung haben, um in Aktiengesellschaften für mehr Diversität zu sorgen, ist die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder.²³ Ganz konkret können Investoren für oder gegen einen diversen Kandidat bzw. eine Kandidatin stimmen. Ob das entsprechende Abstimmungsverhalten ergebnisrelevant ist, hängt freilich von der Größe des Stimmrechtsanteils und dem Abstimmungsverhalten der anderen Investoren ab. Haben institutionelle Investoren im Rahmen des Investorendialogs im Vorfeld von Aufsichtsratswahlen ihre Präferenz für diverse Kandidat*innen oder auch ein bestimmtes Kompetenzprofil zum Ausdruck gebracht, ist die Wahrscheinlichkeit allerdings hoch, dass entsprechende Kandidat*innen zur Wahl gestellt werden, da immer angestrebt wird, dass einmal aufgestellte Kandidat*innen auch mit einer komfortablen Mehrheit gewählt werden.

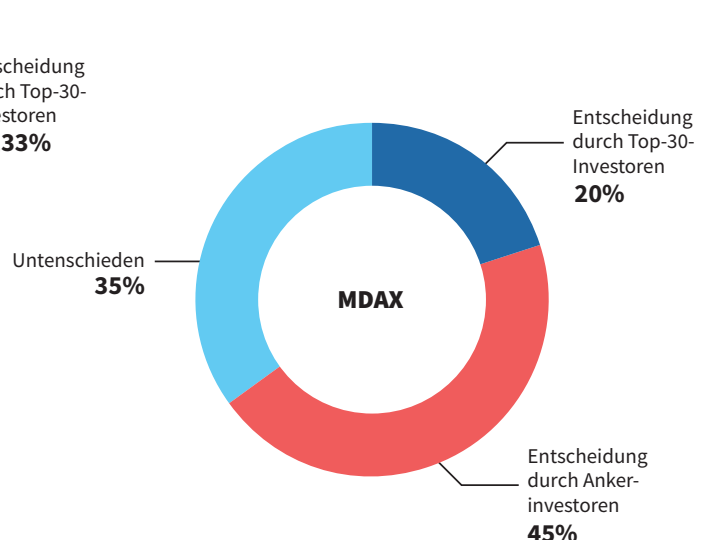
GRAFIK 3

Tatsächliche Einflussmöglichkeiten der Investoren auf Unternehmen im DAX®



GRAFIK 4

Tatsächliche Einflussmöglichkeiten der Investoren auf Unternehmen im MDAX®



Die Möglichkeit zur Einflussnahme auf die Diversität im Unternehmen erschöpft sich jedoch nicht in der konkreten Zusammensetzung des Aufsichtsrats, denn es ergeben sich daraus auch indirekte Effekte auf die Zusammensetzung des Vorstands. Je diverser der Aufsichtsrat, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass diverse Kandidat*innen im Vorstandsbesetzungsprozess berücksichtigt und bei entsprechender Eignung auch ausgewählt werden. Das dürfte vor allem dann der Fall sein, wenn diverse Kandidat*innen – gegebenenfalls nach einiger Bewährungszeit – an die Spitze des Aufsichtsrats oder in den für Vorstandsbesetzungsfragen zuständigen Ausschuss aufrücken. Aktuell ist in deutschen Unternehmen in den wichtigsten Ausschüssen für Personalangelegenheiten noch keine kritische Masse an Frauen erreicht, um diesen „trickle-down“-Effekt beobachten zu können. Der Frauenanteil in Präsidialausschüssen betrug im Jahr 2020 nur 17,5 Prozent, in den Nominierungs- und Personalausschüssen nur knapp 22 Prozent.²⁴

Weiterhin kann davon ausgegangen werden, dass das Ausmaß der Diversität im Aufsichtsrat auch Auswirkungen darauf haben wird, ob und inwieweit sich ein Aufsichtsrat im Rahmen seiner Überwachungstätigkeit mit dem Engagement des jeweiligen Unternehmensvorstands für mehr Diversität in den Führungsebenen unterhalb des Vorstands und in der Belegschaft insgesamt befasst – und ob sich dieses Engagement dadurch erhöht.

Und schließlich ist der Aufsichtsrat auch für die Auswahl der Kandidat*innen zuständig, die der Hauptversammlung zur Wahl in den Aufsichtsrat vorgeschlagen werden. Auch hier ist davon auszugehen, dass eine diversere Besetzung des Aufsichtsrats die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass diverse Kandidat*innen im Auswahlprozess berücksichtigt werden.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das in der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder liegende Einflusspotenzial von Investoren auf die Diversität im Unternehmen als hoch eingeschätzt werden kann, wenn im Aufsichtsrat eine kritische Masse an diversen Mitgliedern vorhanden ist. Neben der direkten Einflussnahme auf die Erhöhung der Diversität im Aufsichtsrat liegt dieses auch in der potenziellen indirekten Einflussnahme auf die Erhöhung der Diversität im Vorstand, in den Führungsebenen unterhalb des Vorstands und in der Belegschaft insgesamt sowie auf in der Auswahl künftiger Aufsichtsratskandidat*innen.

Einfluss über Entlastungsbeschlüsse

Bei mangelnder Diversität in Vorstand oder Aufsichtsrat können Interventionen institutioneller Aktionäre mehrere Beweggründe haben. Eine Ablehnung der Entlastung der Gremien auf der Hauptversammlung ist mit folgenden Begründungen denkbar:

1. Eine **Nichteinhaltung gesetzlicher Diversitätsvorgaben**, wie etwa der fixen Geschlechterquote für den Aufsichtsrat (gem. § 96 Abs. 2 und Abs. 3 AktG), der Zielbestimmung für den Frauenanteil im Vorstand (gem. § 111 Abs. 5 AktG) oder der Zielbestimmung für den Frauenanteil in den zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands (gem. § 76 Abs. 4 AktG).
2. Eine **Festlegung unambitionierter Zielgrößen für den Frauenanteil**, insbesondere die Festlegung der „Zielgröße Null“.
3. Eine **Verfehlung von selbstgesetzten Zielgrößen** für die Besetzung des Vorstands und/oder der zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands.
4. Ein generell **unzureichendes Bemühen um Diversität und Chancengleichheit** in den Unternehmensorganen, bei der Besetzung sonstiger Führungspositionen oder in der Belegschaft, wie etwa fehlende substanzieller Diversitätskonzepte oder mangelndes oder kein Engagement von Vorstand und/oder Aufsichtsrat für mehr Diversität.
5. **Unzureichende Transparenz bei der Berichterstattung** über Diversitätsaspekte der Corporate Governance, wie etwa fehlende oder wenig substantielle Begründungen für mangelnde Diversität, fehlende oder wenig substantielle Fortschrittsberichte, etc.
6. **Unzureichende Transparenz bei Nominierungs- und Besetzungsprozessen.**

In der praktischen Umsetzung ist zu bedenken, dass Investoren aufgrund des dualistischen Systems in den meisten börsennotierten deutschen Unternehmen keine direkte Einflussmöglichkeit auf die Zusammensetzung der Vorstandsorgane haben. Kritik an nicht ausreichender Diversität im Vorstand von Seiten der Investoren kann jedoch in ihr Abstimmungsverhalten bei der Entlastung des Aufsichtsrats einfließen. Die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats kann auf Hauptversammlungen sowohl als Entlastung für das jeweilige Aufsichtsratsmitglied (Einzelentlastung) als auch als Entlastung für das Gesamtgremium (Gesamtentlastung) zur Abstimmung gestellt werden. Der gesetzliche Regelfall ist die Gesamtentlastung, während die Einzelentlastung nur in wenigen Konstellationen gesetzlich vorgeschrieben ist und in der Praxis nur sehr selten vorkommt.

Darüber hinaus ist das Thema Diversität in den Entlastungsbeschlüssen nur *ein* Aspekt unter vielen und wird im „Missfallensvotum“ häufig durch andere Aspekte überlagert oder ganz verdrängt. Daher ist davon auszugehen,

²⁴ Siehe: FidAR (2020): Women on Board Index 185, S. 27. Die Zahlen beziehen sich auf die 160 im DAX, MDAX und SDAX sowie die 28 voll bestimmten im Regulierten Markt notierten Unternehmen.

dass Investoren nur in extremen Fällen oder in Fällen, in denen keinerlei Verbesserung erkennbar ist, die Möglichkeit der Nichtentlastung als eine angemessene Reaktion auf mangelnde Diversität in Betracht ziehen werden.

TRÄGHEIT DES DEUTSCHEN SYSTEMS

Institutionelle Investoren können durch ihre Investitionsentscheidungen und ihr Abstimmungsverhalten auf Hauptversammlungen Einfluss auf die Diversität in deutschen Entscheidungsgremien nehmen. So können sie bestimmte Mindestanforderungen in puncto Diversität dieser Gremien zur Voraussetzung für eine Investitionsentscheidung machen oder als Folge unzureichender Diversität eine Desinvestitionsentscheidung treffen.

Durch ihr Abstimmungsverhalten können institutionelle Investoren bei Aufsichtsratswahlen direkt ihre Zustimmung oder Ablehnung von Kandidat*innen zum Ausdruck bringen. Auf eine diverse Zusammensetzung des Vorstands können sie hingegen nur indirekt Einfluss nehmen: zum einen über die Mitwirkung an der Zusammensetzung des Aufsichtsrats, der wiederum die Vor-

Die langen Amtszeiten von Aufsichtsratsmitgliedern führen in Deutschland dazu, dass Änderungen in der Zusammensetzung von Aufsichtsräten nur sehr langsam erfolgen.

standsmitglieder ernennt, und zum anderen über eine Ablehnung der Entlastung des Aufsichtsrats, was de facto jedoch kaum oder gar nicht erfolgt (siehe Kapitel 4 zum Stimmverhalten).

Trotz dieser Einflussmöglichkeiten ist jedoch zu beachten, dass die reguläre Amtszeit von Aufsichtsratsmitgliedern in deutschen Aktiengesellschaften circa fünf Jahre beträgt. Hier unterscheidet sich das deutsche System fundamental zu dem von US-Gesellschaften, deren

Directors in der Regel jährlich bestätigt werden müssen. Diese langen Amtszeiten von Aufsichtsratsmitgliedern führen in Deutschland dazu, dass Änderungen in der Zusammensetzung von Aufsichtsräten nur sehr langsam erfolgen – sofern es nicht zur vorzeitigen Beendigung der Mandate einzelner Mitglieder infolge einer Niederlegung ihres Amts oder aus anderen Gründen kommt. Diese vergleichsweise Trägheit des deutschen

Systems verhindert eine schnellere Entwicklung hin zu mehr Diversität in Aufsichtsräten. Ein Wechsel von einer knapp fünfjährigen Amtszeit mit jährlicher Entlastung hin zu einer jährlichen *Bestätigung* von Aufsichtsratsmitgliedern würde dieser Trägheit entgegenwirken, wäre jedoch eine sehr grundsätzliche Veränderung im deutschen Corporate Governance-System und müsste mit den Nachteilen einer kurzen Amtszeit abgewogen werden (Kapitel 7).

3. Aktuelle Gremienstrukturen

Insbesondere bei den Dimensionen Geschlecht und Internationalität geben die deutschen Unternehmen kein gutes Bild ab. Ein erheblicher Teil der Aufsichtsräte und Vorstände sind nur mit Personen aus dem deutschsprachigen Raum besetzt, was oftmals nicht der internationalen Geschäftstätigkeit der jeweiligen Unternehmen entspricht. Gleichzeitig sticht besonders der hohe Anteil von sogenannten „all male“-Gremien in die Augen. Fast die Hälfte (48 Prozent) aller Vorstandsorgane in DAX® und MDAX® sind ausschließlich mit Männern besetzt.

Diversitätsdimensionen, die zu einem breiteren Spektrum an Perspektiven im Aufsichtsrat beitragen, sind beispielsweise: (1) Geschlecht, (2) Internationalität bzw. Diversität in der Herkunft (also Personen, die eine andere Nationalität als die deutsche haben), (3) Ausbildung bzw. fachliche Disziplin (also unterschiedliche Ausbildungs- und oder Studienrichtungen wie beispielsweise Wirtschaftswissenschaften, Geisteswissenschaften oder Naturwissenschaften) der Aufsichtsratsmitglieder, sowie (4) Alter, wobei eine breite Altersstruktur für einen

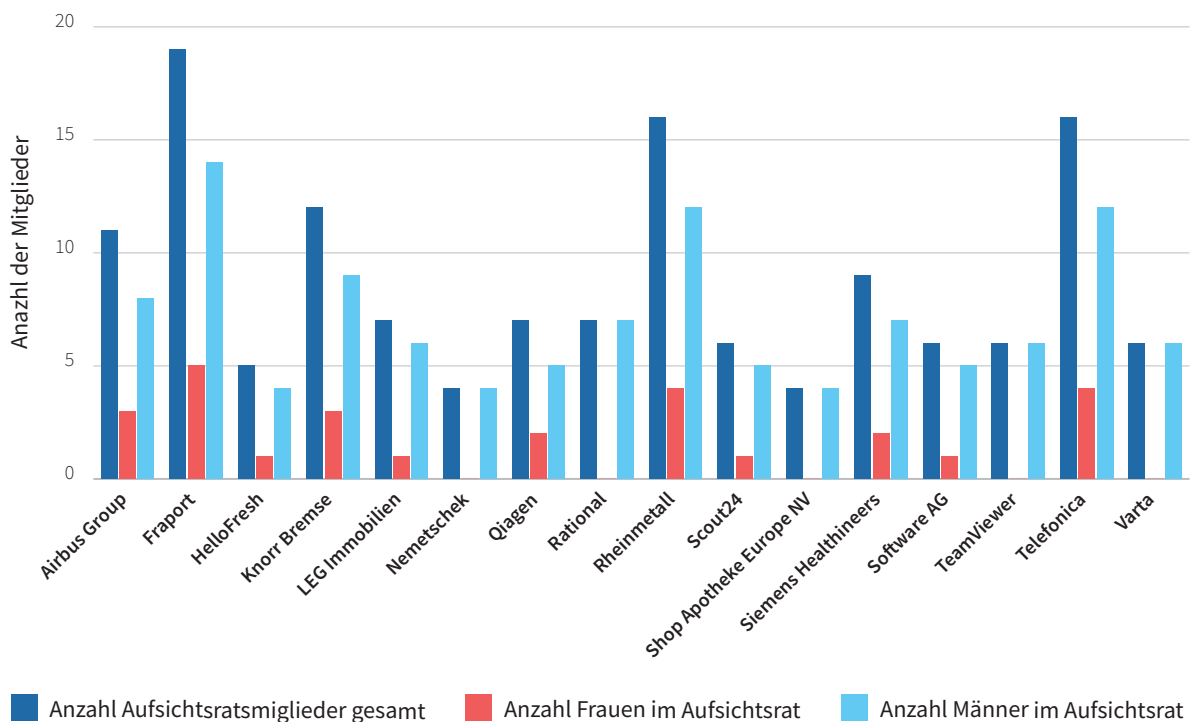
umfassenden Blick vorteilhaft ist. Die Analyse der Zusammensetzung von deutschen Aufsichtsratsgremien des Unternehmensscope zeigt folgende Besonderheiten:

Aufsichtsräte

Während es bei den 30 DAX®-Unternehmen zum 31.12.2020 keinen Aufsichtsrat mehr gab, der einen Frauenanteil von weniger als 30 Prozent aufwies, sind im MDAX® immer noch 16 Unternehmen (entspricht 26,7

GRAFIK 5

Diversitätsdimension Geschlecht in Aufsichtsräten: Firmen im MDAX® mit weniger als 30% Frauenanteil im Aufsichtsrat zum 31.12.2020 sowie Verteilung der Geschlechter nach der Anzahl der Sitze



METHODIK

Um den Stand der Diversität in den obersten Gremien deutscher Unternehmen festzustellen, wurde eine Biografiedatenbank der Gremienmitglieder aller Unternehmen in DAX® und MDAX® erstellt, die verschiedene Diversitätsdimensionen abbildet. Grundlage hierfür waren Daten der AllBright Stiftung, welche die Zusammensetzung der Gremien dieser Unternehmen per März 2020 enthielt. Diese Datensammlung wurde für eine differenzierte Betrachtung zweier Zeitpunkte aktualisiert: (1) die Zusammensetzung der Gremien vor der Hauptversammlung im Jahr 2020 jedes einzelnen Unternehmens und (2) zum 31.12.2020. Die Ergänzungen erfolgten durch eigene Recherchen auf den Unternehmensseiten im Netz (veröffentlichte Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat sowie Lebensläufe der Gremienmitglieder) sowie auf Basis der Angaben in den jeweiligen Geschäftsberichten (insbesondere Informationen zur Struktur und zu den Mitgliedern in den Ausschüssen der Aufsichtsräte).

Waren Daten zu bestimmten Diversitätsmerkmalen von Aufsichtsratsmitgliedern oder Vorstandsmitgliedern nicht verfügbar, so wurden diese Merkmale bei der Analyse nicht berücksichtigt. Gab es beispielsweise bei einem Aufsichtsratsmitglied Daten zum Alter, jedoch nicht zur Ausbildung, so wurde diese Person bei der Dimension Alter berücksichtigt und bei der Analyse der Ausbildungen aus der Grundgesamtheit entfernt. Unvollständige Daten gab es häufiger bei Arbeitnehmervertreter*innen. Diese werden nicht auf Hauptversammlungen gewählt.

Prozent der Gesamtheit) gelistet, die einen Frauenanteil im Aufsichtsrat aufweisen, der unter 30 Prozent liegt (siehe Grafik 5).

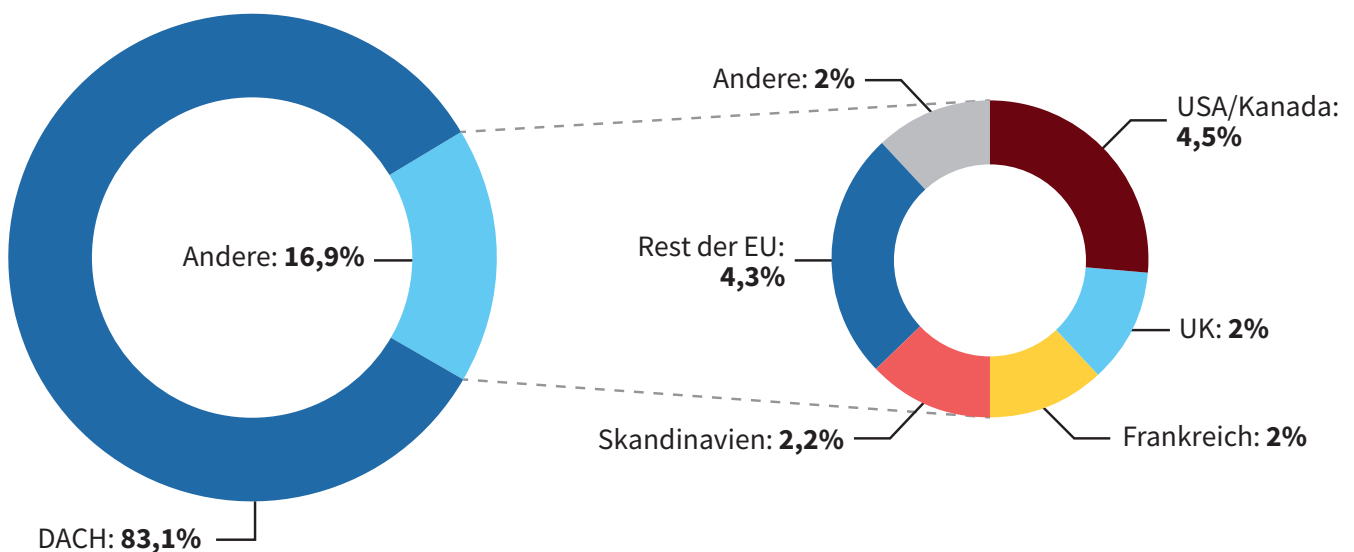
Beim Aspekt Internationalität fällt auf, wie viele Aufsichtsräte nur mit Personen aus der DACH-Region besetzt sind: Ganze 28 Unternehmen im DAX® und MDAX® sind bezüglich der Herkunft ihrer Aufsichtsratsmitglieder komplett homogen zusammengesetzt (Grafik 6). Unter diesen Unternehmen finden sich zahlreiche international agierende Unternehmen mit einer weltweiten Kundschaft (u.a. Fuchs, Cancom, Knorr-Bremse

Beim Aspekt Internationalität fällt auf, wie viele Aufsichtsräte nur mit Personen aus der DACH-Region besetzt sind.

oder auch HeidelbergCement). Auffällig ist zudem, dass in den deutschen Aufsichtsräten so gut wie keine Personen – und damit auch keine Perspektiven – aus Ländern des globalen Südens vertreten sind. Auch beim Ausbildungshintergrund der Aufsichtsratsmitglieder trifft

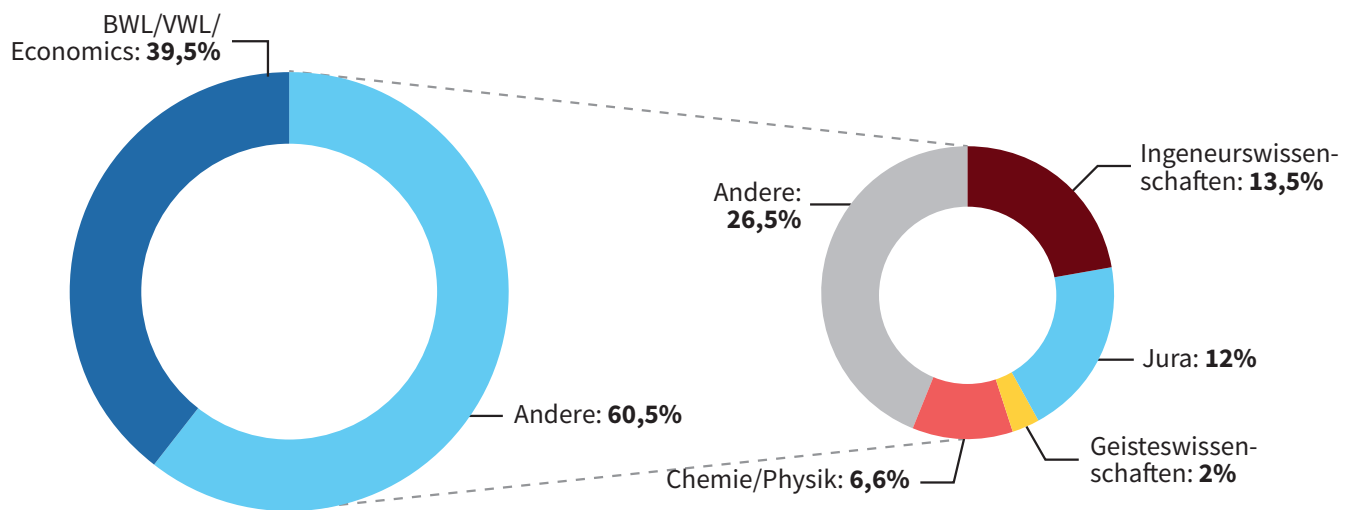
GRAFIK 6

Diversitätsdimension Internationalität der Aufsichtsratsmitglieder in DAX® und MDAX®



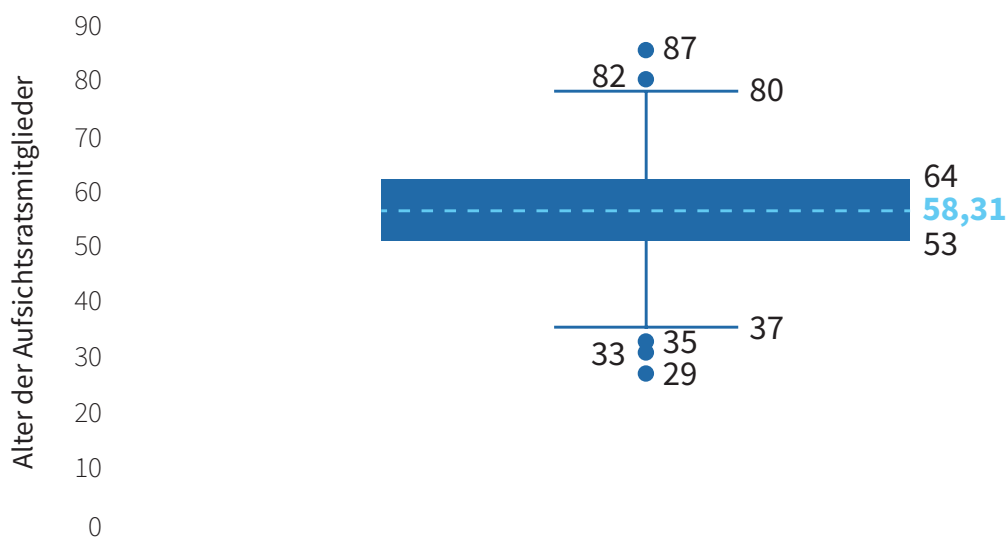
GRAFIK 7

Diversitätsdimension Ausbildung der Aufsichtsratsmitglieder in DAX® und MDAX®



GRAFIK 8

Diversitätsdimension Alter der Aufsichtsratsmitglieder in DAX® und MDAX®



man in Deutschland teilweise noch auf sehr homogene Gremien (Grafik 7).²⁵ Die Aufsichtsräte von Cancom und HelloFresh haben beispielsweise alle eine wirtschaftswissenschaftliche Ausbildung und sind damit sehr homogen. Der Altersdurchschnitt deutscher Aufsichtsratsmitglieder des Unternehmensscopes liegt bei etwas über 58 Jahren

(Grafik 8).²⁶ Auffallend ist eine breite Streuung des Altersdurchschnitts: so hat das Unternehmen Nemetschek ein sehr hohes Durchschnittsalter von über 71 Jahren, während die Aufsichtsräte von Zalando und Delivery Hero mit einem Durchschnittsalter von 46 respektive 43 Jahren zu den jüngsten zählen.

²⁵ Bei den Ausbildungen war die Datenlage schlechter als bei den Nationalitäten und es konnten nur für 1060 Aufsichtsratsmitglieder Informationen zur Ausbildung erfasst werden. Zur Auswertung des Ausbildungshintergrunds wurde jeweils der höchste Bildungsabschluss betrachtet. Einige Studiengänge wurden in übergeordneten Kategorien zusammengefasst, beispielsweise VWL, BWL und Wirtschaftsinformatik zu Wirtschaftswissenschaften.

²⁶ Das Alter bzw. Geburtsdatum konnte bei 62 Personen nicht ermittelt werden.

Vorstände

Bei etwas mehr als einem Viertel (27 Prozent) der DAX®-Unternehmen waren die Vorstände Ende 2020 rein männlich besetzt.²⁷ Bei den MDAX®-Unternehmen waren die Vorstände zu 60 Prozent „all male“ (Grafiken 9 und 10). Dieser in Summe mit 48 Prozent hohe Anteil von rein mit Männern besetzten Vorständen ist besonders hervorzuheben, weil diese in anderen westlichen Industrieländern nur noch die Ausnahme sind.

Der durchschnittliche Frauenanteil in deutschen Vorständen lag Ende 2020 bei nur 12,6 Prozent (und im DAX® mit 14,4 Prozent etwas höher als im MDAX® mit 11 Prozent). Ferner zeigt sich, dass ein hoher Frauenanteil im Aufsichtsrat bisher nicht zwingend zu mehr Frauen im Vorstand führt. Auffallend ist beispielsweise, dass bei HeidelbergCement und bei Infineon der Aufsichtsrat jeweils zu mehr als 40 Prozent mit Frauen besetzt ist, während beide Vorstände keine einzige Frau aufweisen.

Insbesondere beim europäischen Vergleich (Grafik 11, nächste Seite) wird deutlich, wie abgeschlagen Deutschland in puncto Frauenanteil unter Mitgliedern mit Exekutivfunktion in Unternehmen (in Deutschland die Vorstandsmitglieder) hinter den Entwicklungen zurückliegt. Mit einem Platz auf den letzten Rängen rangiert Deutschland nicht nur unterhalb des EU-Durchschnitts, sondern auch weit hinter anderen westlichen Industrienationen wie Frankreich, Schweden oder Großbritannien. Angesichts der Tatsache, dass das Ausbildungsniveau deutscher Frauen im europäischen Vergleich eines der höchsten ist, geht hier enormes Potential verloren. Auch bezüglich der Ausbildungshintergründe einzelner Mit-

glieder sind einige Vorstände in Deutschland nach wie vor sehr homogen. In insgesamt sechs deutschen Konzernen aus dem Unternehmensscope gibt es Vorstände mit rein wirtschaftswissenschaftlicher Ausbildung (Adidas, Bayer, Henkel, Aareal Bank, Hella, HelloFresh und Scout24). Betrachtet man die Diversitätsdimensionen in beiden Gremien (also Vorständen und Aufsichtsräten), zeigt sich, dass die Führungsspitzen international agierender deutscher Konzerne weniger divers sind, als es der Anteil der wachsenden Konzernumsätze aus dem Ausland erwarten lassen würde.²⁸

Die Führungsspitzen international agierender deutscher Konzerne sind weniger divers als es der Anteil der wachsenden Konzernumsätze aus dem Ausland erwarten lassen würde.

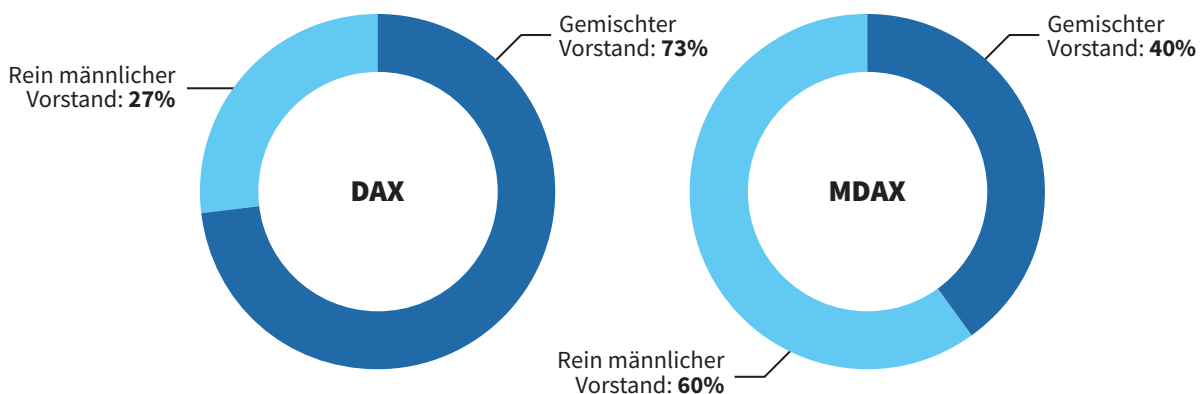
Auch wenn zur Beleuchtung der Diversität in deutschen Gremien hier mehrere Vielfaltsdimensionen dargestellt sind und auch viele ausländische Investoren in ihrer Einflussnahme auf unterschiedliche Diversitätskategorien abzielen, ist die deutsche Debatte bisher weitestgehend auf die Geschlechteranteile in Aufsichts- und Vorstandsgremien verengt. Damit bleibt Deutschland hinter internationalen Debatten zurück und läuft Gefahr, die Potenziale von tatsächlicher Diversität zu verkennen oder diese nicht vollständig auszuschöpfen.

²⁷ Unter Berücksichtigung der bereits bis Ende Februar 2021 veröffentlichten Informationen, wird der Anteil der „all-male boards“ im DAX® zu Beginn des Jahres 2021 auf unter sieben Prozent, d.h. auf vier Unternehmen sinken.

²⁸ Datenbasis: Zusammensetzung von Vorständen und Aufsichtsräten zum 31.12.2020 sowie Anteil der Auslandsumsätze an den Gesamtumsätzen im Jahr 2020 gemäß Angaben in den Geschäftsberichten.

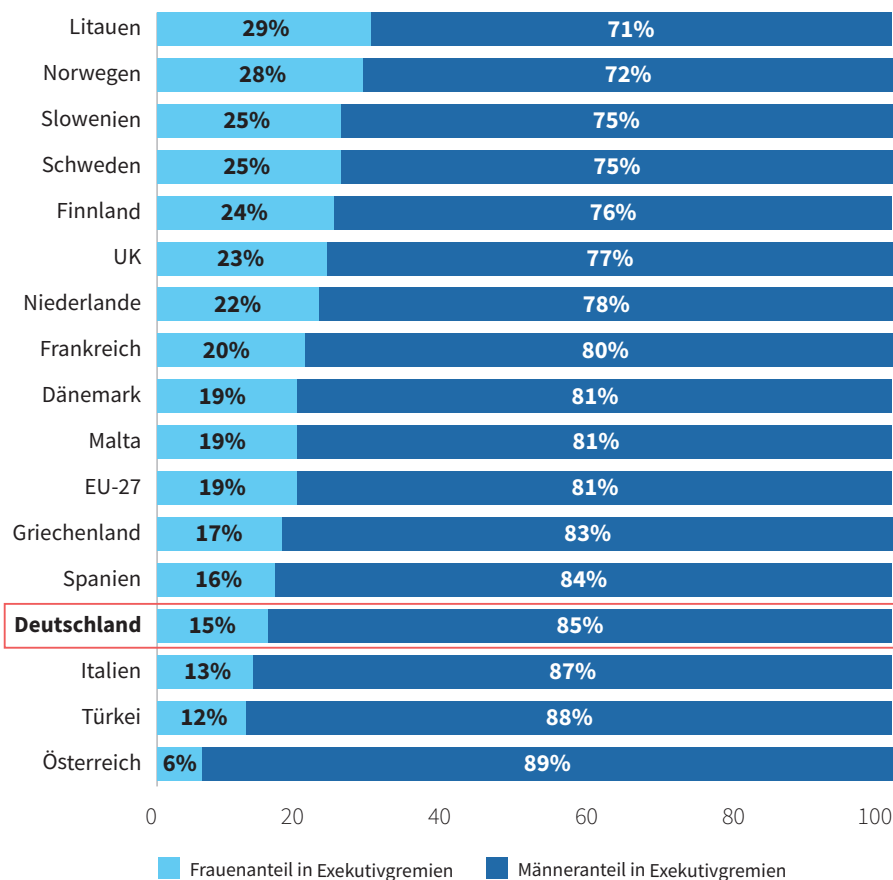
GRAFIKEN 9 & 10

Diversitätsdimension Geschlecht im Vorstand: Anteil der rein männlich besetzten Vorstandsgremien in DAX® und MDAX®



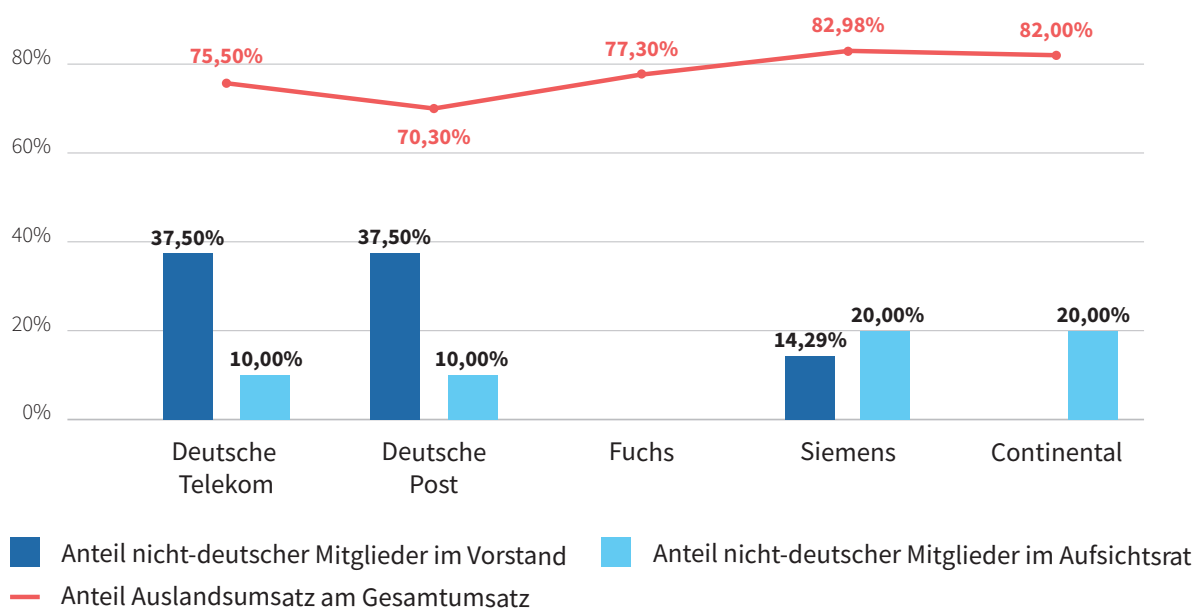
GRAFIK 11

Frauenanteil unter Mitgliedern mit Exekutivfunktion in den höchsten Entscheidungsgremien der größten börsennotierten Unternehmen in Europa im Jahr 2020 (nach DIW Wochenbericht 3/2021)



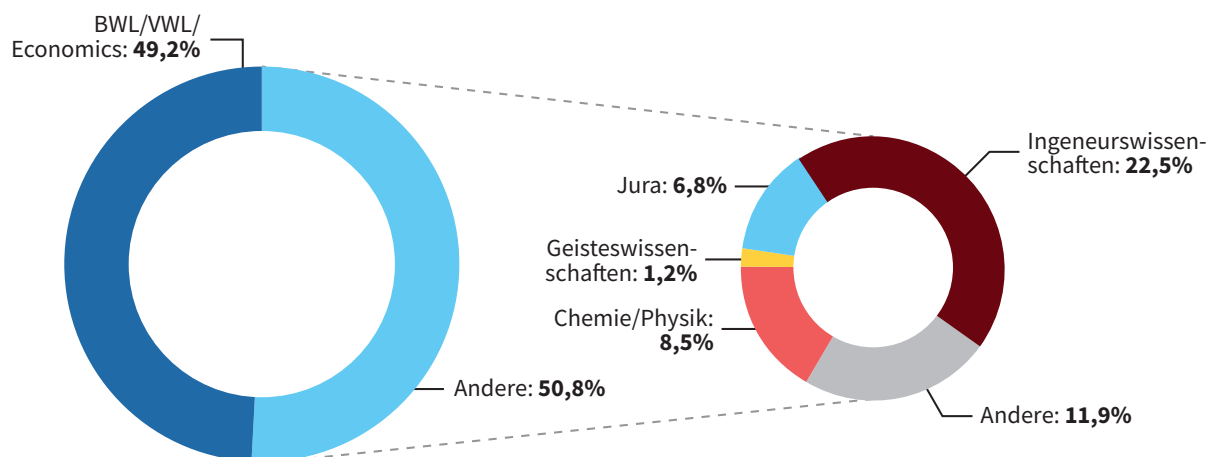
GRAFIK 12

Diversitätsdimension Internationalität in Vorständen und Aufsichtsräten im Vergleich zum Anteil der Auslandsumsätze am Gesamtumsatz (anhand ausgewählter Beispiele)



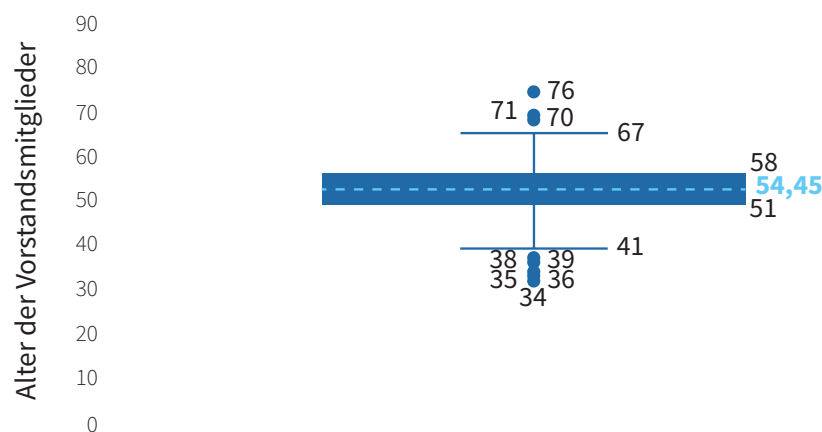
GRAFIK 13

Diversitätsdimension Ausbildung der Vorstandsmitglieder in DAX® und MDAX®



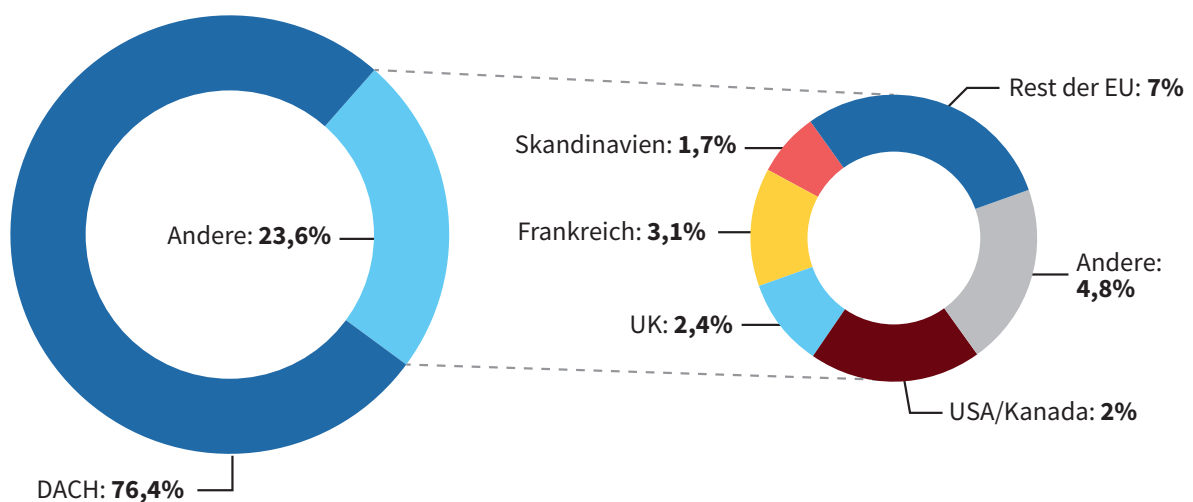
GRAFIK 14

Diversitätsdimension Alter der Vorstandsmitglieder in DAX® und MDAX®



GRAFIK 15

Diversitätsdimension Internationalität der Vorstandsmitglieder in DAX® und MDAX®



4. Analyse der Anlagerichtlinien und des Stimmverhaltens

Die Hälfte der Top 30-Investoren knüpft ihre Beteiligung laut eigenen Anlagerichtlinien an eine diverse Zusammensetzung der Boards und insbesondere an die Dimension Geschlechterdiversität. Allerdings berücksichtigt dabei kaum ein Investor die im deutschen dualistischen System bestehende Unterscheidung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand.

Insgesamt ist der Ambitionsgrad der Investoren (noch) gering. Die von ihnen definierten Zielvorstellungen liegen häufig unter der gesetzlichen Frauenquote von 30 Prozent für Aufsichtsräte. Ihre Einflussmöglichkeiten zur Erhöhung der Geschlechterdiversität in deutschen Unternehmen nutzen die Investoren nur begrenzt. Bei einer Mehrheit der Entscheidungen (52 Prozent) stimmen die Investoren auf den Hauptversammlungen entgegen ihrer eigenen Diversitätsanforderungen oder lassen ihre Stimmrechte ungenutzt.

Welchen Stellenwert hat Diversität bei den Top 30 der institutionellen Investoren? Welche Anforderungen stellen sie an ihre Portfoliogesellschaften und inwiefern üben sie Einfluss auf diese aus? In der Regel geben sich große Investoren Anlagerichtlinien, welche die Grundsätze darstellen, nach denen sie Anlage- oder Stimmrechtsentscheidungen treffen (auch „voting guidelines“ oder „voting principles“ genannt). Diese Anlagerichtlinien dienen der Transparenz sowohl für Anleger*innen als auch gegenüber den Portfoliogesellschaften. Auf Basis dieser Richtlinien können insbesondere auch Fondsanleger*innen entscheiden, mit welchen Werteschwerpunkten sie ihr Geld (beispielsweise für die private Altersvorsorge) investieren wollen. Unternehmen wiederum geben

die Richtlinien eine Orientierung, welche Anforderungen der jeweilige Investor an potenzielle Portfoliounternehmen stellt. Darunter fallen Fragen wie: Wie divers sollte der Aufsichtsrat besetzt sein? Welche Offenlegungen zur Diversitätsstrategie sind gewünscht? Was sind Mindestanforderungen bei der Ausgestaltung von Besetzungsprozessen? Die Ausübung ihrer Stimmrechte auf den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften fußen bei Investoren ebenfalls auf den eigenen Anlagerichtlinien sowie auch auf Empfehlungen von externen Dienstleistern, sogenannten Stimmrechtsberatern („proxy advisors“). Die Empfehlungen der Stimmrechtsberater sind nicht bindend, werden von Investoren in ihrem Abstimmungsverhalten aber häufig übernommen.

METHODIK

Für die Top 30 der einflussreichsten institutionellen Investoren im DAX® und MDAX® wurden die (Proxy) Voting Guidelines für das Jahr 2020 von der Datenbank Proxy Insights abgerufen und hinsichtlich der Anforderungen und relevanten Designaspekte für Diversität analysiert. Da Stimmrechtsberater einen erheblichen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten vieler Investoren haben, wurden in der Analyse zudem die Richtlinien der beiden weltweit einflussreichsten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis untersucht. Ergänzend wurden die Beteiligungshinweise großer staatlicher Ankerinvestoren von den Internetseiten der jeweiligen Bundesländer oder Ministerien heruntergeladen und analysiert. Ein Großteil der Investoren hat globale Abstimmungsrichtlinien. Wo möglich wurden für die Analyse die jeweils regional spezifischsten Richtlinien für den deutschen Markt betrachtet, also beispielsweise BlackRocks Richtlinien für Deutschland, Baillie Giffords Richtlinien für Europa oder JPMorgans Richtlinien für den Raum EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika).

BEWERTUNGSDIMENSIONEN UND RANKING

Für die Analyse der Anlagerichtlinien wurden fünf Kriterien angelegt, die das Diversitätsverständnis der Investoren bzw. der Stimmrechtsberater sowie deren Erwartungen an die Emittenten hinsichtlich Diversität weiter ausdifferenzieren. Anhand dieser Kriterien wurde überprüft, ob und in welchem Umfang relevante Designaspekte zu Diversität in den Richtlinien explizit thematisiert werden.

1. **Verständnis von „Board Diversity“:** Wie wird Diversität definiert? Werden für die Zusammensetzung der Aufsichtsräte verschiedene Diversitätskategorien (z.B. Geschlecht, Herkunft, Ethnizität, Alter oder Skillset) überprüft oder gibt es nur ein eindimensionales Verständnis (z.B. nur „gender diversity“)? Oder bleibt „divers“ insgesamt eine unspezifische Worthülse?
2. **(Quantitative) Anforderungen:** Welche Erwartungen werden an Unternehmen hinsichtlich des Frauenanteils oder zu Diversität allgemein formuliert (z.B. ein Mindestanteil von 30 Prozent Frauen im „Board“)? Droht der Investor mit einer Gegenstimme zu Besetzungsvorschläge, wenn die Gremien weiterhin „all male“ oder anderweitig zu homogen sind?
3. **Diversitätsstrategie:** Welche Anforderungen zur Offenlegung einer Diversitätsstrategie und zur Formulierung von konkreten Maßnahmen für die Zielerreichung werden eingefordert?
4. **Nominierungsprozess:** Welche Anforderungen an transparente und strukturierte Auswahl- und Besetzungsprozesse für Gremienmitglieder werden ein-

gefordert (z.B. die Offenlegung des Kompetenz- und Anforderungsprofils, Nachfolgeplanung, zu beteiligende Gremienmitglieder oder Personalberatungen)?

5. **Ganzheitliches Diversitätsverständnis für die gesamte Organisation:** Zielt Diversität über die Top-Ebene hinaus auch auf die Zusammensetzung der Belegschaft insgesamt ab, beispielsweise durch eine inklusive Kultur, den Aufbau einer diversen Pipeline, Antidiskriminierungsmaßnahmen, etc.?

Für diese Kriterien wurde eine Skala (A bis D) zur Bewertung der Investorenanforderungen festgelegt. Zur besseren Illustration der Analyse sind in Tabelle 2 beispielhafte Anwendungsfälle dargestellt.

METHODIK

Die Analyse der Anlagerichtlinien erfolgte in mehreren Schritten. Nach einer Sichtung aller Richtlinien wurden die fünf Bewertungskriterien entwickelt, um die unterschiedlichen Designaspekte von Diversität ausdifferenzieren. Zur Bewertung des Reifegrads der Richtlinien wurde eine vierstufige Skala (A bis D) angelegt, nach derer drei Autor*innen dieser Studie unabhängig voneinander eine Bewertung vornahmen. Anschließend wurden alle abweichenden Bewertungen gemeinsam diskutiert und beurteilt. Aus der Bewertung der einzelnen Kriterien wurde die durchschnittliche Gesamtbewertung errechnet und die Ergebnisse in ein Ranking überführt (siehe Tabelle 3).

Tabelle 2: Raster zur Bewertung der Anlagerichtlinien (inkl. Beispiele zur Illustration)

A	• Mind. drei Diversitätsdimensionen erwähnt • Eindeutige Positionierung zu Diversität („will vote against“) • Diversitätsstrategie und Offenlegung spezifischer Maßnahmen wird eingefordert • Darstellung eines strukturierten und transparenten Nominierungsprozesses eingefordert • Diversität als Ziel für alle Beschäftigten wird erwartet (einschließlich Monitoring und/oder Formulierung interner Grundsätze)	„Boards should aim for a diversity of perspectives and experience, including professional experience, gender, psychological type, ethnicity, [...] national, cultural and social background that would add value to board and management deliberations and decision-making. Allianz believes that a healthy gender balance can positively influence group dynamics, leading to better decision-making. For this reason, they encourage all boards and management teams to strive for at least 30% representation of each gender. They also expect to see national and ethnic diversity that appropriately reflects the geographic footprint and employee/customer base of the business, as well as other diversity attributes at board level that can improve its effectiveness. Allianz welcome disclosure of specific diversity targets set by the board and reporting on performance against these targets.” (AGI 2020)
---	--	---

A		„At a large- or mid-cap company in developed markets, Norges will not support the re-election of the chair of the nomination committee if the board does not include members of both genders.” (Norges 2020) „BlackRock believes that directors should be appointed through a formal, rigorous and transparent process that considers the current composition of the board, skills gaps and succession planning. The [...] process should identify candidates based on merit and against objective criteria taking into consideration diversity on the board including, but not limited to, gender diversity.” (BlackRock EMEA 2020) „SSGA ask that [...] companies provide specific communications to shareholders in these key areas: 1. Strategy: Articulate what role diversity plays in the firm’s broader human capital management practices and long-term strategy; 2. Goals: Describe what diversity goals exist, how these goals contribute to the firm’s overall strategy, and how these goals are managed and progressing; 3. Metrics: Provide measures of the diversity of the firm’s global employee base and board.” (State Street Global Advisors Europe 2020)
B	• Mind. zwei Diversitätsdimensionen erwähnt • Offene Positionierung („may vote”/ „case-by-case decision”) • Diversitätsstrategie wird erwähnt, jedoch weniger konkret • Nominierungsprozess wird erwähnt, aber weniger konkret bzw. nur einzelne Aspekte (z.B. „Transparenz” oder „Kompetenzprofil”) • Diversität zielt auf gesamte Belegschaft ab, aber weicher formuliert („should”) und nicht zusätzlich um Monitoring-Forderungen o.ä. ergänzt	„The board should reflect a diversity of background and experience. [...] The firm [...] will consider withholding or voting against some or all directors [...] when there is insufficient diversity on the board and the company has not demonstrated its commitment to adding diverse candidates.” (TIAA-CREF 2020) „The Supervisory Board should set specific goals for its composition and develop a competence profile for the entire committee.” (DEKA 2020) „UBS encourages companies to develop a policy and implementation plan to increase female representation at board level, in senior positions and in the workforce more generally.” (UBS 2020)
C	• Nur eine Diversitätsdimension erwähnt bzw. keine Spezifizierung • Unspezifische Formulierungen oder reduzierte Angaben zur Strategie, zum Nominierungsprozess oder zur Relevanz für die gesamte Belegschaft	„Franklin Templeton supports an independent, diverse board of directors.” (Franklin Templeton Investments) „Deutsche would like their investees to provide them with as much transparency as possible.” (DWS) „Resolutions on proposed new board members should be accompanied with a biography and information on the experience and qualities that the candidate would bring to the board.” (Lyxor)
D	• Keine Angaben zu Diversität	

Nahezu jeder Investor hat individuelle Vorstellungen über den Stellenwert und den geforderten Umsetzungsstand von Diversität. Die Bewertung aller Richtlinien nach den oben genannten Kriterien ergibt somit ein differenziertes Bild. In vielen Fällen sind die Abstimmungsrichtlinien recht undetailliert und daher für die Emittenten wenig handlungsleitend.

Tabelle 3a: Ranking der Top-30-Investoren gemäß des angelegten Bewertungsrasters

INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-DIMENSIONEN	POSITIONIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESS	GANZHEITLICHER ANSATZ
JPMorgan	A	A	A	A	A	A
Schroders Investment	A	A	A	B	A	A
Allianz Global Investors (AGI)	A	A	A	A	B	B
State Street Global Advisors Europe	A	B	B	A	A	A
Fidelity International	B	A	B	A	D	A
Baillie Gifford Europe	B	A	D	B	B	A
DWS	B	A	B	B	C	B
Vanguard	B	A	D	B	B	B
BlackRock	B	A	B	D	A	D
DEKA	B	A	B	D	B	D
Norges	B	B	A	D	B	D
UBS	B	B	A	B	D	A
FMR LLC	C	A	D	D	B	B
MFS Investment Management Inc.	C	B	A	D	D	C
TIAA-CREF	C	C	B	D	D	A
T. Rowe Price EMEA	C	A	A	D	D	D
Union Invest	C	A	B	D	D	D
Lyxor (Société Generale SA)	C	A	D	D	C	D
Amundi	C	C	D	D	B	C
BNP Paribas	C	C	B	D	D	D
Dimensional Fund Advisors Global	C	B	D	D	D	D
Artisan Partners	D	C	D	D	D	D
Capital Group	D	D	D	D	D	C
Flossbach von Storch	D	D	D	D	C	D

INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-DIMENSIONEN	POSITIONIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESS	GANZHEITLICHER ANSATZ
Franklin Templeton Investments	D	C	D	D	D	D
Stichting Pensioens-fond	D	C	D	D	D	D
Ameriprise	D	D	D	D	D	D
Credit Suisse	D	D	D	D	D	D
Invesco	D	D	D	D	D	D
MetLife	D	D	D	D	D	D
DURCHSCHNITT	C (2,7)	B (2,1)	C (2,7)	C (3,2)	C (3,0)	C (2,9)

Tabelle 3b: Ranking der zwei größten Stimmrechtsberater gemäß des angelegten Bewertungsrasters

PROXY ADVISOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-DIMENSIONEN	POSITIONIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESS	GANZHEITLICHER ANSATZ
Glass Lewis	B	B	B	A	B	A
ISS	C	B	B	D	D	D
DURCHSCHNITT	C (2,5)	B (2,0)	C (2,0)	C (2,5)	C (3,0)	C (2,5)

Tabelle 4: Bewertung der Beteiligungshinweise ausgewählter staatlicher Investoren

STAATLICHER INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-DIMENSIONEN	POSITIONIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESS	GANZHEITLICHER ANSATZ
Bund (im Fall von Minderheitsbeteiligung an börsennotierten Unternehmen)*	C	C	C	D	B	D
Bund (im Fall von Minderheitsbeteiligungen an nicht-börsennotierten Unternehmen)	B	C	B	A	C	A
Hessen	C	C	B	D	C	C
Niedersachsen	C	C	A	D	C	C

* Dies betrifft die Unternehmen, die in den Unternehmensscope dieser Studie fallen (DAX® und MDAX®).

In den Anlagerichtlinien von fast einem Drittel der Top 30 der institutionellen Investoren spielt eine diverse Zusammensetzung der Boards überhaupt keine Rolle (Gesamtbewertung D). Jedoch knüpfen gleichzeitig 15 (und damit die Hälfte) der Top 30 ihre Beteiligung gemäß Richtlinie an eine diverse Zusammensetzung der Boards (Gesamtbewertung der Positionierung mit A oder B). JPMorgan führt das Ranking der Top 30 an, weil dieser Investor für alle Designaspekte zum Thema Diversität klare Anforderungen formuliert.

Die Hälfte der Top-30-Investoren knüpfen ihre Beteiligung gemäß Anlagerichtlinien an eine diverse Zusammensetzung der Boards.

Insgesamt vier Investoren erreichen in der Gesamtbewertung die höchstmögliche Bewertung. Auffällig ist dabei, dass diese vier Investoren in ihren eigenen Führungsreihen einen überdurchschnittlich hohen Frauenanteil haben. Es liegt nahe, dass dieser hohe Frauenanteil mit der besten Bewertung im vorgelegten Ranking korreliert.

Tabelle 5: Frauenanteil in Exekutivgremien von Investoren mit A-bewerteter Anlagerichtlinie

INVESTOREN MIT A-BEWERTUNG	FRAUENANTEIL IM EXECUTIVE BOARD BZW. IM VORSTAND
Allianz Global Investors (AGI)	40%
JPMorgan	36%
Schroders Investment	45%
State Street Global Advisors Europe	36%

Bei den 15 Investoren, die ihre Beteiligung an eine diverse Zusammensetzung der Boards knüpfen, liegt der Fokus

überwiegend auf der Dimension Geschlecht. Für „gender diversity“ werden in zehn Fällen konkrete Zielwerte formuliert, die jedoch stark variieren (siehe Tabelle 6) und in der Praxis in größeren Aufsichtsräten zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen würden. In einem 20-köpfigen Aufsichtsrat würde eine 30-Prozent-Forderung einer Gesamtzahl von sechs Frauen entsprechen. Wird unabhängig von der Größe des Aufsichtsrats nur eine Frau gefordert, läge der Frauenanteil bei einem 20-köpfigen Aufsichtsrat bei nur fünf Prozent. Fünf der Top-30-Investoren fordern Diversität im Board ein, ohne genaue Zielwerte zu nennen. Das könnte seitens der Emittenten zu Unklarheit hinsichtlich der genauen Erwartungen führen.

Unabhängig von den Zielwerten beabsichtigen acht Investoren (oder 27 Prozent der Top 30 der institutionellen Investoren) eine einzelfallbezogene Ausübung ihres Stimmrechts („case by case“), das bedeutet sie positionieren sich nicht eindeutig. Letztlich haben sich mit den beiden Investoren AGI und JPMorgan also nur sieben Prozent der Top 30 eindeutig zu einem Anteil von 30 Prozent Frauen in Aufsichtsräten positioniert.

Bei der Analyse der Anlagerichtlinien fällt zudem auf, dass die Besonderheiten der deutschen Corporate Governance-Struktur so gut wie keine Berücksichtigung finden. Selbst in regional spezifizierten Richtlinien für Deutschland, Europa oder EMEA wird fast ausnahmslos nicht zwischen Anforderungen an den Aufsichtsrat und Anforderungen an den Unternehmensvorstand differen-

Bei der Analyse der Anlagerichtlinien fällt auf, dass die Besonderheiten der deutschen Corporate Governance-Struktur so gut wie keine Berücksichtigung finden.

Tabelle 6: Varianzen in den Anforderungen an Diversität in den Anlagerichtlinien für 2020

ANFORDERUNG	 EINDEUTIGE POSITIONIERUNG („WILL VOTE AGAINST“)	 EINZELFALLBEZOGENE ENTSCHEIDUNG („CASE BY CASE“)
30% Frauenanteil	AGI JPMorgan	DEKA BNP Paribas Union Invest
15% Frauenanteil	MFS	
Mind. 2 Frauen		BlackRock
Mind. 1 Frau	Norges UBS	State Street Global Advisors
Kein quantitativer Zielwert, sondern nur „gender diversity“ als allgemeines Ziel	Schroders T.Rowe	DWS TIAA Fidelity

Der Ambitionsgrad, den die Top 30 bezüglich der Frauenanteile in den Aufsichtsräten ihrer (potenziellen) Emittenten an den Tag legen, ist eher gering.

ziert. Da in der Regel allgemein von „Board“ gesprochen wird, bleibt unklar, ob die oben genannten Anforderungen der Investoren für eine diverse Zusammensetzung der Top-Gremien nur für den jeweiligen Aufsichtsrat gelten, oder aber für Aufsichtsräte *und* Vorstände. Unter den Top 30 der institutionellen Investoren sind es nur die DEKA und die Union Invest, die sich mit ihrer Forderung nach 30 Prozent Frauenanteil explizit auf den Aufsichtsrat und nicht auf den Vorstand beziehen. Zielen die Investoren mit ihren Richtlinien speziell auf die Aufsichtsräte ab, läge ein Großteil der in den Anlagerichtlinien formulierten Anforderungen sogar unter der gesetzlich vorgegebenen Frauenquote von 30 Prozent in Aufsichtsräten. Diese ist zwar nicht für alle im DAX® und MDAX® gelisteten Unternehmen gültig, betrifft aber einen überwiegenden Anteil dieser Unternehmen. Ebenfalls scheint die Frauenquote von 30 Prozent eine Art Deckel zu sein. Kein Investor geht in den eigenen Anforderungen darüber hinaus. Der Ambitionsgrad, den die Top 30 der institutionellen Investoren bezüglich der Frauenanteile in den Aufsichtsräten ihrer (potenziellen) Portfoliogesellschaften an den Tag legen, ist demnach also eher gering.

Diversitätsanforderungen der Stimmrechtsberater

Die Analyse der Anlagerichtlinien der beiden großen Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis ergibt ein gemischtes Bild. Während Glass Lewis im Vergleich zu den Durchschnittsbewertungen der Top 30 der institutionellen Investoren gut abschneidet und klare Anforderungen formuliert, liegt der weltweit einflussreichste Stimmrechtsberater ISS aufgrund der wenigen Aussagen, die das Unternehmen zum Thema macht, im hinteren Bereich. Unter Diversität versteht ISS nur Geschlechterdiversität. Ohne eigene Positionierung verweist ISS stattdessen auf die gesetzlichen Vorgaben der jeweiligen Länder oder die

Der geringe Stellenwert, den das Thema Diversität bei ISS einnimmt, wird sich vermutlich auch im Stimmverhalten der Anleger widerspiegeln, die sich nach den ISS-Empfehlungen richten.

jeweiligen „etablierten Praktiken in der Branche“. Auch wenn die Top-30-Investoren ihre eigenen Richtlinien formulieren und unabhängig von den Empfehlungen der Proxy Advisor entscheiden, ist der Einfluss der Stimmrechtsberater für den gesamten DAX® und MDAX® nicht zu unterschätzen. Der geringe Stellenwert, den das Thema Diversität bei ISS einnimmt, wird sich vermutlich auch im Stimmverhalten der Anleger widerspiegeln, die sich nach den ISS-Empfehlungen richten. Umgekehrt könnten die Stimmrechtsberater zu einem bedeutenden Multiplikator für Anstrengungen hin zu mehr Diversität in den deutschen Führungsriege werden.

Diversitätsanforderungen der staatlichen Investoren

Für den Bund und seine Beteiligungsunternehmen gelten die Grundsätze guter Unternehmens- und aktiver Beteiligungsführung im Bereich des Bundes, die aus zwei Teilen bestehen: (1) dem Public Corporate Governance Kodex (PCGK) des Bundes und (2) den Richtlinien für eine aktive Beteiligungsführung bei Unternehmen mit Bundesbeteiligung. Im PCGK sind zahlreiche, über die gesetzlichen Mindeststandards hinausgehende diversitätsbezogene Vorgaben enthalten – allerdings gilt der Kodex generell *nicht* für börsennotierten Beteiligungsgesellschaften des Bundes.

Die Richtlinien für die aktive Beteiligungsführung des Bundes hingegen gelten auch für börsennotierte Beteiligungsgesellschaften und grundsätzlich auch für Minderheitsbeteiligungen des Bundes. Sie zielen hinsichtlich der Vorgaben für die Berücksichtigung von Diversitätsaspekten bei der Besetzung der Vorstände und Aufsichtsräte in Beteiligungsunternehmen des Bundes primär auf Geschlechterdiversität ab und gehen nicht oder allenfalls unwesentlich über die gesetzlichen Mindeststandards hinaus.

Damit sind die Beteiligungsrichtlinien für börsennotierte Unternehmen (Unternehmensscope dieser Studie) anhand des hier angelegten Bewertungsrasters lediglich als unterdurchschnittlich bzw. mit einem C zu bewerten. Die Bewertung der Richtlinien für Mehrheitsbeteiligungen des Bundes an nicht-börsennotierten Unternehmen ist hingegen signifikant besser.

Die Beteiligungsrichtlinien der hier dargestellten Länder enthalten nur wenige Diversitätsaspekte. So werden die Unternehmen angehalten, die Landesgleichstellungsgesetze zu berücksichtigen bzw. das Gesetz für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst (FüPoG) umzusetzen. Diversität bezieht sich in diesem Kontext insgesamt nur auf Geschlechterdiversität. Diversitätskonzepte und strukturierte Nominierungsprozesse unter Berücksichtigung von Diversitätsaspekten werden von den Beteiligungsunternehmen nicht eingefordert.

STIMMVERHALTEN DER INVESTOREN IN DER HAUPTVERSAMMLUNGS- SAISON 2020

Inwiefern fanden die oben analysierten Anlagerichtlinien Eingang in das Abstimmungsverhalten der Investoren? Nutzen die Top 30 der institutionellen Investoren ihre Stimmrechte, um Druck auf Unternehmen mit zu homogenen Gremien auszuüben? Um diese Fragen zu beantworten, wurden die in der Hauptversammlungssaison 2020 durchgeführten Aufsichtsratswahlen der Firmen im Unternehmensscope analysiert, bei denen die Top-30-Investoren mit ihren Stimmrechten Einfluss nehmen konnten.

Bestellungen von Kandidat*innen

Im Jahr 2020 gab es insgesamt 174 einzelne (Wieder-) Wahlen von Aufsichtsratskandidat*innen, verteilt auf 53 Unternehmen aus dem DAX® und MDAX®. Zur Eingrenzung einer detaillierten Analyse des Stimmverhaltens wurden die 16 Unternehmen betrachtet, die sowohl vor als auch nach den Wahlen 2020 immer noch einen Frauenanteil von unter 30 Prozent im Aufsichtsrat hatten. Bei diesen 16 Unternehmen standen insgesamt 33 Personen zur (Wieder-)Wahl. Betrachtet man die 15 Investoren, die in ihren Anlagerichtlinien Diversitätsanforderungen formuliert haben (siehe Seiten 25/26), gab es zusammengekommen 442 Stimmen für oder gegen diese 33 Kandidat*innen.²⁹

Untersucht wurde nun, inwiefern das Stimmverhalten der Investoren den jeweils in den Anlagerichtlinien formulierten Diversitätsanforderungen entsprach. Wurden die jeweiligen Forderungen nach mindestens einer Frau (z.B. im Fall von Norges und State Street), nach mindestens zwei Frauen (z.B. bei BlackRock) oder nach mindestens 30 Prozent Frauenanteil in Boards (z.B. bei DEKA, AGI und BNP Paribas) bei der Stimmabgabe zur (Wieder-) Wahl der jeweiligen Kandidat*innen berücksichtigt?³⁰

Zur Veranschaulichung sei hier als Beispiel die Aufsichtsratswahl bei Scout24 herangezogen. Im sechsköpfigen Aufsichtsrat von Scout24 saß vor der Aufsichtsrats-

wahl in der Hauptversammlung 2020 nur eine Frau. Das entspricht einem Frauenanteil von rund 17 Prozent. Nach den Richtlinien von Norges reicht dies bereits aus, denn das Diversitätskriterium des Investors (mindestens eine Frau) war bereits erfüllt. Die Diversitätsanforderung von BlackRock (mindestens zwei Frauen) war hingegen nicht erfüllt. Danach hätte BlackRock den eigenen Richtlinien nach gegen den männlichen Kandidaten stimmen müssen. Im konkreten Fall Scout 24 galt dies auch für weitere Investoren, die als Mindestanforderung einen Frauenanteil von 30 Prozent formuliert hatten. Wie wurde nun in der Hauptversammlungssaison 2020 entschieden? Immerhin in 48 Prozent der Fälle (oder für 211 Stimmabgaben) votierten die untersuchten Investoren gemäß ihrer eigenen Richtlinien: In den Fällen, in denen die Aufsichtsräte der jeweiligen Unternehmen noch nicht den selbstgesetzten Anforderungen der Investoren entsprachen, stimmten diese für die weiblichen Kandidatinnen bzw. gegen die männlichen Kandidaten.

Gleichzeitig zeigt die Analyse, dass Investoren in der Hauptversammlungssaison 2020 nicht um jeden Preis für eine Frau stimmten, nur um den eigenen Diversitätsanforderungen zu entsprechen. So wurde in sieben Fällen gegen eine Besetzung durch eine Frau gestimmt, weil andere (nicht diversitätsbezogene) Anforderungen nicht erfüllt waren. In fünf dieser Fälle wurde als Begründung die fehlende Unabhängigkeit der Kandidatin herangezogen, in einem weiteren Fall sahen die Investoren die vorherige Tätigkeit der Kandidatin als unzureichend an. In einem Fall wurde keine Begründung angegeben.

Das Stimmverhalten der untersuchten Investoren entsprach in 33

Prozent der Fälle (oder für 144 Stimmabgaben) der abgegebenen Stimmen *nicht* ihren Richtlinien. In diesen Fällen stimmten sie für einen männlichen Kandidaten, obwohl ihre selbstdefinierten Anforderungen an Geschlechterdiversität noch nicht erreicht waren.³¹ In weiteren 20 Prozent der Fälle (87 Stimmabgaben) setzten die Investoren ihre Stimmrechte bei Abstimmungen nicht ein, um ihren Richtlinien Geltung zu verschaffen und damit die Diversität in den jeweiligen Unternehmen positiv zu beeinflussen. Werden diese Fälle (Abkehr von den eigenen Richtlinien sowie ungenutzte Stimmrechte) zusammenaddiert, zeigt sich, dass die untersuchten Investoren ihre

Die untersuchten
Investoren haben ihre
Einflussmöglichkeiten für
mehr Geschlechterdiversität
in Aufsichtsräten in der
Hauptversammlungssaison
2020 zu einem überwiegenden
Teil nicht genutzt.

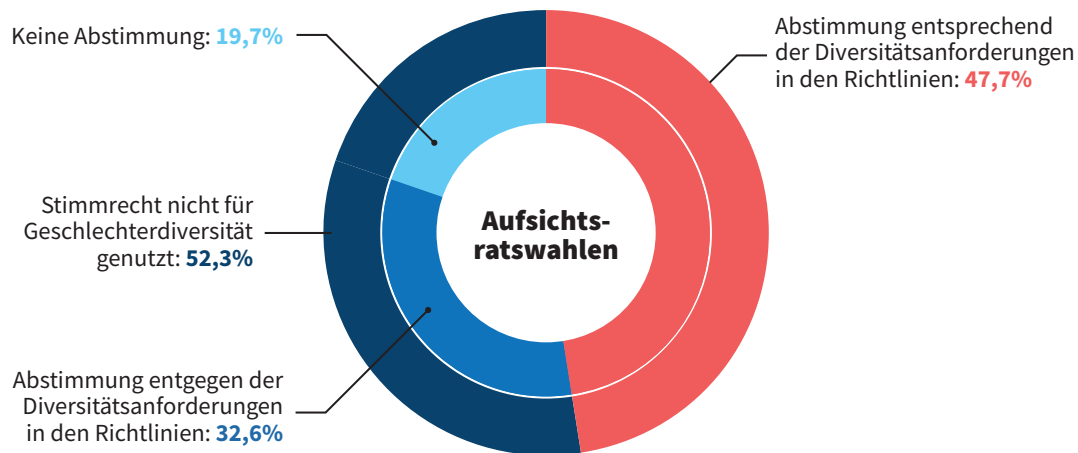
29 Für die Hauptversammlungssaison 2020 verfügten die 15 Investoren über insgesamt 495 Stimmen. Da bei Proxy Insight jedoch keine Daten für Union Investment vorliegen, reduziert sich die Zahl der Investoren auf 14 und die mögliche Stimmenanzahl somit auf 462. Da jedoch nicht jeder der 14 Investoren Anteile an jedem der 16 besagten Unternehmen hält, fällt die relevante Stimmenanzahl noch einmal auf 442 Stimmen.

30 Bei Investoren ohne quantitative Diversitätsanforderungen wurde die Maßgabe 30 Prozent Frauenanteil angesetzt.

31 Dazu zählen auch die Investoren, die gemäß ihrer Richtlinien Einzelfallentscheidungen zu ihren Diversitätsanforderungen treffen („may vote against“).

GRAFIK 16

Für mehr Geschlechterdiversität genutzte Stimmrechte der Top 30 der institutionellen Investoren bei Wahlen von Aufsichtsratskandidat*innen auf den Hauptversammlungen 2020



Einflussmöglichkeiten für mehr Geschlechterdiversität in Aufsichtsräten in 52 Prozent der Fälle (oder für 231 Stimmanteile) der tatsächlichen oder potenziellen Stimmabgaben in der Hauptversammlungssaison 2020 – und damit zu einem überwiegenden Teil – nicht genutzt haben. Hier zeigt sich eine Parallele zu den Ergebnissen des Sustainable Finance-Beirats: „Investoren in Deutschland [...] nutzen ihre Aktionärsrechte und die Möglichkeiten der Einflussnahme auf Unternehmen zu wenig, um sie zu einem nachhaltigeren Wirtschaften im Sinne der großen Transformation zu bewegen“.³²

Die größte Kongruenz zwischen den in den Anlagerichtlinien formulierten Anforderungen und dem tatsächlichen Stimmverhalten zeigte sich für die Norges Bank und UBS. Hier sei jedoch auch erwähnt, dass beide jeweils nur eine Frau im Aufsichtsrat fordern und damit unter den gesetzlichen Mindestanforderungen für deutsche Aufsichtsräte liegen. Ein weiterer Investor mit hoher Deckung zwischen Anlagerichtlinien und Abstimmungsverhalten war BlackRock, der mindestens zwei Frauen im Aufsichtsrat fordert. BlackRock hatte sich zudem bei keiner der Wahlen enthalten.

Auch bei einer mangelnden Beachtung anderer Diversitätsdimensionen im Board der Portfoliogesellschaften, wie beispielsweise Internationalität, ist eine Intervention der Investoren in der Hauptversammlungssaison 2020 nicht erkennbar. Betrachtet man nur die jeweiligen Anlagerichtlinien, so forderten 2020 die vier Investoren Schroders, T. Rowe Price, DWS und TIAA-CREF Diversität im Sinne eines breiteren Verständnisses ein (also über

die Dimension Geschlecht hinausgehend auch in Bezug auf die Internationalität, das Alter oder den Ausbildungshintergrund der Aufsichtsratsmitglieder).

Wird nur die Dimension Internationalität betrachtet, hat keiner dieser vier Investoren sein Stimmrecht genutzt, um gegen eine zu homogene Zusammensetzung zu „protestieren“. Die genannten Investoren waren in der Hauptversammlungssaison 2020 an der Wahl von 39 Aufsichtsratskandidat*innen in 28 Unternehmen beteiligt. Erstere stammten ausnahmslos alle aus der DACH-Region. Da die Aufsichtsräte in 11 dieser Unternehmen bereits vorher ausschließlich mit Personen aus dem deutschsprachigen Raum besetzt waren, wurde bei diesen das Votum der Investoren im Zuge der vorliegenden Analyse genauer überprüft.

In 71 Prozent der Fälle (94 von insgesamt 133 Stimmanteilen) stimmten die Investoren für die Kandidat*innen aus der DACH-Region und kamen also nicht ihrem eigenen Anspruch an Diversität im Sinne von mehr Internationalität nach. In 21 Prozent der Fälle (28 Stimm-

Auch bei einer mangelnden Beachtung anderer Diversitätsdimensionen im Aufsichtsrat der Portfoliogesellschaften ist eine Intervention der Investoren in der Hauptversammlungssaison 2020 nicht erkennbar.

³² Sustainable Finance Beirat (2021): Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, S. 129.

abgaben) stimmten sie gegen die Kandidat*innen, wobei der Ablehnungsgrund jeweils nichts mit Diversität zu tun hatte. In rund 8 Prozent der Fälle (10 Stimmabgaben) wurden die Stimmrechte nicht genutzt.

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Betrachtung von Diversität im Sinne verschiedener Ausbildungshintergründe. Im Falle der Unternehmen Cancom und HelloFresh, die hinsichtlich des Ausbildungshintergrunds ihrer Aufsichtsratsmitglieder völlig homogen sind, nutzten die Investoren die Aufsichtsratswahlen im Jahr 2020 nicht, um gemäß ihrer Diversitätsanforderungen gegen Kandidat*innen zu stimmen, deren Ausbildungsprofile jenen der bereits bestehenden Mitglieder ähnelten.

Einflussnahme über Entlastungsbeschlüsse

Inwiefern nahmen die Top 30 der institutionellen Investoren mittels des Instruments der Entlastung des Aufsichtsrats Einfluss auf die Besetzung des Vorstands? Geht man davon aus, dass Investoren ihre Stellhebel zur Erreichung von mehr Diversität auch nutzen, indem sie gegen die Entlastung des Aufsichtsrats stimmen (siehe Kapitel 2 und 6), müsste sich das bei Einzelentlastungen sowie in niedrigen Zustimmungsraten für Unternehmen mit geringer Diversität zeigen. Die Einzelentlastungen wurden analysiert, weil die meisten Investoren in ihren Richtlinien explizit festhielten bei mangelnder Diversität die oder den jeweiligen Aufsichtsratsvorsitzende*n bzw. den oder die Vorsitzende*n des Nominierungsausschusses nicht zu entlasten. Eine eindeutige Anwendung der Richtlinien auf das System der Gesamtentlastung war somit nicht möglich.

Bei der Analyse der individuellen Entlastungen zeigt sich, dass sich die Investoren in 70 Prozent der Fälle (57 von 81 Stimmabgaben) für eine Entlastung aussprachen. Das mangelnde Engagement des jeweiligen Aufsichts-

ratsmitglieds in puncto mehr Diversität (indiziert durch einen rein männlichen Vorstand) wurde der verantwortlichen Person somit nicht angelastet. In 14 Prozent der Fälle (11 der 81 Stimmabgaben) wurde eine Entlastung des Aufsichtsratsmitglieds abgelehnt (Grafik 17, nächste Seite). Eine Begründung dafür wurde bei sechs der elf Stimmabgaben nicht angegeben. In zwei Fällen wurde die fehlende Unabhängigkeit, in einem Fall die fehlende Qualifikation und einmal „insufficient climate reporting“ moniert. Ein mangelndes Engagement für mehr Diversität wurde also kein einziges Mal als Begründung für eine Ablehnung der Entlastung herangezogen.

Wie auch bei der Bestellung von Aufsichtsratskandidat*innen machten Investoren in einigen Fällen nicht von ihrem Stimmrecht Gebrauch (16 Prozent oder 13 der 81 Fälle).

Bei den 90 DAX®- und MDAX®-Unternehmen wurde mangelnde Diversität in der gesamten Hauptversammlungssaison 2020 in nur 59 von insgesamt 69.465 Stimmabgaben (oder in 0,08 Prozent der Fälle) als Begründung für die Ablehnung einer Entlastung herangezogen. Von diesen 59 fielen 56 auf einen Investor, nämlich die Vermögensverwaltungsgesellschaft Aviva, die nicht zur Gruppe der Top 30 der institutionellen Investoren zählt.

Wie verhält es sich mit Gesamtentlastungen von Aufsichtsräten? Wie die Analyse der Anlagerichtlinien zeigt, hatten 15 der Top-30-Investoren im Jahr 2020 explizite Diversitätsanforderungen formuliert. Sofern es sich hierbei nicht nur um „Lippenbekenntnisse“ handelt, sollte ein Zusammenhang zwischen der jeweiligen Höhe der Stimmrechte dieser Investoren und der anteiligen Nichtentlastung des entsprechenden Aufsichtsrates bestehen. Zu erwarten wäre, dass die Anzahl der für eine Entlastung des jeweiligen Aufsichtsrates abgegebenen Stimmen bei Unternehmen mit rein männlichen Vorständen sinkt, je höher der Stimmrechtsanteil dieser 15 Investoren mit ausdrücklichen Diversitätsanforderungen insgesamt ist.

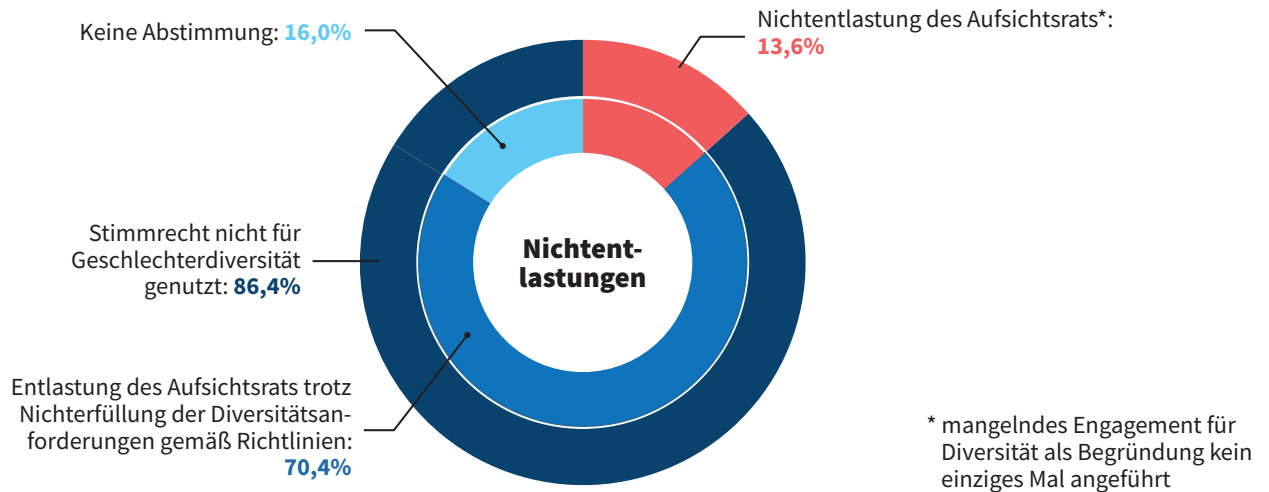
METHODIK

Für eine detaillierte Analyse wurden die Unternehmen betrachtet, die vor der Hauptversammlung im Jahr 2020 einen rein männlichen Vorstand hatten und bei denen auf der Hauptversammlung individuelle Entlastungen des Aufsichtsratsvorsitzenden und/oder relevanter Ausschussvorsitzender erfolgten. Diese Eingrenzung traf auf fünf Unternehmen zu: Delivery Hero, HeidelbergCement, Nemetschek, Siemens Healthineers und Osram*. Für eine nähere Betrachtung wurden wieder die 14 Investoren herangezogen, für die bei Proxy Insight Abstimmungsdaten vorlagen und die Diversitätsanforderungen in ihren Anlagerichtlinien formuliert hatten (Kapitel 4). Insgesamt hätte es auf den entsprechenden Hauptversammlungen 84 Abstimmungen geben können, allerdings gab es drei Fälle, in denen die Top-30-Investoren an den betreffenden Unternehmen nicht beteiligt waren.

* Osram hat mittlerweile eine Frau im Vorstand. Weiterhin gab es bei Osram einen Wechsel des Aufsichtsratsvorsitzenden zur Hauptversammlung 2020, weshalb die Entlastung seines Vorgängers betrachtet wurde.

GRAFIK 17

Abstimmungsverhalten der Top 30 der institutionellen Investoren bei (Nicht-)Entlastungen von Aufsichtsratsmitgliedern auf den Hauptversammlungen 2020



Beispielhaft für die 60 MDAX®-Unternehmen mit zum Analysezeitpunkt rein männlich besetzten Vorständen³³ zeigt Grafik 18 jedoch keinen solchen Zusammenhang: Die Höhe des Stimmrechtsanteils³⁴ derjenigen 15 Investoren, die Diversitätsanforderungen formuliert hatten, korreliert nicht mit einer geringeren Zustimmungsrate

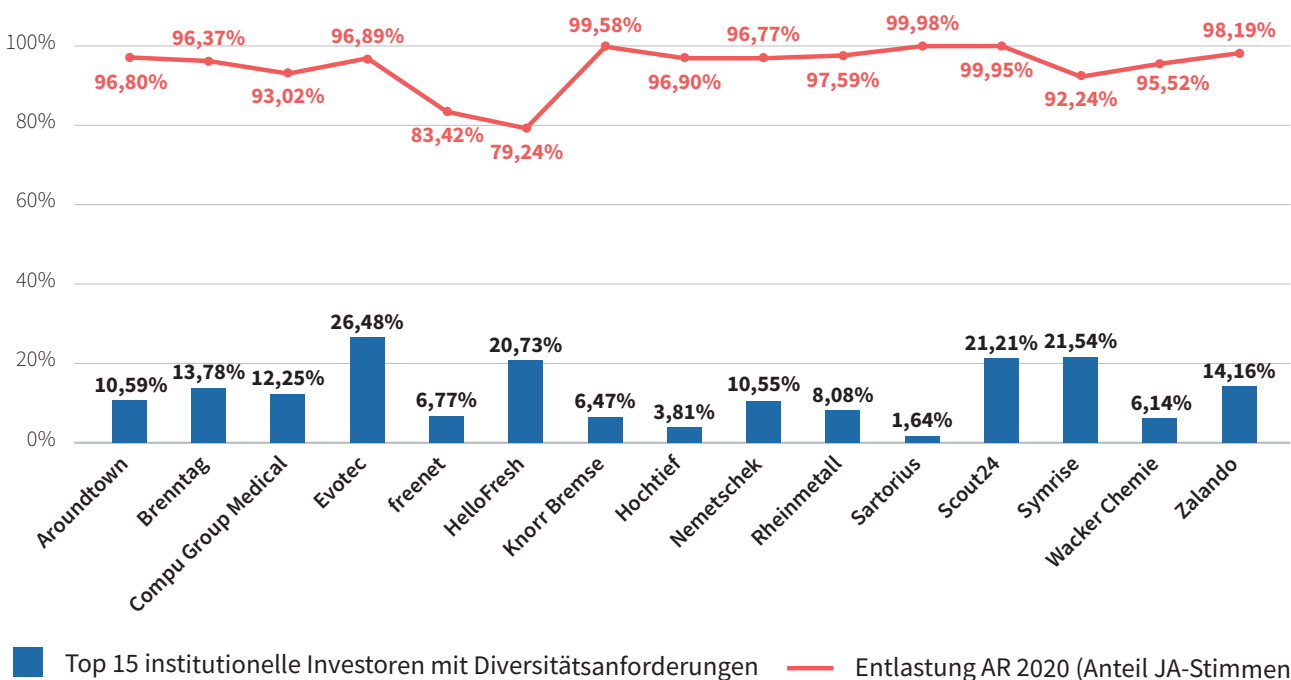
bei Entlastungen (siehe Grafik 18). Zusammenfassend zeigt sich, dass das Thema Diversität bei Entlastungsbeschlüssen über Aufsichtsräte nur eine geringe oder gar keine Rolle spielt. In der Hauptversammlungssaison 2020 waren weder die Top 30 der institutionellen Investoren insgesamt, noch die 15 Investoren, die in ihren Anlage-

³³ Hier werden aufgrund des Datenumfangs nur die MDAX®-Unternehmen mit „all-male“-Vorständen und mehr als drei Vorstandssitzen dargestellt.

³⁴ Der Stimmrechtsanteil bezieht sich auf den Stichtag 31.12.2020.

GRAFIK 18

Stimmrechtsanteile der 15 Top-30-Investoren mit Diversitätsanforderungen bei den Unternehmen im MDAX® in Zusammenhang mit der Zustimmungsrate bei Entlastung



Die Analyse zeigt, dass das Thema Diversität bei Entlastungsbeschlüssen über Aufsichtsräte nur eine geringe oder gar keine Rolle spielt. Unter den Top 30 befindet sich bisher kein Investor, der das Thema Diversität konsequent und als Vorreiter vorantreibt.

richtlinien explizite Diversitätsanforderungen verankert haben, Treiber von Geschlechter- oder anderweitig definierter Diversität in deutschen Aufsichtsräten oder Vorständen.

Lippenbekenntnisse oder aktive Vorreiter?

Wie Kapitel 4 zeigt, gibt es qua Anlagerichtlinien einige institutionelle Investoren, die gegenüber Portfoliounternehmen klare Diversitätsanforderungen formulieren. Sind die Investoren, die eindeutige Erwartungen haben, auch die Investoren, die ihre Stimmrechte zur Erhöhung der Diversität in Aufsichtsräten und Vorständen einsetzen? Im oben dargelegten Ranking lagen die Investoren AGI, JPMorgan, Schroders und State Street mit einer A-Bewertung auf den vordersten Plätzen. Sind diese Investoren also tatsächlich Vorreiter und entscheiden gemäß ihren Richtlinien?

Beim Abgleich der Richtlinien mit dem eigentlichen Stimmverhalten wird deutlich, dass nur der Investor State Street seinen Worten Taten folgen lässt. Mit einer Übereinstimmungsrate von 92 Prozent zwischen Stimmverhalten und in den Richtlinien definierten Anforderungen ist State Street der konsequenteste Investor. Da State Street jedoch nur mindestens eine Frau im Board fordert, läge diese Erwartung für Aufsichtsräte mit vier oder mehr Mitgliedern unter der gesetzlichen Quote von 30 Prozent. Damit kann auch State Street nicht als Vorreiter für das

Thema Diversität gelten. Bei den Investoren JPMorgan und Schroders sind die Erwartungen an Diversität mit einer Übereinstimmungsrate von unter 35 Prozent insgesamt eher als Lippenbekenntnisse zu bewerten.

Festzuhalten ist also, dass sich unter den Top 30 der institutionellen Investoren bisher kein Investor befindet, der das Thema Diversität konsequent und als Vorreiter vorantreibt.

EINFLUSS DER STIMMRECHTSBERATER

Der weltweit zunehmende Einfluss von Stimmrechtsberatern (oder sogenannten Proxy Advisors) wird immer wieder diskutiert. Der tatsächliche Einfluss dieser Unternehmen ist aufgrund fehlender Daten derzeit jedoch noch schwer abschätzbar. Mit Begriffen wie „auto-voting“ und „robo-voting“ wird beschrieben, dass Investoren blind den Empfehlungen von Dienstleistern wie ISS und Glass Lewis folgen. Gerade wenn es sich bei Investitionen kleineren Umfangs nicht lohnt, die relevanten Daten selbst zu ermitteln, oder wenn kleinere Investoren nicht die Ressourcen haben, sich mit jedem Rechtssystem und Unternehmen einzeln auseinanderzusetzen, sind die Abstimmungsvorschläge der Proxy Advisor maßgeblich. Auch die großen Investoren nutzen die Empfehlungen der Stimmrechtsberater, weil sie nicht bei jeder einzelnen Portfoliogesellschaft eigene Recherchen durchführen wollen oder können.

Angesichts der unterdurchschnittlichen Diversitätsanforderungen von ISS (siehe Kapitel 4) bleibt dieser Dienstleister hinter seinen Möglichkeiten, als Katalysator für Diversität in der deutschen Wirtschaft zu fungieren, zurück. Um diese Wirkung genauer einschätzen zu können, bräuchte es jedoch eine differenzierte Analyse. Nichtsdestotrotz würden strengere Diversitätsanforderungen der Stimmrechtsberater mit Sicherheit eine große Hebelwirkung bei börsennotierten deutschen Unternehmen entfalten.

Tabelle 7: Abgleich des Stimmverhaltens (Anzahl der Stimmabgaben) mit den Anlagerichtlinien der Investoren

ÜBEREINSTIMMUNG MIT RICHTLINIEN (≤ 30%)	ÜBEREINSTIMMUNG MIT RICHTLINIEN (>30% UND ≥ 75%)	ÜBEREINSTIMMUNG RICHTLINIEN (>75%)
25% T. Rowe Price (7 von 28)	72% BlackRock (28 von 39)	92 % State Street (35 von 38)
23% Schroders (8 von 34)	67% DWS (14 von 21)	85% BNP (13 von 16)
15% Fidelity (5 von 34)	53% DEKA (17 von 32)	85% UBS (33 von 39)
13% TIAA (5 von 39)	48% AGI (13 von 27)	83% Norges (29 von 35)
	47% Sun Life (16 von 17)	
	34% JPMorgan (13 von 38)	

AUSBLICK AUF 2021

Die aktuellen Entwicklungen deuten darauf hin, dass viele Investoren ihre Anlagerichtlinien für 2021 in puncto Diversitätskriterien nachbessern und die Anforderungen erhöhen – oder dies schon getan haben. So hat Norges bereits „nachgelegt“ und fordert nun zwei Frauen im Board. BlackRock bleibt zwar bei zwei Frauen, fordert nun aber eine bessere Offenlegung der Auswahlprozesse für Gremienbesetzungen sowie der Darstellung der Profile hinsichtlich verschiedener Diversitätsdimensionen wie Geschlecht, Ethnizität, Alter, etc. ein.

Ankündigungen der Häuser Amundi und Axa Investments führten Ende 2020 zu einiger Presse in Frankreich, als diese ankündigten, künftig einen Frauenanteil von 30 Prozent auch für die *Comités Exécutif* (Vorstände) zum Kriterium für Investitionsentscheidungen zu machen. State Street hat seinen Diversitätsfokus hinsichtlich „racial and ethnic diversity“ weiter ausgeweitet und fordert ab 2021 eine umfangreiche Offenlegung zu den Diversitätszielen, zur Strategie und den Maßnahmen von Unternehmen ein, um den Anteil von nicht-weißen Board-Mitglie-

dern zu erhöhen. EOS (Federated Hermes) fordert auch seine deutschen Portfoliogesellschaften dazu auf, die unzureichende Berücksichtigung nicht-weißer Aufsichtsrats- und Vorstandskandidat*innen konkret anzugehen und systematisch darüber zu berichten.

Der Informationsdienstleister IHS Markit sieht für die deutsche Hauptversammlungssaison 2021 deshalb einen

Die aktuellen Entwicklungen deuten darauf hin, dass viele Investoren ihre Anlagerichtlinien für 2021 in puncto Diversitätskriterien nachbessern und die Anforderungen erhöhen – oder dies schon getan haben.

Trend: Neben Nachhaltigkeit werden Investoren einen stärkeren Fokus auf die Diversität in deutschen Unternehmensspitzen richten – und das sogar auf die bislang wenig beachtete Dimension „racial diversity“.³⁵

35 IHS Markit (2020): Germany: Looking Ahead to the 2021 AGM Season Through an ESG Lens.

5. Herausforderungen für Investoren

Wenn Investoren das Thema Diversität ein Anliegen ist und sie ihre Einflussmöglichkeiten nutzen wollen, um Monokulturen in den deutschen Spitzengremien aufzubrechen, ist eine Einflussnahme häufig mit Schwierigkeiten verbunden. Eine detaillierte Rechtsanalyse und weitere empirische Ergebnisse zeigen, dass wenig bedarfsgerechte Offenlegungspflichten der Emittenten und mangelnde Transparenz über Zuständigkeiten in den Aufsichtsräten insbesondere aus Sicht der Investoren hinderlich sind. Zudem sind die Anlagerichtlinien vieler ausländischer Investoren mangels Berücksichtigung der Besonderheiten des deutschen Corporate Governance-System nicht immer zielführend.

Wie im Kapitel 4 herausgearbeitet, knüpft die Hälfte der einflussreichsten 30 institutionellen Investoren ihre Beteiligungen an Unternehmen an eine diverse Zusammensetzung der Boards. Inwiefern ließen sich die in den Richtlinien formulierten Anforderungen an Diversität umsetzen? Sind die relevanten Daten und Informationen als Entscheidungsgrundlage leicht verfügbar?

SCHWIERIGKEITEN BEI DER ERHEBUNG VON DIVERSITÄTS-DATEN

Für Investoren ist es trotz vielfältiger und umfangreicher gesetzlicher Offenlegungspflichten häufig schwer, den Diversitätsgrad in den Aufsichtsräten, Vorständen und Führungsebenen unterhalb des Vorstands der im DAX® und MDAX® gelisteten Unternehmen zu erfassen. Auch bei der Datenerhebung für die vorliegende Studie zeigten sich folgende Hürden und Unzulänglichkeiten:

- **Fehlende bzw. uneinheitliche Veröffentlichung der Lebensläufe** der Vorstandsmitglieder und Aufsichtsratsmitglieder (einschließlich der Arbeitnehmervertreter*innen) auf den Internetseiten von Unternehmen.
- **Schwer erfassbare Informationen zum Diversitätsstatus der Unternehmen:** Die Angaben zu Diversitätskriterien, insbesondere zum Frauenanteil in den verschiedenen Führungsebenen, „verschwinden“ im Geschäftsbericht in der Erklärung zur Unternehmensführung und/oder in der nicht-finanziellen Erklärung. Diese Erklärungen müssen außerdem nur von einer kleinen Gruppe großer Unternehmen abgegeben werden.

- **Überwiegend nur Daten zur Geschlechterdiversität:** Meist werden unter dem Stichwort Diversität nur Informationen zum Geschlechteranteil und nicht zu weiteren Diversitätsdimensionen (z.B. Herkunft, Alter, Ausbildung) kommuniziert. Es mangelt an Informationen zur Gesamtdiversität in deutschen Unternehmen.
- **Lückenhafte Transparenz über Amtszeiten und unterschiedliche Zuständigkeiten:** Es ist teilweise nur nach aufwendiger Recherche erkennbar, in wessen Zuständigkeit die Nachfolgeplanung und das Vorstandsauswahlverfahren fallen und zu welchen Zeitpunkten überhaupt eine Veränderung in der Zusammensetzung des Vorstands erfolgen kann (Stichwort: Dauer der Bestellung). Mit der Vorbereitung auf die Hauptversammlungssaison 2021 lässt sich derzeit auf vielen Unternehmenswebseiten eine Nachbesserung in puncto Transparenz erkennen, aber insgesamt ist die Zusammenstellung der relevanten Informationen nach wie vor mühsam – insbesondere, wenn sich ein ausländischer Investor nicht mit dem deutschen System auskennt.

Die Herausforderungen dieser Datenerhebung spiegeln die Unzulänglichkeiten wider, die sich auch in einer **umfassenden Rechtsanalyse** und vertieften Datenanalyse herausgeschält haben.

WENIG BEDARFSGERECHTE OFFENLEGUNGSPFLICHTEN

Die diversitätsbezogenen Offenlegungspflichten sind trotz zahlreicher kleinteiliger Informationsanforderungen insgesamt unzulänglich.

Offenlegungspflichten nach dem HGB und dem Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) vom 16.12.2019 weisen Überlappungen, Ungenauigkeiten und Redundanzen auf. Derzeit werden die Daten und deskriptiven Informationen weder an einem zentralen und leicht auffindbaren Ort gesammelt und veröffentlicht, noch weisen sie eine einheitliche, transparente und einfache Struktur auf. Die nachstehende **Rechtsanalyse** ist nur für die nach **deutschem Aktienrecht** errichteten Unternehmen sowie europäische Gesellschaften (SE) mit Sitz in Deutschland, die das dualistische System gewählt haben, im Unternehmensscope anwendbar.³⁶

Dazu im Einzelnen:

I. Offenlegungspflichten der Unternehmen

Die Erklärung zur Unternehmensführung (§ 289f Abs. 2 HGB) und weitere aus dem DCGK folgende Berichtspflichten sehen sehr kleinteilige, umfassende und detaillierte diversitätsbezogene Offenlegungspflichten vor. Regelungslücken sind dort von wenigen nachfolgend beschriebenen Ausnahmen abgesehen nicht zu erkennen. Unzulänglichkeiten ergeben sich eher daraus, dass die diversen Offenlegungspflichten nicht aus einem Guss sind, sondern durch die Umsetzung unterschiedlicher europäischer Rechtsakte durch immer weitere zusätzliche Anforderungen ergänzt wurden, was zu Überlappungen, Ungenauigkeiten und Redundanzen in den Vorschriften geführt hat.

a) Erklärung zur Unternehmensführung (§ 289f HGB)

Die Erklärung zur Unternehmensführung börsennotierter Aktiengesellschaften muss eine Vielzahl diversitätsbezogener Angaben enthalten (insbesondere § 289f Abs. 2 Nr. 1, 4, 5 und 6 HGB.) Sie ist als gesonderter Abschnitt des Lageberichts oder auf der Internetseite des Unternehmens zu veröffentlichen.

Entsprechenserklärung (§289f Abs. 2 Nr. 1 HGB)

Die sogenannte Entsprechenserklärung (§ 161 AktG) ist ein Kernbestandteil der Erklärung zur Unternehmensführung. Dabei handelt es sich um die jährliche Erklärung von Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft, dass den Empfehlungen des DCGK entsprochen wurde bzw. wird oder welche Empfehlungen des

DCGK nicht angewendet wurden bzw. werden (unter Angabe der Gründe für die Nichtanwendung).³⁷ Der DCGK enthält drei diversitätsbezogene Empfehlungen, die für die Entsprechenserklärung insoweit zu berücksichtigen sind, als dass sie über die auf die betreffende Gesellschaft ohnehin anwendbaren gesetzlichen Vorgaben hinausgehen. Die den Empfehlungen zugrunde liegende Diversitätsdefinition des DCGK besteht in einer beispielhaften Aufzählung verschiedener Diversitätskriterien, die auch die Dimension Geschlecht beinhaltet, ohne dass diesem Kriterium ein besonderes Gewicht zukommt:

A1: Der Vorstand soll bei der Besetzung von Führungsfunktionen im Unternehmen auf Diversität achten.

B1: Bei der Besetzung des Vorstands soll der Aufsichtsrat auf die Diversität achten.

C1: Dabei [bei der Benennung konkreter Ziele für seine Zusammensetzung und der Erarbeitung eines Kompetenzprofils für das Gesamtgremium] soll der Aufsichtsrat auf Diversität achten. Vorschläge des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung sollen diese Ziele berücksichtigen und gleichzeitig die Ausfüllung des Kompetenzprofils für das Gesamtgremium anstreben. Der Stand der Umsetzung soll in der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlicht werden. [.....]

Vom Vorstand und Aufsichtsrat festzulegende Zielgrößen für den Frauenanteil (§289f Abs. 2 Nr. 4 HGB)

§ 289f Abs. 2 Nr. 4 HGB betrifft Angaben zu den nach den aktienrechtlichen Vorgaben vom Vorstand festgelegten Zielgrößen für den Frauenanteil für die zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands sowie die vom Aufsichtsrat festgelegten Zielgrößen für den Frauenanteil im Vorstand sowie im Aufsichtsrat (soweit für diesen nicht eine verbindliche 30 Prozent Quote für den Frauen- und Männeranteil gilt), einschließlich der für die Zielerreichung definierten Fristen.

Neben der Festlegung der Zielgrößen ist gem. § 289f Abs. 2 Nr. 4 HGB auch über deren Erreichung innerhalb der gesetzten Frist sowie im Fall der Nichterreichung über die dafür bestehenden Gründe wie auch die zur Zielerreichung ergriffenen Maßnahmen verständlich zu berichten. Auch bei mehrjährigen Fristen ist nur zur Zielerreichung bzw. -verfehlung nach Ablauf der Frist zu berichten. Nicht erforderlich sind hingegen Fortschrittsberichte zum jeweiligen Bilanzstichtag während der laufenden Frist.

³⁶ Zu den Einschränkungen siehe: Anhang Methodik und Scope in Anlage III.

³⁷ Die zuletzt im Internet veröffentlichten Entsprechenserklärungen sämtlicher DAX®- und MDAX®-Unternehmen sind abrufbar unter <https://www.dcgk.de/de/entsprechenserklaerungen.html>.

§ 289f Abs. 2 Nr. 5 HGB

§ 289f Abs. 2 Nr. 5 HGB betrifft Angaben zur Einhaltung der fixen Quote von jeweils mindestens 30 Prozent Frauen und Männern im Aufsichtsrat börsennotierter Gesellschaften, soweit diese nach den einschlägigen gesetzlichen Bestimmungen zur Einhaltung einer fixen Geschlechterquote verpflichtet sind. Eine entsprechende Pflicht gilt für börsennotierte Gesellschaften dann, wenn sie der paritätischen Mitbestimmung unterliegen.

Erweiterte Diversitätsberichterstattung (§ 289f Abs. 2 Nr. 6 HGB)

§ 289f Abs. 2 Nr. 6 HGB betrifft die erweiterte Diversitätsberichterstattung, die ebenfalls Teil der Erklärung zur Unternehmensführung ist. Verfolgt eine „große“ börsennotierte Gesellschaft ein Diversitätskonzept für die Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat, muss sie eine Beschreibung dieses Diversitätskonzepts, der damit verfolgten Ziele, der Art und Weise der Umsetzung und der im Geschäftsjahr erreichten Ergebnisse in der Erklärung zur Unternehmensführung offenlegen.

Verfolgt eine große börsennotierte Gesellschaft kein Diversitätskonzept, muss sie diesen Umstand in der Erklärung zur Unternehmensführung offenlegen und die Gründe hierfür erläutern („comply or explain“-Prinzip, siehe § 289f Abs. 5 HGB).

b) Nichtfinanzielle Erklärung (§289b–§289e HGB)

Große börsennotierte Kapitalgesellschaften, die im Jahresdurchschnitt mehr als 500 Arbeitnehmer*innen haben, sind verpflichtet, in ihren Lagebericht eine nichtfinanzielle Erklärung aufzunehmen. Die nichtfinanzielle Erklärung muss unter anderem Angaben zu Arbeitnehmer*innenbelangen enthalten. Als Beispiel eines möglicherweise berichtspflichtigen Sachverhalts im Rahmen des Aspekts Arbeitnehmer*innenbelange werden Maßnahmen, die zur Geschlechtergleichstellung ergriffen wurden, genannt.

Sind Maßnahmen zur Geschlechtergleichstellung für ein konkretes Unternehmen wesentlich, kommen vor allem folgende Angaben in Betracht (§ 289c Abs. 3 HGB):

- Verfolgtes Konzept, soweit existent
- Ergebnisse der verfolgten Diversitätskonzepte
- Bedeutsame nichtfinanzielle Leistungsindikatoren

Wird kein Konzept verfolgt, ist dies zu erläutern und zu begründen („comply or explain“-Prinzip).

GERINGE VERGLEICHBARKEIT DER OFFENLEGUNGSFORMATE

Zwar ist die Erklärung zur Unternehmensführung der zentrale Ort für die Berichterstattung zur Corporate Governance, jedoch gibt es keine einheitliche Struktur für die zu veröffentlichenden Informationen. Das macht die Erklärungen zur Unternehmensführung verschiedener Gesellschaften wenig vergleichbar und schmälert ihre Aussagekraft, Transparenz und Entscheidungserheblichkeit für die Adressaten der Erklärung, insbesondere für die Investoren.

Diversitätsdaten zur Belegschaft allgemein finden sich gegebenenfalls in der nichtfinanziellen Erklärung. Berichterstattende Unternehmen können für die nichtfinanzielle Erklärung nationale, europäische oder internationale Rahmenwerke nutzen. Rahmenwerke, wie etwa die Standards der Global Reporting Initiative (GRI-Standards), enthalten konkretere Vorgaben hinsichtlich der Angaben zur Geschlechterdiversität und Chancengleichheit. Da es eine Vielzahl von Rahmenwerken gibt und deren Nutzung im Rahmen der nichtfinanziellen Erklärung im Ermessen der Unternehmen liegt, führt dies potenziell dazu, dass die Angaben verschiedener Unternehmen zu Diversität und Chancengleichheit wenig vergleichbar sind.

In der Unternehmenspraxis sind insbesondere bei multinationalen Unternehmen die GRI-Standards stark verbreitet. Diese gehen allgemein über die gesetzlichen Anforderungen des HGB hinaus – sowohl hinsichtlich der einbezogenen Belange und Themen und der dazu geforderten Angaben als auch hinsichtlich des Wesentlichkeitsstandards. So enthalten die GRI-Standards mit GRI 405 etwa einen separaten Standard zu Diversität und Chancengleichheit.

Zwar ist die Erklärung zur Unternehmensführung der zentrale Ort für die Berichterstattung zur Corporate Governance, jedoch gibt es keine einheitliche Struktur für die zu veröffentlichenden Informationen. Das macht die Erklärungen verschiedener Gesellschaften wenig vergleichbar und schmälert ihre Aussagekraft, Transparenz und Entscheidungserheblichkeit für Adressaten.

Tabelle 8: DAX®-Unternehmen mit rein männlich besetzten Vorstandsgremien mit Darstellung des Transparenzgrades zur Laufzeit der Vorstandsbestellung sowie des die Nachfolgeplanung im Vorstand vorbereitenden Aufsichtsratsausschusses³⁹

UNTERNEHMEN	INFORMATIONEN ZUR BESTELLUNG SIND TRANSPARENT UND LEICHT ZUGÄNGLICH	ZUSTÄNDIGER (VORBEREITENDER) AUSSCHUSS
Adidas	X	Präsidialausschuss
Bayer	X	Personalausschuss
Delivery Hero	X X	keine Zuordnung
Deutsche Wohnen	✓	Präsidial- und Nominierungsausschuss
E.ON	X	Präsidialausschuss
HeidelbergCement	✓	Personalausschuss
Infineon	✓	Präsidialausschuss
MTU Aero Engines	✓	Personalausschuss

FEHLVORSTELLUNGEN ÜBER DIE ZUSTÄNDIGKEIT DES AUFSICHTSRATS UND SEINER AUSSCHÜSSE

Wie in Kapitel 2 dargestellt, haben die Investoren aufgrund des dualistischen Systems in den deutschen Unternehmen keine direkte Einflussmöglichkeit auf die Zusammensetzung des Vorstands. Ein Einwirken auf die Zusammensetzung des Exekutivgremiums ist nur indirekt über die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder und über die Ablehnung von Entlastungen möglich. Daher kommt dem Verständnis der Zuständigkeit des Aufsichtsrats und seiner Ausschüsse bei der Besetzung des Vorstands (Personalangelegenheiten Vorstand und Nachfolgeplanung) eine besondere Bedeutung zu. Sind Investoren unzufrieden mit den Diversitätsentwicklungen im Vorstand einer Portfoliogesellschaft, können sie ihr Missfallen durch Ablehnung der (Wieder-)Wahl nicht-diverser Aufsichtsratskandidat*innen oder durch die Ablehnung der Entlastung des Aufsichtsrats ausdrücken.

Viele ausländische Investoren gehen davon aus, dass der Nominierungsausschuss für Personalangelegenheiten insgesamt und damit auch für die diverse Zusammensetzung des Vorstands zuständig ist (siehe Analyse der Richtlinien in Kapitel 4). Die vertiefte Analyse im Unternehmensscope dieser Studie zeigt jedoch, dass die Verantwortlichkeiten für die Vorbereitung der Vorstandsbestellung zwischen Präsidium, Präsidial-, Personal- und Vergütungs- und Nominierungsausschuss variieren (siehe Tabellen 8 und 9). Für die Investoren kommt erschwerend hinzu, dass im deutschen Governance-System die

Zuständigkeit für die Bestellung von Vorstandsmitgliedern beim Gesamtaufsichtsrat liegt und ein gegebenenfalls eingeschalteter Aufsichtsratsausschuss daher nur Vorschläge erarbeiten kann.³⁸ Die Entscheidung über Vorstandsbesetzungen muss letztendlich aber vom gesamten

Viele ausländische Investoren gehen davon aus, dass der Nominierungsausschuss für Personalangelegenheiten insgesamt und damit auch für die diverse Zusammensetzung des Vorstands zuständig ist.

Aufsichtsrat getroffen werden. In der Praxis erfolgen im deutschen System entsprechend dem gesetzlich vorgesehenen Regelfall so gut wie keine Einzelentlastungen und dementsprechend sieht die Tagesordnung der Hauptversammlungen für die Gremiententlastungen meist Gesamtentlastungen vor. Die Gesamtverantwortung des Aufsichtsrats gilt auch für Vorstandsbesetzungen. Ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied kann – wie in den Richtlinien ausländischer Investoren angelegt – bei der Vorstandsbesetzung im deutschen System nicht zur Verantwortung gezogen werden.

Letztlich müssen Investoren auch davon Kenntnis haben, zu welchem Zeitpunkt ein Wechsel im Vorstand ansteht. Die Analyse zeigt jedoch, dass auch diesbezüg-

³⁸ Dabei handelt es sich um den sogenannten vorbereitenden Ausschuss.

³⁹ Stand jeweils zum 31.12.2020 und unter Berücksichtigung der Veröffentlichungen bis Februar 2021.

Tabelle 9: MDAX®-Unternehmen mit rein männlich besetzten Vorstandsorgnen und mehr als drei Mitgliedern mit Darstellung des Transparenzgrades zur Laufzeit der Vorstandsbestellung sowie des die Nachfolgeplanung im Vorstand vorbereitenden Aufsichtsratsausschusses⁴⁰

UNTERNEHMEN	INFORMATIONEN ZUR BESTELLUNG SIND TRANSPARENT UND LEICHT ZUGÄNGLICH	ZUSTÄNDIGER (VORBEREITENDER) AUSSCHUSS
Brenntag	X	Präsidial- und Nominierungsausschuss
CompuGroup	✓	keine Zuordnung
Evotec	✓	Vergütungs- und Nominierungsausschuss
Freenet	X X	Personalausschuss
HelloFresh	X	Präsidial- und Nominierungsausschuss
Hochtief	X X	Personalausschuss
Knorr Bremse	X X	Präsidium
Nemetschek	X X	keine Zuordnung
Rheinmetall	✓	Personalausschuss
Sartorius	X	Präsidialausschuss
Scout24	✓	Vergütungsausschuss
Symrise	X	Personalausschuss
Wacker Chemie	✓	Präsidialausschuss
Zalando	X X	keine Zuordnung

Ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied kann bei der Vorstandsbesetzung im deutschen System nicht zur Verantwortung gezogen werden.

lich viele Unternehmen keine Transparenz herstellen. Bei dem überwiegenden Teil der analysierten Unternehmen mit rein männlich besetzten Vorständen waren die Daten zur Vorstandsbestellung – also Dauer und Zeitpunkt der (Wieder-)Bestellung bzw. Verlängerung – auf den Internetseiten der Unternehmen schlecht auffindbar, beispielsweise aufgrund fehlender Übersichten (siehe Tabellen 8 und 9).

Im Hinblick auf die hohe Anzahl von Unternehmen mit rein männlich besetzten Vorständen bei den Unternehmen im MDAX® listet Tabelle 9 nur die Unternehmen auf, welche einen Vorstand mit mehr als drei Mitgliedern haben.⁴⁰

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Anleagerichtlinien der Top 30 der institutionellen Investoren hinsichtlich der Anforderungen an die diverse Besetzung des Vorstands im Sinne einer Verhaltenssteuerung zum großen Teil nicht zielführend sind. Sie sind nicht ausreichend auf das deutsche Corporate Governance-System zugeschnitten und verkennen die Zuständigkeit des Gesamtaufwichtsrats für die Vorstandsbestellung sowie die Bedeutung und praktische Handhabung der Aufsichtsratsentlastung. Das Auffinden der relevanten Informationen ist zum Teil zeitaufwendig oder setzt einen engen Dialog zwischen Investor und Emittent voraus. In Anbetracht der vielen Portfoliogesellschaften, in die die Top 30-Investoren investiert sind, ist unklar, ob die Investoren die Ressourcen für eine eingehende Prüfung des Diversitätsstatus und der dafür verantwortlichen Personen aufwenden (können). Wie auch Hintergrundgespräche für diese Studie deutlich machten, sind die unzulänglichen Offenlegungspflichten sowie das mangelnde Verständnis für die Zuständigkeiten im Aufsichtsrat in jedem Falle hinderlich.

⁴⁰ Im MDAX® hatten zum 31.12.2020 36 Unternehmen einen rein männlich besetzten Vorstand. Bei 15 dieser Unternehmen bestand der Vorstand aus mehr als drei Personen.

⁴¹ Stand jeweils zum 31.12.2020 und unter Berücksichtigung der Veröffentlichungen bis Februar 2021.

6. Exkurs: Staatliche Investoren

Der durchschnittliche Frauenanteil in den Vorständen der Unternehmen mit Bundesbeteiligung liegt seit zehn Jahren signifikant über dem durchschnittlichen Frauenanteil in den DAX®- und MDAX®-Unternehmen. Auch bei den Unternehmen mit großen staatlichen Ankerinvestoren, die in den Scope dieser Studie fallen (Deutsche Telekom, Deutsche Post und Commerzbank), zeigt sich eine Vorbildwirkung des Bundes. Ob dieser Vorsprung mit dem FöPoG II gehalten werden kann, bleibt abzuwarten.

In den Unternehmensscope dieser Studie fielen sechs Unternehmen mit großen staatlichen Ankerinvestoren. Ein wesentlicher Ankerinvestor in Unternehmen in DAX® und MDAX® ist die Bundesrepublik Deutschland – entweder direkt oder indirekt über die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) oder den Finanzmarkt- bzw. Wirtschaftsstabilisierungsfonds⁴² (nachfolgend: der Bund). Zu diesen Unternehmen zählen die Deutsche Telekom (DAX®), die Deutsche Post (DAX®), die Lufthansa (MDAX®)⁴³ und die Commerzbank (MDAX®).

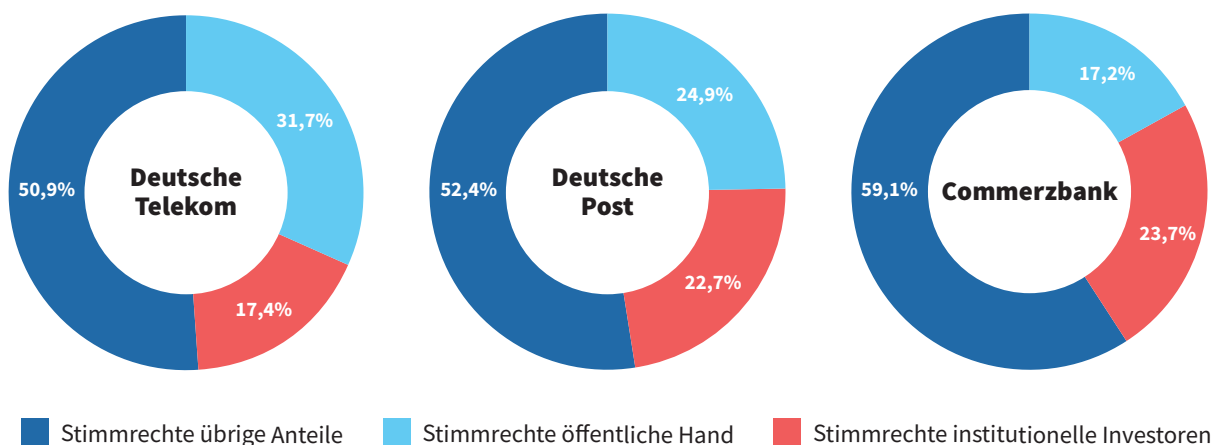
Als weitere wesentliche staatliche Ankerinvestoren sind zu nennen: das Land Niedersachsen bei Volkswagen (DAX®) und das Land Hessen bei Fraport (MDAX®).

Der Bund behält sich unabhängig davon, ob er die Beteiligung direkt oder über die KfW hält, bei all seinen börsennotierten Portfoliogesellschaften das Recht vor, mindestens zwei Kandidat*innen für den Aufsichtsrat zu benennen. Für diese Kandidat*innen gilt das Bundesgremienbesetzungsgesetz (BGremBG). Jedenfalls mit den durch das FöPoG II erwarteten Änderungen sind bei den vom Bund zu benennenden Vertreter*innen für Aufsichtsräte Frauen mindestens hälftig zu berücksichtigen – unabhängig von der Anzahl der zu benennenden Vertreter*innen. Faktisch wird diese 50 Prozent-Vorgabe bei den DAX®- und MDAX®-Beteiligungsgesellschaften des Bundes bereits jetzt eingehalten. Für börsennotierte

- ⁴² Der Finanzmarktstabilisierungsfonds (FSM) war für Beteiligungen an Banken oder Unternehmen des Finanzsektors während der Finanzkrise zuständig, während der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) für Beteiligungen an Unternehmen der Realwirtschaft während der Corona-Krise zuständig ist.
- ⁴³ Die Daten der Lufthansa werden im Weiteren nicht näher betrachtet, da sich der Bund erst kürzlich im Zuge der durch die COVID19-Pandemie ausgelösten weltweiten Wirtschaftskrise zur Rettung des Unternehmens beteiligt hat.

GRAFIK 19 BIS 21

Wesentliche Beteiligungen des Bundes an börsennotierten Unternehmen in DAX® und MDAX®



Portfoliounternehmen des Bundes gelten je nach Größe zudem die Diversitätsvorgaben des FÜPoG I (und künftig FÜPoG II) und des DCGK sowie die Transparenzvorgaben des HGB und WpHG. In Anbetracht der Größe der Beteiligungsgesellschaften finden auf die derzeit bestehenden DAX®- und MDAX®-Beteiligungsgesellschaften des Bundes die vorgenannten gesetzlichen Vorgaben vollumfänglich Anwendung. Gleiches gilt für die Empfehlungen des DCGK. Zudem soll nach dem FÜPoG II für Unternehmen mit Mehrheitsbeteiligung des Bundes unabhängig von Börsennotierung und paritätischer Mitbestimmung eine 30 Prozent-Frauenquote in Aufsichtsräten gelten.

Betrachtet man beispielhaft die Entwicklung des Frauenanteils in den Gremien von Deutsche Telekom, Deutsche Post und Commerzbank im Zeitverlauf 2011 bis 2020, zeigt sich die positive Wirkung des Bundes. Die Frauenanteile in den Aufsichtsräten dieser Unternehmen lagen im Schnitt immer über den durchschnittlichen Frauenanteilen in den DAX®- und MDAX®-Unterneh-

men – und meist auch über dem Durchschnitt *aller* Beteiligungsunternehmen⁴⁴ des Bundes (hellrote Linie in Grafiken 22 und 23)⁴⁵. Insbesondere bei den Vorständen zeigt sich, dass der Frauenanteil bei der Deutschen Telekom und der Deutschen Post (seit Börsengang) höher als der durchschnittliche Frauenanteil in den Vorständen der DAX®- und MDAX®-Unternehmen ist.⁴⁶ Zum Ende des Jahres 2020 lag der Frauenanteil in den Vorständen der Deutschen Telekom und Commerzbank sogar höher als der Durchschnitt aller Beteiligungsunternehmen des Bundes.⁴⁷ Ob dieser Vorsprung nach der Umsetzung des FÜPoG II aufrechterhalten werden kann, bleibt abzuwarten. In Unternehmen mit Mehrheitsbeteiligung des Bundes soll nach dem FÜPoG II unabhängig von Börsennotierung und paritätischer Mitbestimmung bereits in kleinen Vorständen ab drei Personen mindestens eine Frau vertreten sein. In börsennotierten Unternehmen ohne Bundesbeteiligung gilt diese Mindestbeteiligung erst für Vorstände ab vier Personen.

44 Ein Großteil der Beteiligungsunternehmen des Bundes ist nicht börsennotiert.

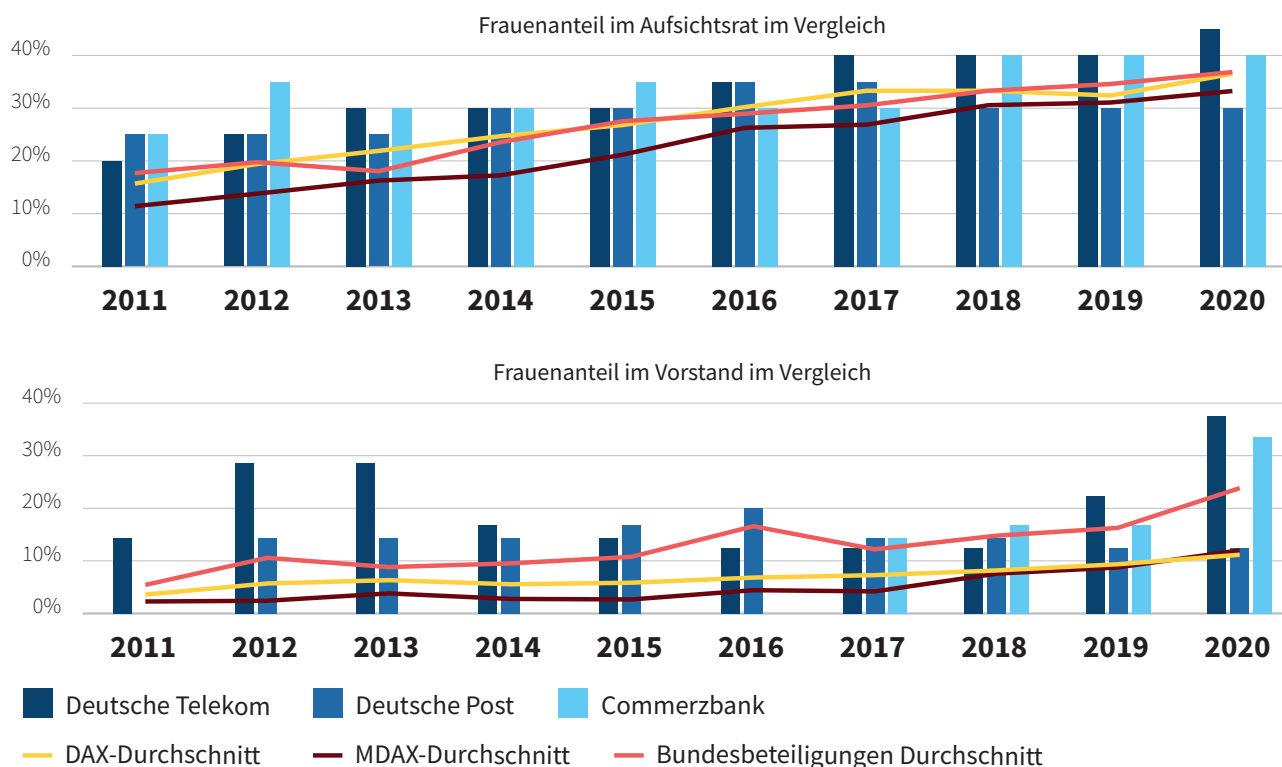
45 Frauenanteil in den Aufsichtsräten bzw. Verwaltungsräten der Beteiligungsunternehmen des Bundes, siehe: DIW Wochenbericht 03/2021.

46 Bei der Commerzbank zog erst acht Jahre nach dem Eintritt des Bundes in den Aktionärskreis eine Frau in den Vorstand ein.

47 Frauenanteil in den Aufsichtsräten bzw. Verwaltungsräten der Beteiligungsunternehmen des Bundes, siehe: DIW Wochenbericht 03/2021.

GRAFIKEN 22 & 23

Entwicklung des Frauenanteils in den Aufsichtsräten bzw. Vorständen von Deutsche Telekom, Post und Commerzbank im Vergleich zum Durchschnitt in DAX® und MDAX® sowie des entsprechenden Frauenanteils in allen Beteiligungsunternehmen des Bundes



7. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

Je nach Stakeholder-Gruppe ergeben sich aus der umfassenden Analyse unterschiedliche und spezifische Handlungsempfehlungen. Ziel dieser Hinweise und konkreten Praxistipps ist es, den Einfluss der Investoren zur Schaffung von mehr Diversität in Deutschlands Spitzengremien auszubauen bzw. bessere Rahmenbedingungen für Investoren zu schaffen, damit diese ihren Hebel tatsächlich einsetzen können.

EMPFEHLUNGEN FÜR INVESTOREN UND STIMMRECHTSBERATER

Besonderheiten des deutschen dualistischen („two-tier“) Systems berücksichtigen

Internationale Investoren sind vorrangig mit dem monistischen System vertraut. Die Besonderheiten des dualistischen Systems, wie es größtenteils in Deutschland Anwendung findet, erfordern deshalb oftmals eine Erklärung. Damit die Diversitätsanforderungen der Investoren im deutschen System besser berücksichtigt werden können, empfehlen wir:

- Grundsätzliche Spezifikationen der Anlagerichtlinien für das dualistische System zu formulieren und dabei Diversitätsanforderungen sowohl für den Aufsichtsrat als auch für den Vorstand zu verfassen.
- Indirekte Effekte der Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats auf die Bestellung des Vorstands und die Diversität in den Führungsebenen unterhalb des Vorstands zu berücksichtigen.
- Ein besseres Verständnis dafür zu entwickeln, dass der Aufsichtsrat als Ganzes für die Bestellung von Vorstandsmitgliedern zuständig ist und ein etwaiger Aufsichtsratsausschuss (z.B. der Personalausschuss) im Bereich Vorstandspersonalien eine Neubestellung nur vorbereiten kann.
- Ein besseres Verständnis für die Funktion der Entlastung des Aufsichtsrats und den Regelfall der Gesamtentlastung zu entwickeln.

Klare Engagement Policies und konkrete Zielerwartungen formulieren

Die Emittenten sind auf konkrete Informationen zu den Erwartungen der Investoren in puncto Diversität angewiesen, um darauf reagieren zu können. Das umfasst auch Informationen darüber, welchen Empfehlungen der Stimmrechtsberater gegebenenfalls gefolgt wird. Um die Erhöhung der Diversität in deutschen Spitzengremien stärker einzufordern, empfiehlt es sich, dass Investoren folgende Aspekte in ihren Anlagerichtlinien konkret ausformulieren (für Beispiele siehe Kapitel 4):

- **Verständnis von Diversität:** nur bzw. insbesondere Geschlecht und/oder auch (ethnische) Herkunft, Ausbildungshintergrund, Alter, LGBTQ+, etc.
- **Konkrete Diversitätsanforderungen** für den Aufsichtsrat (z.B. 40 Prozent Frauenanteil) und den Vorstand (z.B. mindestens zwei Frauen, 30 Prozent Personen mit internationaler Herkunft, etc.)
- **Einforderung einer Diversitätsstrategie** inklusive Zieldefinition für mittleres und oberes Management (Aufbau der „Pipeline“), Offenlegung spezifischer Maßnahmen, Monitoring, etc.
- **Einforderung eines strukturierten und transparenten Nominierungsprozesses**, inklusive Formulierung eines Anforderungsprofils unter Berücksichtigung von Diversitätsaspekten
- Angaben darüber, **welche weiteren Aspekte bzgl. Diversität erwartet werden** (z.B. Diversitätsgrundsätze in der Unternehmenskultur, Antidiskriminierungspolitik, etc.)

Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, im Rahmen der „say on pay“-Regelung die Verweigerung der Zustimmung zum Vergütungssystem anzukündigen, wenn die variablen Komponenten der Vergütung keine Diversitätsziele beinhalten.

Möglichkeiten der Ablehnung einer Entlastung nutzen

Wie in Kapitel 2 zu den Einflussmöglichkeiten der Investoren dargestellt, sind folgende Begründungen für eine Ablehnung der Entlastung denkbar:

1. Eine **Nichteinhaltung gesetzlicher Diversitätsvorgaben**, wie etwa der fixen Geschlechterquote für den Aufsichtsrat (gem. § 96 Abs. 2 und Abs. 3 AktG), der Zielbestimmung für den Frauenanteil im Vorstand (gem. § 111 Abs. 5 AktG) oder der Zielbestimmung für den Frauenanteil in den zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands (gem. § 76 Abs. 4 AktG).
2. Eine **Festlegung unambitionierter Zielgrößen**, insbesondere die Festlegung der „Zielgröße Null“.
3. Eine **Verfehlung von selbstgesetzten Zielgrößen** für die Besetzung des Vorstands und/oder der zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands.
4. Generell **unzureichendes Bemühen um Diversität und Chancengleichheit** in den Leitungsorganen, bei der Besetzung sonstiger Führungspositionen und in der Belegschaft insgesamt, wie etwa ein Fehlen substanzieller Diversitätskonzepte oder fehlendes Engagement von Vorstand und Aufsichtsrat für mehr Diversität.
5. **Unzureichende Transparenz bei der Berichterstattung** über Diversitätsaspekte, wie etwa fehlende oder wenig substanzielle Begründungen für mangelnde Diversität, Fortschrittsberichte, etc.
6. **Unzureichende Transparenz bei Nominierungs- und Besetzungsprozessen.**

Mit der Entlastung des Vorstands wird die Leitungstätigkeit und mit der Entlastung des Aufsichtsrats die Überwachungstätigkeit der entlasteten Organmitglieder während des vorangegangenen Geschäftsjahres im Ganzen gebilligt. Da Diversität in den Gremien und in der Belegschaft ein wichtiger, aber nicht der wichtigste Aspekt der Leitungs- und Überwachungstätigkeit ist, wird eine Ablehnung der Entlastung nur in Extremfällen wie etwa einem völlig ungenügenden Bemühen um Diversität, z.B. in Form wiederholter oder andauernder Verstöße gegen die gesetzlichen Mindestvorgaben oder eines andauern-

den und grundlosen Ignorierens klar kommunizierter Investorenerwartungen, in Betracht kommen.

Tieferliegende Indikatoren für Diversität in den Blick nehmen

Über die nach HGB und DCGK geforderten Angaben hinaus können weitere Aspekte einen tieferen Einblick in den Grad der Diversität bei einzelnen Emittenten bieten. Bestenfalls über die entsprechenden Internetseiten, die Geschäftsberichte oder die Investorengespräche sind folgende Informationen zugänglich:

1. **Stellenwert:** Gibt es ein öffentliches Commitment des Unternehmens, für mehr Diversität zu sorgen? Wird über ein Lippenbekenntnis hinaus glaubhaft dargelegt, warum Diversität für das Unternehmen einen hohen Stellenwert hat? Gibt es eine ehrliche Reflexion darüber, warum der Frauenanteil im Vorstand oder Aufsichtsrat gering ist?
2. **Governance-Struktur für Diversität im Vorstand:** Ist das Thema Diversität in den Führungsebenen unterhalb des Vorstands und in der Belegschaft insgesamt einem Vorstandsressort zugeordnet? Sind konkrete Ziele mit Maßnahmen definiert? Gibt es ein regelmäßiges Monitoring der Entwicklungen sowie ein Berichtswesen dazu?
3. **Frauenanteil in den Ausschüssen:** Sind Frauen in den für Diversitätsfragen relevanten Aufsichtsratsausschüssen (wenn möglich proportional zum Frauenanteil im Gesamtaufichtsrat) vertreten?
4. **Sind die Maßnahmen des Diversitätskonzepts sinnvoll mit der Nachfolgeplanung für den Vorstand verknüpft?** Gibt es ein Bemühen, Frauen oder andere Gruppen wie beispielsweise Personen mit Migrationsgeschichte unterhalb des Vorstands sichtbar zu machen (z.B. über die Verantwortung prestigeträchtiger Projekte)?

Einen Diversitätskodex entwickeln bzw. Diversitätsaspekte in bestehende Kodizes integrieren

Eine hilfreiche Maßnahme zur stärkeren Institutionalisierung von Diversitätsaspekten im Kapitalmarkt wäre die Entwicklung eines Diversitätskodex, der Empfehlungen für die Berücksichtigung von Diversitätsdimensionen in Anlagerichtlinien und im Stimmverhalten von Investoren enthält.

Für eine bessere Umsetzbarkeit wäre es jedoch wichtig, dass perspektivisch nicht verschiedene Kodizes nebeneinander existieren (z.B. ein Diversitäts-, ein Ste-

wardship-, ein Nachhaltigkeitskodex, etc.). Stattdessen sollten Diversitätsempfehlungen wie auch Nachhaltigkeitsempfehlungen in die „best practices“ für gute Unternehmensführung, also den DCGK, integriert werden. Dabei sollten die Diversitätsempfehlungen nicht eine weitere Liste von „To-Dos“ zum formellen Abhaken sein, sondern zu einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Thema in Vorstand und Aufsichtsrat sowie zur Entwicklung einer für das jeweilige Unternehmen passenden Strategie und deren Umsetzung führen.

Als Vorbild vorangehen und vernetzen

Investoren können als Vorbilder vorangehen und das Thema Diversität über ihr Stimmverhalten oder öffentliche Statements vorantreiben. Eine Vorbildrolle ist dann besonders glaubhaft, wenn die Führungsgremien der Investoren selbst divers aufgestellt sind. In diesem Punkt besteht stellenweise noch viel Nachholbedarf.

Um gemeinsam voranzuschreiten und Erfahrungswerte auszutauschen, empfiehlt sich eine Vernetzung der größten institutionellen Investoren, beispielsweise mittels der Etablierung eines deutschen Chapters des internationalen 30% Clubs für Investoren.

EMPFEHLUNGEN AN DEN GESETZGEBER

Offenlegungspflichten von Diversitätsdaten vereinheitlichen und diese einfach zugänglich machen

„What gets disclosed, gets discussed“ – so brachte es eine Gesprächspartnerin von einem der einflussreichsten Investoren im deutschen Markt während eines Hintergrundgesprächs für diese Studie auf den Punkt. Was offengelegt wird, wird diskutiert. Jedoch mangelt es Investoren an den notwendigen Informationen, um das Thema Diversität umfänglich in Betracht nehmen können (siehe Kapitel 4 und 5).

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse dieser Analyse empfehlen wir:

1. **Eine Verpflichtung zur Veröffentlichung der Lebensläufe der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat** auf der Internetseite des jeweiligen Unternehmens, inklusive der untenstehenden Mindestangaben und bestenfalls in einem einheitlichen Format (Taxonomie).

2. **Eine Verpflichtung zur Veröffentlichung und jährlichen Aktualisierung von Diversitätskennziffern** für alle Unternehmen, die nach dem HGB als mittelgroß oder groß einzustufen sind, im Bundesanzeiger. Diese Verpflichtung sollte nur wenige, fest definierte Daten⁴⁸ umfassen und nicht den üblichen Befreiungsmöglichkeiten des HGB unterliegen. Folgende Angaben sollten darunter fallen:

- **Mitarbeiter*innen:** Anzahl gesamt, Anzahl je Geschlecht (absolute Zahlen sowie idealerweise auch Prozentsätze)
- **Vorstand:** Anzahl gesamt, Anzahl je Geschlecht (absolute Zahlen sowie idealerweise auch Prozentsätze), Zielgröße für unterrepräsentiertes Geschlecht, voraussichtliches Ende der Amtszeiten
- **Erste Führungsebene unterhalb von Vorstand bzw. Geschäftsführung:** Anzahl gesamt, Anzahl je Geschlecht (absolute Zahlen sowie idealerweise auch Prozentsätze), Zielgröße für unterrepräsentiertes Geschlecht
- **Zweite Führungsebene unterhalb von Vorstand bzw. Geschäftsführung:** Anzahl gesamt, Anzahl je Geschlecht (absolute Zahlen sowie idealerweise auch Prozentsätze), Zielgröße für unterrepräsentiertes Geschlecht
- **Aufsichtsrat:** Anzahl gesamt, Anzahl je Geschlecht (absolute Zahlen, idealerweise auch Prozentsätze), anwendbare Geschlechterquote oder Zielgröße für unterrepräsentiertes Geschlecht, voraussichtliches Ende der Amtszeiten
- **Angaben zu Vorstandsmitgliedern:** Name, Geschäftsbereich, Geburtsjahr, Geschlecht, Laufzeit der Bestellung, Nationalität⁴⁹, Ausbildungshintergrund
- **Angaben zu Aufsichtsratsmitgliedern:** Name, Geburtsjahr, Geschlecht, Laufzeit der Bestellung, Nationalität, Ausbildungshintergrund, Mitgliedschaft im Ausschuss, Kapitalvertreter*in / Arbeitnehmer*innenvertreter*in / Entsendung durch
- **Diversitätskonzept vorhanden:** Ja/Nein

⁴⁸ Sofern personenbezogene Daten veröffentlicht werden sollen, kann die erforderliche Zustimmung der Betroffenen jeweils im Rahmen der Arbeiten am Jahres- bzw. Konzernabschluss als Bestandteil des sogenannten D&O Questionnaire eingeholt werden.

⁴⁹ In den USA oder Großbritannien gibt es verschiedene Kategorien und Begrifflichkeiten zur Erfassung der Dimension „race“, z.B. BAME (also Black, Asian and Minority Ethnic). Diese Daten werden konsequent in den Personalstatistiken der Unternehmen erfasst. Eine solche Praxis gibt es in Deutschland bisher nicht.

3. Ebenso wie das Format für die Diversitätskennziffern (s.o.) sollte auch das **Format für die deskriptive Berichterstattung zu Diversität** nach HGB und DCGK **vereinheitlicht** werden. Dazu bedarf es keiner Ausweitung der Offenlegungspflichten, sondern einer Vereinfachung: Redundanzen und Überlappungen sollten beseitigt werden. Eine jährliche Statusberichterstattung zum Erreichen von Diversitätszielen sollte verlangt werden. Dafür würden als Mindestangaben die Zielgröße, der Status und das Fristende im Rahmen der Diversitätskennziffern genügen (siehe Vorschlag dazu oben).

Die Empfehlung des DCGK zum Nominierungsausschuss erweitern

Um die direkten Einflussmöglichkeiten von Frauen in Aufsichtsräten auf den weiteren Ausbau der Diversität im Gremium sowie ihre indirekten Einflussmöglichkeiten auf die Erhöhung der Diversität in Vorständen, den Führungsebenen unmittelbar unterhalb des Vorstands und in der Belegschaft insgesamt zu nutzen, sollte die existierende Empfehlung des DCGK, wonach der Aufsichtsrat einen Nominierungsausschuss bilden soll, der ausschließlich mit Vertreter*innen der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat geeignete Kandidat*innen für dessen Vorschläge an die Hauptversammlung zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern benennt, erweitert werden. Die erweiterte Empfehlung sollte zudem vorsehen, dass auch im Nominierungsausschuss mindestens eine Frau vertreten sein soll, wenn die Anteilseignerseite im Aufsichtsrat auch mit einer oder mehreren Frauen besetzt ist.

Methodenwechsel hin zur regelmäßigen Bestätigung der Aufsichtsratsmitglieder analysieren

Aufgrund der langen Amtszeiten und der daraus resultierenden, oben beschriebenen Trägheit im deutschen Corporate Governance-System, wäre längerfristig darüber nachzudenken, ob Aufsichtsratsmitglieder nicht jährlich in der Hauptversammlung bestätigt werden müssten. Im Rahmen einer Folgenabschätzung sollten unter anderem die Vor- und Nachteile eines solchen Bestätigungsmechanismus, sein Verhältnis zum Instrument der Entlastung und insbesondere auch seine praktische Umsetzbarkeit für mitbestimmte Aufsichtsräte analysiert werden.

Diversitätsleitlinien für staatliche Investoren aufnehmen

In die Grundsätze guter Unternehmens- und aktiver Beteiligungsführung im Bereich des Bundes sollten die folgenden Empfehlungen aufgenommen werden:

- Die Vertreter*innen des Bundes in börsennotierten Beteiligungsgesellschaften sollen sich dafür einsetzen, dass auch über die gesetzlichen Vorgaben und die Empfehlungen und Anregungen des DCGK hinaus die Diversität im Unternehmen verbessert wird. Dies umfasst:
 - > Ein **Eintreten für Diversitätskonzepte** für den Aufsichtsrat, den Vorstand und – durch Einwirken auf den Vorstand – auch für die ersten beiden Führungsebenen unterhalb des Vorstands.
 - > Ein **Eintreten für eine ambitionierte Ausgestaltung der jeweiligen Diversitätskonzepte** im Hinblick auf die Zielsetzungen für die Beteiligung von Frauen, die dafür vorgesehenen Fristen und Zeiträume, die zur Erreichung der Zielsetzungen umzusetzenden Maßnahmen und die Transparenz zu den Konzepten und Zielvorgaben in Aufsichtsrat, Vorstand und in den ersten zwei Führungsebenen unterhalb des Vorstands.
 - > Ein Eintreten dafür, **dass der Aufsichtsrat die Beschäftigten und vor allem auch die Frauen mit Positionen in der ersten Führungsebene unterhalb des Vorstands kennenlernt.**
 - > Ein Eintreten dafür, dass geeignete Kandidat*innen aus der ersten Führungsebene unterhalb des Vorstands **in strukturierte Prozesse für Vorstandsneubesetzungen einbezogen werden.**
 - > Ein Eintreten – über eine entsprechende Einwirkung auf den Vorstand – für die **Formulierung eines Diversitätskonzepts für die gesamte Belegschaft** des Unternehmens.

Die Länder beteiligen

Der Bund sollte mit den Länder-Ansprechpartner*innen Kontakt aufnehmen und dafür werben, dass diese sich

- soweit noch nicht vorhanden, ein dem Gremiensetzungsgesetz vergleichbares Gesetz geben und,
- im Fall von Beteiligungsgesellschaften, deren Aufsichtsgremien auch mit Vertreter*innen des Landes besetzt sind, auf die Umsetzung der oben formulierten Leitlinien hinwirken.

EMPFEHLUNGEN FÜR EMITTENTEN

Aufsichtsräte, Vorstände und Investor-Relations-Abteilungen müssen sich auf wachsende Diversitätsanforderungen einstellen. Für Emittenten gelten daher die folgenden Empfehlungen:

- Die **Entwicklung von Diversitätskonzepten für die Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat**, inklusive Maßnahmen zur Schaffung von Transparenz über die damit verfolgten Ziele, die Art und Weise der Umsetzung und die im laufenden Geschäftsjahr zu erreichende Ergebnisse.
- Die **Entwicklung von Diversitätskonzepten für die Zusammensetzung der ersten beiden Führungsebenen unterhalb des Vorstands** sowie für die Belegschaft insgesamt, inklusive Maßnahmen zur Schaffung von Transparenz über die damit verfolgten Ziele, die Art und Weise der Umsetzung und die im laufenden Geschäftsjahr zu erreichende Ergebnisse.
- Ein glaubwürdiges **Eintreten des oder der Vorstandsvorsitzenden und des oder der Aufsichtsratsvorsitzenden für mehr Diversität** im Unternehmen.
- Falls der Aufsichtsrat einen Nominierungs- und/oder Personalausschuss einrichtet: Eine **Spezifikation in der Geschäftsordnung für den betreffenden Ausschuss, die vorsieht, dass jeweils auch mindestens eine Frau im Gremium vertreten ist**. Bestenfalls sollte der Frauenanteil in diesen Ausschüssen dem auf der Anteilseigner*innenseite bzw. dem des gesamten Aufsichtsrats entsprechen.

EMPFEHLUNGEN FÜR ENDKUND*INNEN

Etwa 22 Prozent des Geldvermögens privater Haushalte in Deutschland werden in Investmentfonds, Aktien, Anleihen oder sonstige Anteilsrechte angelegt.⁵⁰ Bei der Direktanlage in Aktien oder bei der indirekten Anlage über institutionelle Investoren oder Vermögensverwalter (z.B. für die private Altersvorsorge), **können sich Endkund*innen gemäß ihrer persönlichen Grundsätze und Werte für oder gegen einen Anbieter entscheiden.**

Endkund*innen können **kritisch prüfen, welchen Stellenwert das Thema Diversität bei „ihrem“ Vermögensverwalter einnimmt**. Entscheiden sie sich bewusst für Vermögensverwalter, die in ihren Grundsätzen Diversität bei den Portfoliogesellschaften einfordern, können Endkund*innen mittelbaren Einfluss auf die Diversitätspolitik der Portfoliogesellschaften nehmen.

Auch dafür ist eine **verbesserte Offenlegung der Diversitätsdaten von Unternehmen** wichtig (s.o.). Die Anlagerichtlinien, die in Kapitel 4 untersucht wurden, können den Endkund*innen hilfreiche Einblicke in die Investitionsstrategie geben.

Wenn Endkund*innen bei Vermögensverwaltern gezielt zu deren Diversitätsanforderungen an die Portfoliogesellschaften nachfragen, kann dies **den Druck sowohl auf die Asset Manager selbst als auch indirekt auf die Unternehmen erhöhen, mehr für die Schaffung von Diversität zu tun**. Im deutschen Kapitalmarkt haben die Endkund*innen ihre Einflussmöglichkeiten in puncto mehr Diversität bisher allerdings kaum erkannt.

⁵⁰ Anlagestruktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland 2018 laut der Deutschen Bundesbank: 10,2% in Investmentfonds, 6,1% in Aktien, 2,4% in Rentenwerte und 3,51% in sonstige Anteilsrechte.

Methodik und Scope

I. BERECHNUNG DER RELEVANTEN UNTERNEHMEN IM DEUTSCHEN MARKT (UNTERNEHMENSSCOPE)

Die deutsche Wirtschaft ist von einer Vielzahl von Unternehmen unterschiedlicher Rechtsformen geprägt. Gemessen an der Anzahl der Unternehmen sind die Einzelunternehmen mit mehr als 65 Prozent die weitaus größte Gruppe (2019: 2.148.310 Unternehmen, siehe Grafik 24)¹.

Schaut man hingegen auf die Höhe der (umsatzsteuerpflichtigen) Umsätze, haben die Kapitalgesellschaften am deutschen Markt mit fast 58 Prozent das weitaus größte Gewicht (2019: 3.913.885 Mio. EUR, siehe Grafik 25)².

Eine strukturierte Analyse der (Geschlechter-)Diversität in den Unternehmen und ihres Stellenwerts auf Seiten der Investoren ist außerhalb der börsennotierten Unternehmen in weiten Teilen nur schwer möglich, weil die Datengrundlagen fehlen bzw. keine Veröffentlichungspflichten bestehen. Die in den deutschen Leitindizes gelisteten Unternehmen (Emittenten) haben eine Vorbildfunktion, da sie ein Abbild der deutschen Wirtschaft

darstellen (sollen) und wesentliche Akteure in Bezug auf die Wirtschaftsleistung, als Arbeitgeber und in Bezug auf die Befriedigung von Stakeholderinteressen sind.

In der Analyse wurde sich daher auf die Unternehmen, deren Anteile in den deutschen Leitindizes DAX® und MDAX® der Deutsche Börse gelistet sind, konzentriert, da hier eine ausreichend breite Eigentümerstruktur besteht. Eine Ausweitung auf die im SDAX® gelisteten Unternehmen wurde verworfen, da hier häufig Familien, Einzelpersonen oder Stiftungen als große Anteilseigner*innen zu finden sind und damit die Eigentümer*innenstruktur weniger divers ist. Hinzu kommt, dass die Qualität der öffentlich verfügbaren Daten in diesem Segment hinsichtlich ihrer Aktualität und Tiefe meist weniger gut ist.

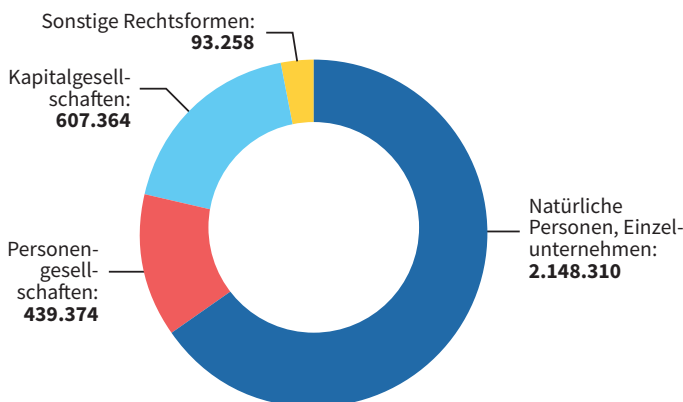
Die Zusammensetzung der Unternehmen in den beiden Indizes ist Änderungen unterworfen. Für Zwecke der Auswertungen und besseren Vergleichbarkeit mit anderen Daten, beispielsweise zur Höhe der Beteiligung der Investoren, das zugrunde liegende Kapital bzw. die Zusammensetzung der Boards, wurden diejenigen Unternehmen in unserem Unternehmensscope zusammengefasst, deren

1 Statistisches Bundesamt (Destatis): Datenstand 2019, erschienen am 24.02.2021

2 Statistisches Bundesamt (Destatis): Datenstand 2019, erschienen am 24.02.2021

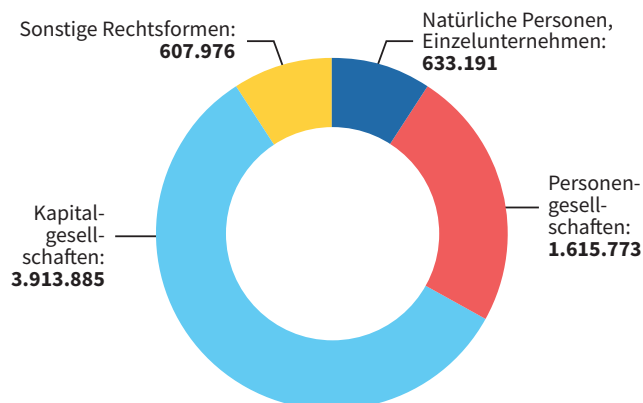
GRAFIK 24

Überblick über die Verteilung der deutschen Unternehmen nach Rechtsform (Anzahl)



GRAFIK 25

Überblick über die Verteilung der Umsätze der deutschen Unternehmen nach Rechtsform



Aktien (bzw. bestimmte Aktiengattungen), zum Stichtag der Analyse am 31.12.2020 dem Index DAX® oder MDAX® der Deutsche Börse zugeordnet waren.³

Zum 31.12.2020 waren im DAX® 30 Unternehmen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von 1.325,3 Mrd. EUR gelistet (bzw. 1.250,98 Mrd. EUR bezogen auf die im DAX® gelisteten Aktiengattungen). Im MDAX® waren 60 Unternehmen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von 526,46 Mrd. EUR gelistet (bzw. 510,93 Mrd. EUR bezogen auf die im MDAX® gelisteten Aktiengattungen).

Damit umfasst der Unternehmensscope⁴ (zum 31.12.2020) eine Gesamtmarktkapitalisierung von 1.851,76 Mrd. EUR (bzw. 1.761,91 Mrd. EUR bezogen auf die im DAX® bzw. MDAX® gelisteten Aktiengattungen) sowie folgende Unternehmen:

DAX®-Unternehmen

adidas AG
Allianz SE
BASF SE
Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft
Bayer Aktiengesellschaft
Beiersdorf Aktiengesellschaft
Continental Aktiengesellschaft
Covestro AG
Daimler AG
Delivery Hero SE
DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Deutsche Börse Aktiengesellschaft
Deutsche Post AG
Deutsche Wohnen SE
Deutsche Telekom AG
E.ON SE
Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA
Fresenius SE & Co. KGaA
HeidelbergCement AG
Henkel AG & Co. KGaA
Infineon Technologies AG
Linde PLC
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien
MTU Aero Engines AG
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft in München
RWE Aktiengesellschaft
SAP SE
Siemens Aktiengesellschaft
VOLKSWAGEN AKTIENGESELLSCHAFT
Vonovia SE

MDAX®-Unternehmen

Aareal Bank AG
Airbus SE
AIXTRON SE
alstria office REIT-AG
Aroundtown SA
Aurubis AG
Bechtle Aktiengesellschaft
Brenntag AG
CANCOM SE
Carl Zeiss Meditec AG
COMMERZBANK Aktiengesellschaft
CompuGroup Medical SE & Co. KGaA
CTS Eventim AG & Co. KGaA
Dürr Aktiengesellschaft
Evonik Industries AG
Evotec SE
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide
freenet AG
FUCHS PETROLUB SE
GEA Group Aktiengesellschaft
Gerresheimer AG
Grand City Properties S.A.
Hannover Rück SE
HELLA GmbH & Co. KGaA
HelloFresh SE
HOCHTIEF Aktiengesellschaft
HUGO BOSS AG
K+S Aktiengesellschaft
KION GROUP AG
Knorr-Bremse Aktiengesellschaft
LANXESS Aktiengesellschaft
LEG Immobilien AG
Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft
METRO AG
MorphoSys AG
Nemetschek SE
OSRAM Licht AG
ProSiebenSat.1 Media SE
PUMA SE
QIAGEN N.V.
RATIONAL Aktiengesellschaft
Rheinmetall Aktiengesellschaft
Sartorius Aktiengesellschaft
Scout24 AG
Shop Apotheke N.V.
SIEMENS ENERGY AG
Siemens Healthineers AG
Siltronic AG
Software Aktiengesellschaft

³ Quelle: Ranglisten - Qontigo (dax-indices.com)

⁴ Vollständige Liste des Firmenscope inklusive Trading Symbol, ISIN in Anlage II

Ströer SE & Co. KGaA
Symrise AG
TAG Immobilien AG
TeamViewer AG
Telefónica Deutschland Holding AG
thyssenkrupp AG
Uniper SE
United Internet AG
VARTA AG
Wacker Chemie AG
Zalando SE

II. DIE EINFLUSSREICHSTEN INVESTOREN IM DEUTSCHEN MARKT

In einem zweiten Schritt wurde überprüft, welche Investoren bezogen auf unseren Unternehmensscope den größten Einfluss haben bzw. haben könnten.

Der Einfluss der Investoren auf das jeweilige Unternehmen drückt sich im Wesentlichen durch die Höhe seiner Beteiligung an dem Unternehmen und dem in der Regel daraus resultierendem Umfang seiner Stimmrechte aus. Besonderheiten ergeben sich in den Fällen, in denen nur die nicht mit Stimmrechten ausgestatteten Vorzugsaktien in DAX® bzw. MDAX® gelistet sind.

a) Investorengruppen

Die Beteiligung (also der Erwerb von Aktien) an einem Unternehmen ist grundsätzlich für jede rechtsfähige Person möglich. So kann sowohl der oder die private (Klein-) Aktionär*in Anteile erwerben, als auch Kapitalsammelstellen, andere Wirtschaftsunternehmen oder auch die Öffentliche Hand (der Staat). Da sich eine Konzentration von Aktien und Stimmrechten in der Hand von sogenannten institutionellen Investoren (Kapitalsammelstellen etc.) ergibt und meist nur für diese Daten über deren Abstimmungsverhalten und Anforderungen an die Unternehmen vorhanden sind, wurde diese Gruppe in den Blick genommen.

Investoren können bei Kapitalgesellschaften und insbesondere bei börsennotierten Aktiengesellschaften (AG) oder Societas Europaea (SE) regelmäßig über die Ausübung ihres Stimmrechts auf den Hauptversammlungen Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaften nehmen.

Hingegen variierte die Marktkapitalisierung⁵ zum Stichtag 31.12.2020 innerhalb der Gruppe der Unternehmen im Unternehmensscope stark⁶ (und veränderte sich börsentäglich durch die Schwankungen der jeweiligen Aktienkurse).

Vor diesem Hintergrund wurde für die Auswahl der Top-30-Investoren auf den Stimmrechtsanteil im jeweiligen Unternehmen des Unternehmensscopes abgestellt.

In der weiteren Analyse wurde nicht das Verhalten von Privatpersonen – also (Klein-)Aktionär*innen – untersucht, da hierzu keine hinreichend verlässlichen und strukturierten Daten zur Verfügung stehen. Es sei aber darauf hingewiesen, dass diese mit ihrer Entscheidung, welchen Fonds sie beispielsweise für ihre private Altersvorsorge nutzen, einen mittelbaren Einfluss auf die entsprechenden Unternehmen haben.

b) Institutionelle Investoren: Ermittlung der Top 30 (Investorenscope)

Die Berechnung der Top 30 der institutionellen Investoren basiert auf den Daten aus der sogenannten Ownership-Datenbank der EQS Group. Die 30 größten institutionellen Investoren wurden anhand ihrer kombinierten Gesamtstimmrechtsanteile in DAX® und MDAX® ausgewählt. Hierbei wurde eine prozentuale Gewichtung der Stimmrechtsanteile über die 90 Firmen, die in den Indizes vertreten sind, durchgeführt.

Wie bereits zuvor beschrieben, ist somit nicht die Investitionssumme (also der Anteil an der Marktkapitalisierung) von Bedeutung, sondern der Anteil an den Stimmrechten. Deshalb sind in Fällen mehrerer Aktiengattungen – Stammaktien (ST) und Vorzugsaktien (VZ) – nur die Stammaktien, die mit Stimmrechten verbunden sind, in die Analyse eingeflossen. Nicht-stimmberechtigte Vorzugsaktien wurden für diese Einordnung außer Betracht gelassen.

Grundlage für diese Daten sind wie bereits erwähnt die Daten aus der sogenannten Ownership-Datenbank der EQS Group. Von der EQS Group wird eine umfangreiche Datenbank gepflegt, deren Daten den Autor*innen für diese Studie entsprechend dem von uns vorab definierten Unternehmensscope zur Verfügung gestellt wurden.⁷ Die Daten der Ownership-Datenbank wurden mit dem Erfassungsstand bis Ende Januar 2021 für alle zum Stichtag 31.12.2020 relevanten Daten in dieser Studie verarbeitet. Bei signifikanten Abweichungen der Daten

5 Die Begriffe „Marktkapitalisierung“, „MarketCap“ und „Börsenwert“ werden in der Regel synonym verwendet. Der Wert gibt den gesamten Wert eines Unternehmens an der Börse an. Im einfachsten Fall ergibt sich die Marktkapitalisierung aus der Multiplikation von Aktienkurs und Zahl der umlaufenden Aktien. In der Praxis sind aber mehrere Fälle relevant: (1) Es gibt nur Stämme: Marktkapitalisierung = Aktienkurs * Aktienzahl gesamt; (2) Es gibt Stämme (ST) und Vorzüge (VZ): Marktkapitalisierung = Aktienkurs ST * Aktienanzahl ST + Aktienkurs VZ * Aktienanzahl VZ. In den Fällen, in denen nur eine der beiden Gattungen im DAX/MDAX gelistet ist, haben wir die jeweilige Anzahl der Aktien mit dem jeweiligen Aktienkurs multipliziert und die Ergebnisse zusammengerechnet.

6 Höchster Wert per 31.12.2020: SAP EUR 131,72 Mrd.; niedrigster Wert per 31.12.2020: Aareal Bank EUR 1,17 Mrd.

7 Weitere Informationen zur EQS Group sowie zur Methodik der Datenerhebung für die Ownership-Datenbank siehe unter V.

aus dem Datenportal der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht⁸ (z.B. durch späte Meldungen seitens der Investoren) oder Abweichungen bei Stichproben auf den Unternehmensseiten im Internet wurden in wenigen Einzelfällen Korrekturen durchgeführt.

Die 30 ausgewählten institutionellen Investoren spiegeln zum 31.12.2020 insgesamt rund 23 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile wider und gleichzeitig rund 22 Prozent der Gesamtmarktkapitalisierung in DAX® und MDAX®. Im Hinblick auf die unterschiedliche Anzahl von Unternehmen und die unterschiedliche Höhe der Marktkapitalisierung bildet der „Gesamtwert“ für DAX® und MDAX® nicht die Summe, sondern den gewichteten Durchschnitt ab. Die resultierenden Werte verteilen sich auf die beiden Indizes wie in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Tabelle 10: Anteil der Top-30-Investoren an den Stimmrechten bzw. der Marktkapitalisierung der Unternehmen in DAX® und MDAX®

	STIMMRECHTE	MARKTKAPITALISIERUNG	
DAX®	24,57%	23,66%	€ 313,54 Mrd.
MDAX®	22,10%	18,71%	€ 98,52 Mrd.
DAX® & MDAX	22,93%	22,25%	€412,06 Mrd.

8 Datenportal der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit den Meldungen von Investoren über die Höhe der Stimmrechtsanteile (Instrumente nach §§ 33, 34 WpHG, § 38 WpHG und § 39 WpHG) <https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/>

9 Für eine vollständige Liste mit Einzelangabe zum Stimmrechtsanteil des jeweiligen Investors und je Index, siehe Anlage IV.

Die Gruppe der Top 30 der institutionellen Investoren⁹ des Investorenscope umfasst die in Tabelle 11 gelisteten Investoren (in alphabetischer Reihenfolge).

c) Verhältnis und Abgrenzung zu Ankerinvestoren

Die Datenanalyse hat ergeben, dass neben einem großen Anteil von nicht identifizierbaren Investoren (übrige Investoren bzw. übrige Aktionäre) an einer Reihe von Unternehmen größere, meist langfristig orientierte Ankerinvestoren beteiligt sind. Auch sind bei einigen Unternehmen nur die nicht mit Stimmrechten versehenen Vorzugsaktien in DAX® bzw. MDAX® gelistet, wobei die Stammaktien in der Hand der Gründer*innen bzw. der „Eigentümerfamilie“ liegen. Diese Investoren – soweit entweder aufgrund des gesonderten Ausweises auf den Internetseiten der jeweiligen Unternehmen ausgewiesen, der Ownership-Datenbank der EQS Group entnehmbar oder durch das Datenportal der BaFin erkennbar – wurden der Gruppe der sogenannten Ankerinvestoren zugeordnet.

Die Verteilung der Stimmrechtsanteile der Investoren dieses Scope in den einzelnen Unternehmen des Unternehmensscope ist sehr unterschiedlich und auch das Zusammenspiel mit anderen Ankerinvestoren ist zu berücksichtigen. Bei einigen Unternehmen, wie bei-

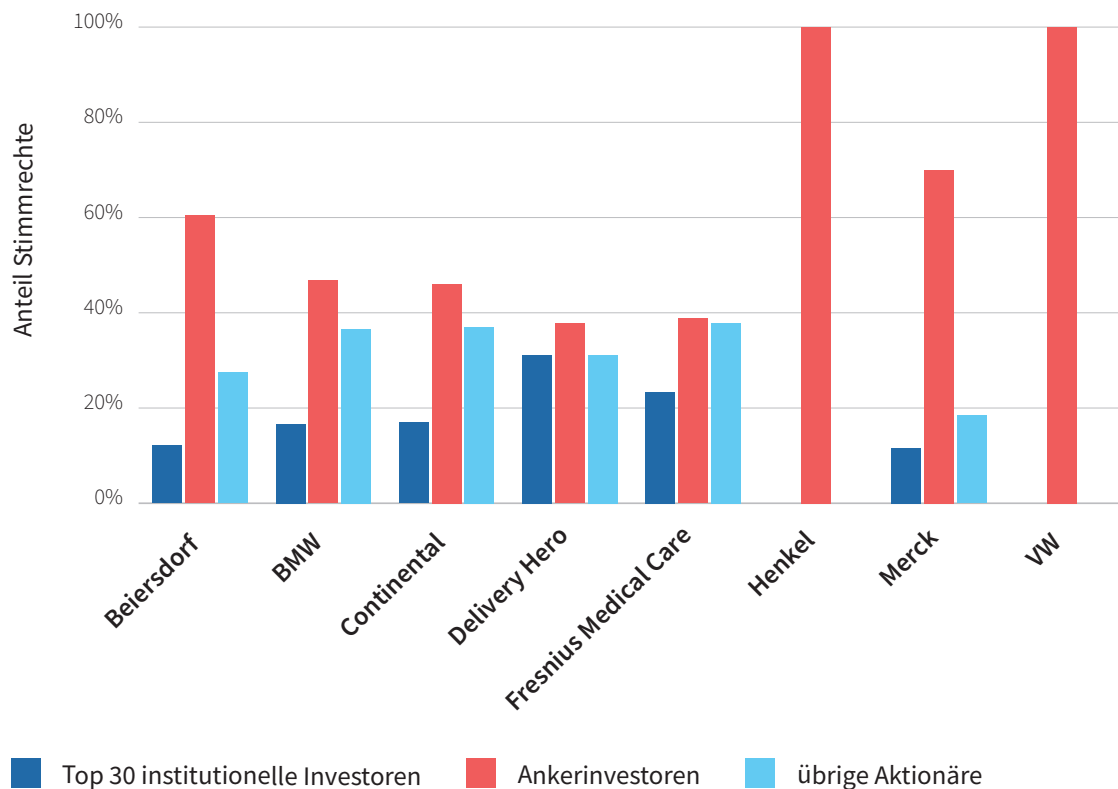
Tabelle 11: Top 30 der institutionellen Investoren (Investorenscope) in alphabetischer Reihenfolge und mit Darstellung des „Ultimate Parent“:

„ULTIMATE PARENT“ (LISTE LAUT EQS GROUP)	INVESTOREN (LISTE GEMÄSS PROXY INSIGHT)
Allianz SE	Allianz Global Investors
Ameriprise Financial, Inc.	Ameriprise Financial Asset Management
Artisan Partners Asset Management, Inc.	Artisan Partners
Baillie Gifford & Co.	Baillie Gifford Europe
BlackRock, Inc.	BlackRock
BNP Paribas SA	BNP Paribas Asset Management
Credit Suisse Group AG	Credit Suisse
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.	Deka Investment
Deutsche Bank AG	DWS Investment GmbH
Dimensional Holdings, Inc.	Dimensional Fund Advisors Global
FIL Ltd.	Fidelity International
Flossbach von Storch AG	Flossbach von Storch
FMR LLC	FMR LLC
Franklin Resources, Inc.	Franklin Templeton Investments

Government of Norway	Norges Bank Investment Management
„ULTIMATE PARENT“ (LISTE LAUT EQS GROUP)	INVESTOREN (LISTE GEMÄSS PROXY INSIGHT)
Invesco Ltd.	Invesco Advisors Management Deutschland GmbH
JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Investment Management, Inc.
MetLife, Inc.	Metlife Advisors
Rue la Boetie SAS	Amundi
Schroders Plc	Schroders
Société Générale SA	Lyxor
State Street Corp.	SSgA Funds Management, Inc. (State Street)
Stichting Pensioenfonds ABP	Stichting Pensioenfonds ING
Sun Life Financial, Inc.	MFS Investment Management, Inc.
T. Rowe Price Group, Inc.	T. Rowe Price Associates, Inc.
The Capital Group Cos., Inc.	The Capital Group
The Vanguard Group, Inc.	Vanguard
TIAA Board of Overseers	TIAA-CREF Asset Management LLC
UBS Group AG	UBS Asset Management
Union Asset Management Holding AG	Union Investment

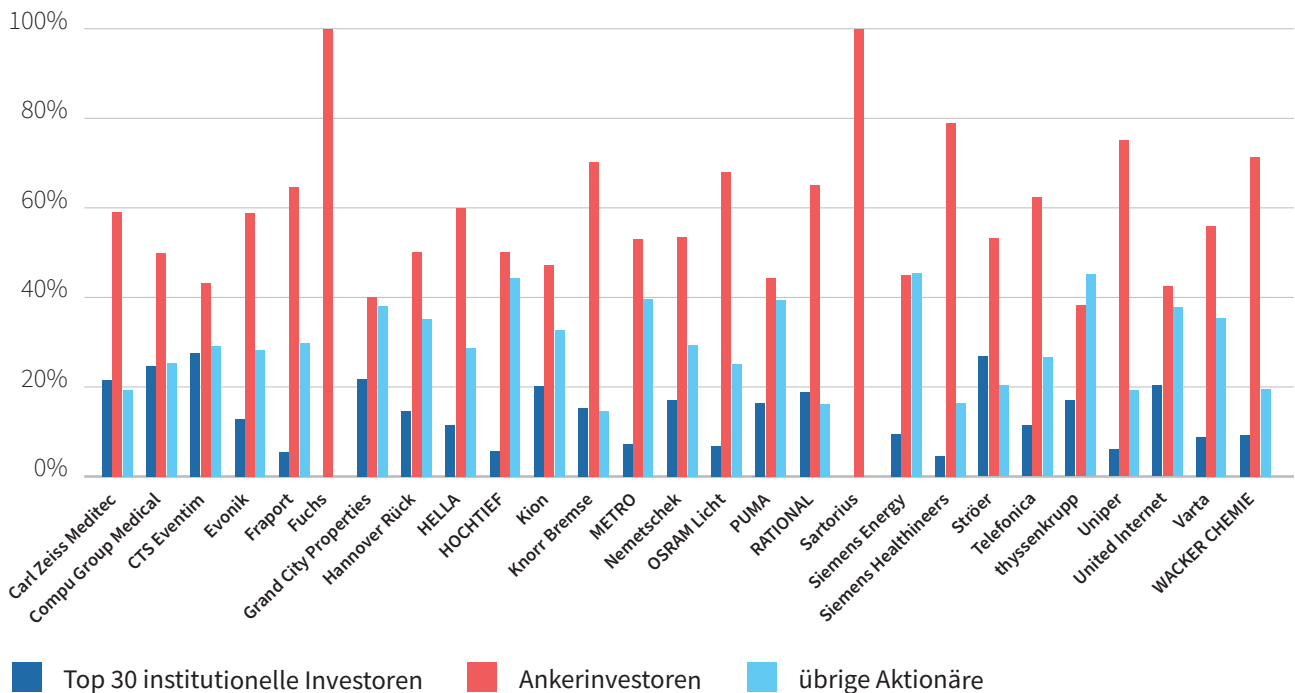
GRAFIK 26

Unternehmen im DAX® mit großen Ankerinvestoren und deren Stimmrechtsanteilen



GRAFIK 27

Unternehmen im MDAX® mit großen Ankerinvestoren und deren Stimmrechtsanteilen



spielsweise der Henkel AG (DAX®), der Volkswagen AG (DAX®) oder der Fuchs Petrolub SE (MDAX®) bzw. der Sartorius Aktiengesellschaft (MDAX®), sind nur die nicht-stimmberechtigten Vorzugsaktien im Index vertreten und damit für die Investoren verfügbar. Auch bei anderen Unternehmen, wie im DAX® beispielsweise bei Beiersdorf, BMW, Continental, Merck oder im MDAX® bei Carl Zeiss, HELLA, Knorr Bremse, Osram, Rational, Siemens Healthineers, Uniper oder Wacker, haben Ankerinvestoren einen so großen Stimmrechtsanteil, dass den Vorstellungen und Forderungen der übrigen Investoren nur wenig Gewicht zukommt.

Ein wesentlicher Ankerinvestor in Unternehmen in DAX® und MDAX® ist die Bundesrepublik Deutschland, entweder direkt oder indirekt über die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) oder den Finanzmarkt- bzw. Wirtschaftsstabilisierungsfonds (nachfolgend: der Bund). Hierzu zählen Deutsche Telekom (DAX®), Deutsche Post (DAX®), Lufthansa (MDAX®) und Commerzbank (MDAX®).

Als weitere wesentliche staatliche Ankerinvestoren sind zu nennen: das Land Niedersachsen bei Volkswagen (DAX®) und das Land Hessen bei Fraport (MDAX®). Für die Analyse wurden dabei folgende Gruppen gebildet: (1) Top 30 der institutionellen Investoren, (2) Ankerin-

vestoren und (3) übrige Aktionäre¹⁰.

III. ZUSAMMENSETZUNG DER BOARDS (VORSTAND UND AUFSICHTSRAT): GREMIENSYSTEM IN DEUTSCHLAND

a) Die dualistische Verfassung deutscher Aktiengesellschaften

Die Geschäftsleitung von Kapitalgesellschaften ist international häufig nach dem sogenannten monistischen System („one-tier system“) organisiert. In diesem System ist die Geschäftsleitung von Unternehmen institutionell nicht von der Überwachung getrennt. Diese beiden Funktionen werden vielmehr von ein und demselben Organ („Board of Directors“, oder Verwaltungsrat) wahrgenommen. Gleichwohl umfassen die Boards in One-Tier-Systemen zwei Gruppen von Mitgliedern: die sogenannten „Executive Directors“ sind mit dem Vorstand in einer deutschen Aktiengesellschaft vergleichbar, während die „Non-Executive Directors“ eher der Aufsichtsratsfunktion entsprechen.

¹⁰ Die Verteilung der Investoren auf die Gruppen bezogen auf die Unternehmen des definierten Firmenscope ist Anlage III zu entnehmen.

Die meisten Unternehmen in unserem Unternehmensscope sind nach deutschem Aktienrecht errichtete Aktiengesellschaften (AG) oder nach europäischem Recht (in Verbindung mit deutschem Aktienrecht) errichtete Societas Europaea (SE), deren Unternehmensleitung nach dem dualistischen System („two-tier system“) strukturiert ist. Hier besteht eine deutliche Unterscheidung zwischen dem Vorstand als Leitungs- bzw. Exekutivorgan und dem Aufsichtsrat als Überwachungsorgan.

In unserem Unternehmensscope befinden sich eine kleine Zahl von Unternehmen, deren Boards nicht nach dem dualistischen System strukturiert sind.

Tabelle 12: Unternehmen im Unternehmensscope, für die das deutsche Rechtssystem keine Anwendung findet

INDEX	EMITTENT / UNTERNEHMEN
DAX®	Linde PLC
MDAX®	Airbus SE
MDAX®	Aroundtown SA
MDAX®	Grand City Properties S.A.
MDAX®	QIAGEN N.V.
MDAX®	Shop Apotheke N.V.

Bei diesen Unternehmen haben wir entsprechend der Beschreibungen der Positionen der Board-Mitglieder eine entsprechende Zuordnung zum Leitungs- bzw. Exekutivorgan (Vorstand) oder zum Überwachungsorgan (Aufsichtsrat) des jeweiligen Unternehmens vorgenommen. Diese Unternehmen wurden nur hinsichtlich der statistischen Auswertungen der Diversitätsdaten berücksichtigt. Die Analyse der rechtlichen Möglichkeiten sowie die Empfehlungen an den deutschen Gesetzgeber umfassen ausdrücklich nicht die vorgenannten Unternehmen mit ausländischer Rechtsform.

b) Biografiedaten / AllBright-Daten

Um den Stand der Diversität in den Gremien festzustellen, wurde eine Biografiedatenbank mit verschiedenen Diversitätsdimensionen der Gremienmitglieder erstellt. Als Diversitätsdimensionen wurden vor allem die folgenden berücksichtigt: (1) Geschlecht, (2) Internationalität bzw. Diversität in der Herkunft (also Personen, die eine andere Nationalität als die deutsche haben), (3) Ausbildung bzw. fachliche Disziplin (also unterschiedliche Ausbildungs- oder Studienrichtungen wie beispielsweise Wirtschaftswissenschaften, Geisteswissenschaften oder Naturwissenschaften) der Gremienmitglieder, sowie (4) Alter im Jahr 2020. Grundlage hierfür war die Datensammlung der AllBright-Stiftung, die die Zusammensetzung der Gremien zum Zeitpunkt März 2020 enthielt. Diese Daten-

sammlung wurde für eine differenzierte Betrachtung zweier Zeitpunkte aktualisiert: (1) die Zusammensetzung der Gremien vor der Hauptversammlung jedes einzelnen Unternehmens und (2) zum Analysetichtag 31.12.2020. Die Ergänzungen erfolgten durch eigene Recherchen insbesondere auf den Internetseiten der Unternehmen (veröffentlichte Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat sowie Lebensläufe) sowie durch die Angaben in den Geschäftsberichten (insbesondere zur Struktur und zu den Mitgliedern in den Ausschüssen der Aufsichtsräte). Da die Daten der Arbeitnehmervertreter*innen im Aufsichtsrat häufig nicht vollständig ermittelbar waren, wurden sie in diese Analyse nur bedingt miteinbezogen (Arbeitnehmervertreter*innen werden nicht von der Hauptversammlung gewählt und unterliegen somit nicht den Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, kurz DCGK).

c) Fokus Aufsichtsrat

Bei der Recherche zeigte sich, dass es in den meisten Fällen eine höhere Datenverfügbarkeit in Bezug auf die Mitglieder der Aufsichtsräte und der entsprechenden Ausschüsse gibt. Diese Tatsache beruht im Wesentlichen darauf, dass nach den Empfehlungen des DCGK für die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder auf der Hauptversammlung ein Lebenslauf zur Verfügung gestellt werden soll.

Entsprechend sind bei einer Reihe von Unternehmen, bei denen ein Drittel oder die Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder von der Arbeitnehmer*innenseite gewählt werden, für die Arbeitnehmervertreter*innen im Aufsichtsrat weniger oder gar keine Lebensläufe oder Biografiedaten verfügbar.

Die Datenaufnahme zeigte ferner, dass aufgrund der fehlenden gesetzlichen Vorgaben nicht immer Daten zur Nationalität, zum Ausbildungshintergrund oder zum Alter der jeweiligen Person verfügbar waren. In die Analysen für diesen Bericht wurden daher nur die Unternehmen aus dem Unternehmensscope einbezogen, bei denen die entsprechenden Daten verfügbar waren.

d) Fokus Vorstand

Da die Vorstandsmitglieder der Aktiengesellschaft vom Aufsichtsrat bestellt werden und sich den Investoren nicht zur Wahl stellen müssen, gibt es deutlich weniger aussagefähige Biografiedaten zu den einzelnen Vorstandsmitgliedern. Eine tiefere Analyse über das Geschlecht des Vorstandsmitglieds hinaus z.B. hinsichtlich Internationalität, Ausbildung/ Disziplin und Alter ist daher aktuell nur eingeschränkt möglich. Für die Analysen im Bericht wurden daher nur die Unternehmen aus dem Unternehmensscope einbezogen, bei denen die entsprechenden Daten verfügbar waren.

IV. ANLAGERICHTLINIEN (PROXY VOTING GUIDELINES) UND VERGLEICH MIT DEM TATSÄCHLICHEN ABSTIMMUNGSVERHALTEN AUF HAUPTVERSAMMLUNGEN

a) Anlagerichtlinien / Proxy Voting Guidelines

Für die im Investorenscope gelisteten institutionellen Investoren wurden die sogenannten „Proxy Voting Guidelines“ (Anlagerichtlinien) für das Jahr 2020 von der Datenbank Proxy Insight¹¹ abgerufen. Gleiches gilt für die „Voting Guidelines“ der beiden weltweit einflussreichsten Stimmrechtsberater (sogenannte „Proxy Advisors“) ISS und Glass Lewis. Ein Großteil der Investoren hat global gültige Abstimmungsrichtlinien. Wo möglich wurden jedoch die jeweils regional spezifischsten Richtlinien für den deutschen Markt betrachtet, also beispielsweise BlackRocks Richtlinien für Deutschland, Baillie Giffords Richtlinien für Europa oder JPMorgans Richtlinien für den Raum EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika).

Da das Ziel der Vergleich mit dem tatsächlichen Abstimmungsverhalten in den Hauptversammlungen des Jahres 2020 war, wurden die Anlagerichtlinien bzw. Proxy Voting Guidelines für 2020 hinsichtlich der darin formulierten Anforderungen und relevanten Designaspekte für Diversität analysiert. Eine Erläuterung der Bewertungsdimensionen und Ergebnisse findet sich in Kapitel 4.

b) Abstimmungsverhalten in den Hauptversammlungen

Um das tatsächliche Abstimmungsverhalten der Investoren mit den in ihren veröffentlichten Richtlinien dargestellten Selbstverpflichtungen zu vergleichen, wurden folgende Daten miteinander kombiniert und verglichen:

1. **EQS-Daten:** Überprüfung, ob der betrachtete Investor überhaupt einen Einfluss (in Form von Stimmrechtsanteilen) auf das jeweilige Unternehmen hat
2. **Biografiedaten:** Zusammensetzung der Vorstands- und Aufsichtsratsgremien zum Zeitpunkt der Hauptversammlung 2020
3. **Proxy Insight-Anlagerichtlinien:** veröffentlichte Anforderungen des Investors an die Diversität bei der Gremienzusammensetzung sowie Informationen zum geplanten Abstimmungsverhalten, wenn diese Anforderungen nicht erfüllt sind
4. **Proxy Insight-Abstimmungsverhalten:** tatsächliches Abstimmungsverhalten des Investors bei den Hauptversammlungen in der Saison 2020

Die Kombination dieser Daten ermöglichte den Vergleich zwischen dem tatsächlichen Abstimmungsverhalten der einzelnen Investoren und den in ihren Richtlinien formulierten Anforderungen und Selbstverpflichtungen. Besondere Auswertungen wurden für diejenigen Investoren durchgeführt, die konkrete Mindestkriterien zu Geschlechterdiversität in den Gremien angegeben hatten.

V. ÜBER DIE EQS GROUP UND DIE VERWENDETE OWNERSHIP-DATENBANK

a) EQS Group

Die EQS Group ist ein internationaler Anbieter von regulatorischen Technologien (RegTech) in den Bereichen Corporate Compliance und Investor Relations. Mehrere tausend Unternehmen weltweit schaffen mit der EQS Group Vertrauen, indem sie komplexe nationale und internationale Meldepflichten erfüllen, Risiken minimieren und transparent mit Stakeholdern kommunizieren.

Das EQS IR COCKPIT ist die erste Plattform, die Investorendaten, Kontaktverwaltung und News-Distribution (sowohl regulatorisch als auch nicht-regulatorisch) in einem Tool bündelt. Die Plattform wurde entwickelt, um die Arbeit von Investor-Relations-Verantwortlichen sicher und effizient zu gestalten: mit einfachen Workflows, besseren Ergebnissen und Mehrwerten für Investor-Relations-Manager und Investoren. Darüber hinaus profitieren börsennotierte Unternehmen von den Lösungen für IR-Webseiten: digitale Berichte und Webcasts für eine effiziente und sichere Investorenkommunikation.

Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet. Heute ist der Konzern mit mehr als 400 Mitarbeitenden in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt vertreten.

b) EQS Ownership-Datenbank

Für das Angebot von digitalen Investor-Relations-Lösungen wird von der EQS Group eine umfangreiche Ownership-Datenbank gepflegt.

Die Datenbank enthält globale Aktienbesitzdaten für circa 50.000 verschiedene Institutionen, 60.000 individuelle Investmentfonds-Portfolios und 400.000 Insider bzw. Beteiligungsinhaber aus rund 110 Ländern. Sie bietet detaillierte Preisinformationen, Unternehmensdetails, Eigentumsstatistiken, Eigentumsanalysen und Analysen von Investorenregionen für Unternehmen, deren Aktien öffentlich gehandelt werden.

Die Eigentümer („ownership holders“) werden in folgende Kategorien eingeteilt: (1) institutionelle Inves-

¹¹ Für weiterführende Informationen zu Proxy Insight, siehe Anlage VI.

toren, also Investoren, die entweder als Buy-Side- oder Sell-Side-Firma bezeichnet werden, (2) Insider/Stakeholder, also Investoren, die nicht zu den unter (1) genannten institutionellen Investoren zählen, und (3) Fonds, für die Details auf Fondsebene verfügbar sind und die auf der (verwaltenden) institutionellen Ebene aggregiert werden können, um die Summe der Fondspositionen zu berechnen.

Zur Erhebung der Eigentumsdaten verwendet EQS öffentlich zugängliche Quellen. Für Insider bzw. Beteiligungen sind diese Quellen in der Regel durch die Offenlegungsvorschriften eines bestimmten Landes definiert. Das als „as of“-Datum dargestellte Berichtsdatum wird aus dem zitierten Quelldokument abgeleitet. Je nach Art der Quelle kann dieses „as of“-Datum das Datum sein, an dem ein Geschäftsjahr endete (wie beispielsweise bei Quartals-, Halbjahres- und Jahresberichten von Unternehmen), das Datum einer Aktientransaktion oder das Datum der Veröffentlichung der Offenlegung bzw. des Berichts. In allen Fällen werden alle zusätzlich verfügbaren Informationen, die entweder im Quelldokument oder durch andere Recherchen erfasst werden, verwendet, um zu bestimmen, wie eine Position dargestellt werden soll. Positionen, die namentlich gemeldet werden, können einer geschäftsführenden oder kontrollierenden Einheit – wie beispielsweise einer obersten Muttergesellschaft („Ultimate Parent“) oder einem verbundenen Anlageverwaltungsinstitut – zugewiesen werden. In solchen Fällen wird die Position in der Regel mit Fußnoten versehen, um den direkten Inhaber zu identifizieren, dessen Name möglicherweise nicht mit dem Namen übereinstimmt, unter dem die Insider-bzw. Beteiligungsposition dargestellt wird. Ein wichtiger Teil des Rechercheprozesses besteht darin, die Identität des offenlegenden Aktionärs und seine Beziehung zu anderen Unternehmen zu verstehen, um zu wissen, ob und wie ein Anteil auf ein oberstes kontrollierendes Unternehmen (das „Ultimate Parent“) zugewiesen werden sollte, und um sicherzustellen, dass verwaltete Positionen dem richtigen Buy- oder Sell-Side-Institut zugeordnet werden.

Die Aktualisierungsprioritäten basieren auf Marktwert, verwaltetem Vermögen (Assets under Management, kurz AUM), Index, Markt und ähnlichen Kategorien – je nachdem, um welchen spezifischen Datensatz und welche Quelle es sich handelt. Die zugrundeliegenden Eigentumsverhältnisse für einen bestimmten Inhaber oder eine bestimmte Position können aus 13F-Filings, Berichten von Investmentfonds, Ankündigungen von meldepflichtigen Anteilen, oder Jahresberichten von Emittenten und Aktienregistern zusammengestellt werden. Die Priorität wird für jede Quelle separat berechnet, da jede Quelle in einem separaten Prozess gesammelt wird.

Zu den Quellen für die Ableitung der Beteiligungen von institutionellen Investoren gehören 13F-Filings,

auf Beteiligungen basierende Quellen wie UKSR, RNS, 13D/Gs, Proxies, etc. sowie die Summe der aggregierten Fondsbeteiligungen. Wenn mehrere Quellen verfügbar sind, hat die ganzheitlichere Quelle den Vorrang. So enthalten 13F-Filings beispielsweise mehr Informationen (auf einer höheren Ebene) als die Summe der (bekannten) Fonds.

Die Anteile der Anteilseigner werden in der Regel aus periodisch wiederkehrenden Unternehmensberichten (Geschäftsberichte, Quartalsberichte, etc.), Anteilseignerlisten (Unternehmenswebseiten, Aufsichtsbehörden, Börsen, etc.) und Ereignissen oder Transaktionsankündigungen (der Aufsichtsbehörden und Börsen) extrahiert.

Die Fondsverbände und/oder Aufsichtsbehörden werden in jedem Land kontaktiert, um die Namen der Fondsmanager und die Namen der in jedem Land domizilierten Fonds zu erhalten. Mehr als die Hälfte der nicht-nordamerikanischen Fondsmanager senden die „Feeds“ (Mitteilungen bzw. Datensätze) direkt. Die Fondsmanager entscheiden über die Häufigkeit der „Feeds“ sowie über Schutzfristen. In bestimmten Ländern wie Spanien, Portugal, Schweden, Japan, Brasilien, Singapur und Israel werden die Fondsberichte über die Aufsichtsbehörde oder den Verband der Investmentfonds im jeweiligen Land zur Verfügung gestellt. In mehreren europäischen Ländern werden die Bestände von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften direkt bei den Unternehmen erhoben. In Australien und in Ländern des Nahen Ostens, in denen die vollständige Offenlegung von Fondsbeständen nicht vorgeschrieben ist, werden die Top 10, 20 oder 30 der Bestände jedes Fonds bzw. alle Informationen, die öffentlich zugänglich sind, verarbeitet. Die meisten Aufsichtsbehörden in Europa und Asien verlangen von den Managern von Investmentfonds, ihre Bestände zweimal pro Jahr zu veröffentlichen. Im Allgemeinen werden die Berichte drei bis sechs Monate nach dem Berichtsdatum der Öffentlichkeit zugänglich gemacht (eine Ausnahme ist Deutschland, wo die „Spezial“-Fonds nicht mehr verpflichtet sind, ihre Bestände zu veröffentlichen).

Institutionelle Berichte und Stakeholder-Informationen, für die keine aktuelleren Informationen verfügbar sind, werden bis zu 21 Monate lang als gültig angesehen. Fondspositionen werden so lange fortgeschrieben, bis der Fonds innerhalb von 24 Monaten erneut meldet oder der Fonds aufgelöst wird.

Es werden nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 50 Mio. USD und einem Anteil aller Positionen von 0,1 Prozent oder mehr der ausgegebenen Aktien erfasst. Länder mit intakten Aktienmärkten werden mindestens auf jährlicher Basis mit Hilfe von Geschäftsberichten abgedeckt. Mehr als 70 Länder werden täglich abgedeckt und alle gesetzlichen Meldungen über Änderungen der Eigentumsverhältnisse werden dokumentiert. Tägliche Meldungen erscheinen

in der Ownership-Datenbank innerhalb von ein bis zwei Werktagen nach ihrer Veröffentlichung. Die Aktualität für jährliche und halbjährliche Aktualisierungen variiert zwischen einem Werktag nach der Veröffentlichung und einigen Monaten, abhängig vom Marktwert, der Visibilität des Marktes und dem Stichtag für die Eigentumsdaten.

VI. ÜBER PROXY INSIGHT

Proxy Insight ist weltweit führend bei der Bereitstellung von Informationen zu Investorenabstimmungen und Corporate Governance. Im Wesentlichen sehen die Nutzer der Datenbank, wie die Aktionär*innen bei den Versammlungen von über 32.000 Emittenten über einzelne Beschlüsse abgestimmt haben, was wiederum mit der veröffentlichten Abstimmungspolitik der einzelnen Investoren verglichen werden kann. Wenn man diese Daten in aggregierter Form betrachtet, ergibt sich ein aussagekräftiges Bild, das detailliert aufzeigt, wie mehr als 2.000 Investoren zu bestimmten Themen abstimmen, ob dies je nach Branche, Land oder sogar Unternehmensgröße variiert und ob sich dieses Abstimmungsverhalten im Laufe der Zeit verändert hat. Proxy Insight bezieht etwa 60 Prozent seiner Stimmrechtsdaten aus den „Mutual

Fund Filings (N-PX)“ der amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC). Der übrige Teil wird von den Webseiten der Vermögensverwalter oder von Online-Tools zur Offenlegung von Abstimmungen gesammelt oder ihnen direkt zur Verfügung gestellt. Proxy Insight sammelt auch Daten über Anfragen zur Informationsfreiheit bei Pensionsfonds in den USA und Großbritannien sowie bei Staatsfonds weltweit.

Mit der Advanced Search (erweiterten Suchfunktion) von Proxy Insight können mit Hilfe ausgewählter Kriterien Suchen durchgeführt werden. Bei all den Suchen haben wir immer mit dem Kriterium „DAX30“ und „MDAX“ gearbeitet und die Suche auf das Jahr 2020 begrenzt. Für die (Wieder-)Wahl von Aufsichtsräten wurde mit der Suche „Approve Re/Election of Censor, Approve Re/Election to Supervisory Board or Approve Re/Election to Supervisory Board [S]“ gearbeitet.¹² Für die One-Tier-Boards wurden die Wahlen der „Non-Executive Directors“ betrachtet – dazu dienten die Suchkriterien „Approve Re/Election of Directors or Approve Re/Election of Directors [S]“. Für die Entlastung der Aufsichtsräte wurde mit dem Suchkriterium „Approve Discharge of Supervisory Board“ und „Approve Discharge of Non-Executive Members of the Board“ gearbeitet.

¹² Das Symbol „[S]“ bedeutet, dass es sich um einen Aktionärsvorschlag handelte. Alle anderen (ohne „[S]“ markierten) Einträge waren Vorschläge der Geschäftsführung.

Anlage I

UNTERNEHMENSSCOPE

DAX®-Unternehmen

adidas AG
Allianz SE
BASF SE
Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft
Bayer Aktiengesellschaft
Beiersdorf Aktiengesellschaft
Continental Aktiengesellschaft
Covestro AG
Daimler AG
Delivery Hero SE
DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Deutsche Börse Aktiengesellschaft
Deutsche Post AG
Deutsche Wohnen SE
Deutsche Telekom AG
E.ON SE
Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA
Fresenius SE & Co. KGaA
HeidelbergCement AG
Henkel AG & Co. KGaA
Infineon Technologies AG
Linde PLC
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien
MTU Aero Engines AG
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft in München
RWE Aktiengesellschaft
SAP SE
Siemens Aktiengesellschaft
VOLKSWAGEN AKTIENGESELLSCHAFT
Vonovia SE

MDAX®-Unternehmen

Aareal Bank AG
Airbus SE
AIXTRON SE
alstria office REIT-AG
Aroundtown SA
Aurubis AG
Bechtle Aktiengesellschaft
Brenntag AG
CANCOM SE
Carl Zeiss Meditec AG
COMMERZBANK Aktiengesellschaft

CompuGroup Medical SE & Co. KGaA
CTS Eventim AG & Co. KGaA
Dürr Aktiengesellschaft
Evonik Industries AG
Evotec SE
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide
freenet AG
FUCHS PETROLUB SE
GEA Group Aktiengesellschaft
Gerresheimer AG
Grand City Properties S.A.
Hannover Rück SE
HELLA GmbH & Co. KGaA
HelloFresh SE
HOCHTIEF Aktiengesellschaft
HUGO BOSS AG
K+S Aktiengesellschaft
KION GROUP AG
Knorr-Bremse Aktiengesellschaft
LANXESS Aktiengesellschaft
LEG Immobilien AG
Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft
METRO AG
MorphoSys AG
Nemetschek SE
OSRAM Licht AG
ProSiebenSat.1 Media SE
PUMA SE
QIAGEN N.V.
RATIONAL Aktiengesellschaft
Rheinmetall Aktiengesellschaft
Sartorius Aktiengesellschaft
Scout24 AG
Shop Apotheke N.V.
SIEMENS ENERGY AG
Siemens Healthineers AG
Siltronic AG
Software Aktiengesellschaft
Ströer SE & Co. KGaA
Symrise AG
TAG Immobilien AG
TeamViewer AG
Telefónica Deutschland Holding AG
thyssenkrupp AG
Uniper SE
United Internet AG
VARTA Aktiengesellschaft
Wacker Chemie AG
Zalando SE

Anlage II

Vollständige Liste der Unternehmen im Unternehmensscope der Analyse, inklusive Trading Symbol und ISIN

TRADING SYMBOL	INSTRUMENT	INDEX ISN	ISIN	CURRENT INDEX MEMBERSHIP	EMITTENT/ UNTERNEHMEN*
ADS	ADIDAS AG NA O.N.	DE0008469008	DE000A1EWWW0	DAX	adidas AG
ALV	ALLIANZ SE NA O.N.	DE0008469008	DE0008404005	DAX	Allianz SE
BAS	BASF SE NA O.N.	DE0008469008	DE000BASF111	DAX	BASF SE
BMW	BAY.MOTOREN WERKE AG ST	DE0008469008	DE0005190003	DAX	Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft
BAYN	BAYER AG NA O.N.	DE0008469008	DE000BAY0017	DAX	Bayer Aktiengesellschaft
BEI	BEIERSDORF AG O.N.	DE0008469008	DE0005200000	DAX	Beiersdorf Aktiengesellschaft
CON	CONTINENTAL AG O.N.	DE0008469008	DE0005439004	DAX	Continental Aktiengesellschaft
ICOV	COVESTRO AG O.N.	DE0008469008	DE0006062144	DAX	Covestro AG
DAI	DAIMLER AG NA O.N.	DE0008469008	DE0007100000	DAX	Daimler AG
DHER	DELIVERY HERO SE NA O.N.	DE0008469008	DE000A2E4K43	DAX	Delivery Hero SE
DBK	DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	DE0008469008	DE0005140008	DAX	DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
DB1	DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	DE0008469008	DE0005810055	DAX	Deutsche Börse Aktiengesellschaft
DPW	DEUTSCHE POST AG NA O.N.	DE0008469008	DE0005552004	DAX	Deutsche Post AG
DWNI	DEUTSCHE WOHNEN SE INH	DE0008469008	DE000A0HN5C6	DAX	Deutsche Wohnen SE
DTE	DT.TELEKOM AG NA	DE0008469008	DE0005557508	DAX	Deutsche Telekom AG
EOAN	E.ON SE NA O.N.	DE0008469008	DE000ENAG999	DAX	E.ON SE
FME	FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	DE0008469008	DE0005785802	DAX	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA
FRE	FRESENIUS SE+CO. KGAA O.N.	DE0008469008	DE0005785604	DAX	Fresenius SE & Co. KGaA
HEI	HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	DE0008469008	DE0006047004	DAX	HeidelbergCement AG
HEN3	HENKEL AG+CO.KGAA VZO	DE0008469008	DE0006048432	DAX	Henkel AG & Co. KGaA
IFX	INFINEON TECH.AG NA O.N.	DE0008469008	DE0006231004	DAX	Infineon Technologies AG
LIN	LINDE PLC EO 0,001	DE0008469008	IE00BZ12WP82	DAX	Linde PLC
MRK	MERCK KGAA O.N.	DE0008469008	DE0006599905	DAX	MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien
MTX	MTU AERO ENGINES NA O.N.	DE0008469008	DE000A0D9PT0	DAX	MTU Aero Engines AG
MUV2	MUENCH.RUECKVERS. VNA O.N.	DE0008469008	DE0008430026	DAX	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft in München
RWE	RWE AG INH O.N.	DE0008469008	DE0007037129	DAX	RWE Aktiengesellschaft
SAP	SAP SE O.N.	DE0008469008	DE0007164600	DAX	SAP SE
SIE	SIEMENS AG NA O.N.	DE0008469008	DE0007236101	DAX	Siemens Aktiengesellschaft

* offizieller Name laut BaFin-Meldeliste bzw. Unternehmensveröffentlichungen

TRADING SYMBOL	INSTRUMENT	INDEX ISN	ISIN	CURRENT INDEX MEMBERSHIP	EMITTENT/ UNTERNEHMEN*
VOW3	VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	DE0008469008	DE0007664039	DAX	VOLKSWAGEN AKTIENGESELLSCHAFT
VNA	VONOVIA SE NA O.N.	DE0008469008	DE000A1ML7J1	DAX	Vonovia SE
ARL	AAREAL BANK AG	DE0008469008	DE0005408116	MDAX	Aareal Bank AG
AIR	AIRBUS	DE0008469008	NL0000235190	MDAX	Airbus SE
AIXA	AIXTRON SE NA O.N.	DE0008469008	DE000A0WMPJ6	MDAX	AIXTRON SE
AOX	ALSTRIA OFFICE REIT-AG	DE0008469008	DE000A0LD2U1	MDAX	alstria office REIT-AG
AT1	AROUNDTOWN EO-,01	DE0008469008	LU1673108939	MDAX	Aroundtown SA
NDA	AURUBIS AG	DE0008469008	DE0006766504	MDAX	Aurubis AG
BC8	BECHTLE AG O.N.	DE0008469008	DE0005158703	MDAX	Bechtle Aktiengesellschaft
BNR	BRENNTAG AG NA O.N.	DE0008469008	DE000A1DAH0	MDAX	Brenntag AG
COK	CANCOM SE O.N.	DE0008469008	DE0005419105	MDAX	CANCOM SE
AFX	CARL ZEISS MEDITEC AG	DE0008469008	DE0005313704	MDAX	Carl Zeiss Meditec AG
CBK	COMMERZBANK AG	DE0008469008	DE000CBK1001	MDAX	COMMERZBANK Aktiengesellschaft
COP	COMPUGROUP MED. NA O.N.	DE0008469008	DE000A288904	MDAX	CompuGroup Medical SE & Co. KGaA
EVD	CTS EVENTIM KGAA	DE0008469008	DE0005470306	MDAX	CTS Eventim AG & Co. KGaA
DUE	DUERR AG O.N.	DE0008469008	DE0005565204	MDAX	Dürr Aktiengesellschaft
EVK	EVONIK INDUSTRIES NA O.N.	DE0008469008	DE000EVNK013	MDAX	Evonik Industries AG
EVT	EVOTEC SE INH O.N.	DE0008469008	DE0005664809	MDAX	Evotec SE
FRA	FRAPORT AG FFM. AIRPORT	DE0008469008	DE0005773303	MDAX	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide
FNTN	FREENET AG NA O.N.	DE0008469008	DE000A0Z2ZZ5	MDAX	freenet AG
FPE3	FUCHS PETROL.SE VZO O.N.	DE0008469008	DE0005790430	MDAX	FUCHS PETROLUB SE
G1A	GEA GROUP AG	DE0008469008	DE0006602006	MDAX	GEA Group Aktiengesellschaft
GXI	GERRESHEIMER AG	DE0008469008	DE000A0LD6E6	MDAX	Gerresheimer AG
GYC	GRAND CITY PROPERT. EO-,10	DE0008469008	LU0775917882	MDAX	Grand City Properties S.A.
HNR1	HANNOVER RUECK SE NA O.N.	DE0008469008	DE0008402215	MDAX	Hannover Rück SE
HLE	HELLA GMBH+CO. KGAA O.N.	DE0008469008	DE000A13SX22	MDAX	HELLA GmbH & Co. KGaA
HFG	HELLOFRESH SE INH O.N.	DE0008469008	DE000A161408	MDAX	HelloFresh SE
HOT	HOCHTIEF AG	DE0008469008	DE0006070006	MDAX	HOCHTIEF Aktiengesellschaft
BOSS	HUGO BOSS AG NA O.N.	DE0008469008	DE000A1PHFF7	MDAX	HUGO BOSS AG
SDF	K+S AG NA O.N.	DE0008469008	DE000KSAG888	MDAX	K+S Aktiengesellschaft
KGX	KION GROUP AG	DE0008469008	DE000KGX8881	MDAX	KION GROUP AG
KBX	KNORR-BREMSE AG INH O.N.	DE0008469008	DE000KBX1006	MDAX	Knorr-Bremse Aktiengesellschaft
LXS	LANXESS AG	DE0008469008	DE0005470405	MDAX	LANXESS Aktiengesellschaft
LEG	LEG IMMOBILIEN AG NA O.N.	DE0008469008	DE000LEG1110	MDAX	LEG Immobilien AG
LHA	LUFTHANSA AG VNA O.N.	DE0008469008	DE0008232125	MDAX	Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft
B4B	METRO AG ST O.N.	DE0008469008	DE000BFB0019	MDAX	METRO AG
MOR	MORPHOSYS AG O.N.	DE0008469008	DE0006632003	MDAX	MorphoSys AG
NEM	NEMETSCHEK SE O.N.	DE0008469008	DE0006452907	MDAX	Nemetschek SE

TRADING SYMBOL	INSTRUMENT	INDEX ISN	ISIN	CURRENT INDEX MEMBERSHIP	EMITTENT/ UNTERNEHMEN*
OSR	OSRAM LICHT AG NA O.N.	DE0008469008	DE000LED4000	MDAX	OSRAM Licht AG
PSM	PROSIEBENSAT.1 NA O.N.	DE0008469008	DE000PSM7770	MDAX	ProSiebenSat.1 Media SE
PUM	PUMA SE	DE0008469008	DE0006969603	MDAX	PUMA SE
QIA	QIAGEN NV EO -,01	DE0008469008	NL0012169213	MDAX	QIAGEN N.V.
RAA	RATIONAL AG	DE0008469008	DE0007010803	MDAX	RATIONAL Aktiengesellschaft
RHM	RHEINMETALL AG	DE0008469008	DE0007030009	MDAX	Rheinmetall Aktiengesellschaft
SRT3	SARTORIUS AG VZO O.N.	DE0008469008	DE0007165631	MDAX	Sartorius Aktiengesellschaft
G24	SCOUT24 AG NA O.N.	DE0008469008	DE000A12DM80	MDAX	Scout24 AG
SAE	SHOP APOTHEKE EUROPE INH.	DE0008469008	NL0012044747	MDAX	Shop Apotheke N.V.
ENR	SIEMENS ENERGY AG NA O.N.	DE0008469008	DE000ENER6Y0	MDAX	SIEMENS ENERGY AG
SHL	SIEMENS HEALTH.AG NA O.N.	DE0008469008	DE000SHL1006	MDAX	Siemens Healthineers AG
WAF	SILTRONIC AG NA O.N.	DE0008469008	DE000WAF3001	MDAX	Siltronic AG
SOW	SOFTWARE AG NA O.N.	DE0008469008	DE000A2GS401	MDAX	Software Aktiengesellschaft
SAX	STROER SE + CO. KGAA	DE0008469008	DE0007493991	MDAX	Ströer SE & Co. KGaA
SY1	SYMRISE AG INH. O.N.	DE0008469008	DE000SYM9999	MDAX	Symrise AG
TEG	TAG IMMOBILIEN AG	DE0008469008	DE0008303504	MDAX	TAG Immobilien AG
TMV	TEAMVIEWER AG INH O.N.	DE0008469008	DE000A2YN900	MDAX	TeamViewer AG
O2D	TELEFONICA DTLD HLDG NA	DE0008469008	DE000A1J5RX9	MDAX	Telefónica Deutschland Holding AG
TKA	THYSSENKRUPP AG O.N.	DE0008469008	DE0007500001	MDAX	thyssenkrupp AG
UN01	UNIPER SE NA O.N.	DE0008469008	DE000UNSE018	MDAX	Uniper SE
UTDI	UTD.INTERNET AG NA	DE0008469008	DE0005089031	MDAX	United Internet AG
VAR1	VARTA AG O.N.	DE0008469008	DE000A0TGJ55	MDAX	VARTA AKTIENGESELLSCHAFT
WCH	WACKER CHEMIE O.N.	DE0008469008	DE000WCH8881	MDAX	Wacker Chemie AG
ZAL	ZALANDO SE	DE0008469008	DE000ZAL1111	MDAX	Zalando SE

Anlage III

Investorenscope der Analyse

„ULTIMATE PARENT“ (LISTE LAUT EQS GROUP)	INVESTOREN (LISTE GEMÄSS PROXY INSIGHT)
Allianz SE	Allianz Global Investors
Ameriprise Financial, Inc.	Ameriprise Financial Asset Management
Artisan Partners Asset Management, Inc.	Artisan Partners
Baillie Gifford & Co.	Baillie Gifford Europe
BlackRock, Inc.	BlackRock
BNP Paribas SA	BNP Paribas Asset Management
Credit Suisse Group AG	Credit Suisse
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.	Deka Investment
Deutsche Bank AG	DWS Investment GmbH
Dimensional Holdings, Inc.	Dimensional Fund Advisors Global
FIL Ltd.	Fidelity International
Flossbach von Storch AG	Flossbach von Storch
FMR LLC	FMR LLC
Franklin Resources, Inc.	Franklin Templeton Investments
Government of Norway	Norges Bank Investment Management
Invesco Ltd.	Invesco Advisors Management Deutschland GmbH
JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Investment Management, Inc.
MetLife, Inc.	Metlife Advisors
Rue la Boetie SAS	Amundi
Schroders Plc	Schroders
Société Générale SA	Lyxor
State Street Corp.	SSgA Funds Management, Inc. (State Street)
Stichting Pensioenfond ABP	Stichting Pensioensfonds ING
Sun Life Financial, Inc.	MFS Investment Management, Inc.
T. Rowe Price Group, Inc.	T. Rowe Price Associates, Inc.
The Capital Group Cos., Inc.	The Capital Group
The Vanguard Group, Inc.	Vanguard
TIAA Board of Overseers	TIAA-CREF Asset Management LLC
UBS Group AG	UBS Asset Management
Union Asset Management Holding AG	Union Investment

Anlage IV

Institutionelle Investoren (in alphabetischer Reihenfolge)

INSTITUTIONELLE INVESTOREN (ALPHABETISCH SORTIERT)		STIMMRECHTSANTEILE		
		DAX	MDAX	DAX & MDAX
		in %	in %	in %
Allianz Global Investors	Allianz SE	0,871	1,607	1,362
Ameriprise Financial Asset Management	Ameriprise Financial, Inc.	0,071	0,443	0,319
Artisan Partners	Artisan Partners Asset Management, Inc.	0,357	0,247	0,284
Baillie Gifford Europe	Baillie Gifford & Co.	0,583	0,989	0,854
BlackRock	BlackRock, Inc.	3,516	2,428	2,791
BNP Paribas Asset Management	BNP Paribas SA	0,356	0,421	0,399
Credit Suisse	Credit Suisse Group AG	0,177	0,350	0,292
DWS Investment GmbH	Deutsche Bank AG	1,885	1,712	1,770
Deka Investment	Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.	0,691	0,682	0,685
Dimensional Fund Advisors Global	Dimensional Holdings, Inc.	0,292	0,835	0,654
Fidelity International	FIL Ltd.	0,528	0,463	0,485
Flossbach von Storch	Flossbach von Storch AG	0,175	0,624	0,474
FMR LLC	FMR LLC	0,812	0,407	0,542
Franklin Templeton Investments	Franklin Resources, Inc.	0,643	0,249	0,380
Norges Bank Investment Management	Government of Norway	2,447	1,807	2,021
TIAA-CREF Asset Management LLC	TIAA Board of Overseers	0,150	0,221	0,197
Invesco Advisors Management Deutschland GmbH	Invesco Ltd.	0,315	0,630	0,525
JPMorgan Investment Management, Inc.	JPMorgan Chase & Co.	0,351	0,278	0,303
Metlife Advisors	MetLife, Inc.	0,631	0,202	0,345
Amundi	Rue la Boetie SAS	0,936	0,673	0,761
Schroders Investment	Schroders Plc	0,416	0,407	0,410
Lyxor	Societe Generale SA	0,455	0,300	0,351
State Street Global Advisors Europe	State Street Corp.	0,454	0,196	0,282
Stichting Pensioensfond ING	Stichting Pensioenfond ABP	0,343	0,434	0,403
MFS Investment Management, Inc.	Sun Life Financial, Inc.	0,903	0,985	0,958
T. Rowe Price Associates, Inc.	T. Rowe Price Group, Inc.	0,466	0,734	0,644
The Capital Group	The Capital Group Cos., Inc.	1,795	1,201	1,399
Vanguard	The Vanguard Group, Inc.	2,696	1,960	2,205
UBS Asset Management	UBS Group AG	0,432	0,336	0,368
Union Investment	Union Asset Management Holding AG	0,824	0,283	0,463
		24,570	22,104	22,926

Über die Autor*innen



Dr. Philine Sandhu, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Projektleitung

Als promovierte Wirtschaftswissenschaftlerin verfügt Dr. Philine Sandhu über langjährige Expertise im Bereich Diversity & Governance. An der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin hat sie die akademische Leitung des seit 2014 bestehenden Aufsichtsrätinnen-Programms inne. Darüber hinaus war sie von 2018 bis 2020 die wissenschaftliche Beraterin der Bundesregierung für die Evaluierung des Führungspositionengesetzes (FüPoG) und diente im Jahr 2021 als Sachverständige im deutschen Bundestag zum FüPoG II. Weitere berufliche Stationen waren u.a. die KPMG AG sowie die LEAD Academy. Sie publiziert regelmäßig in Fachzeitschriften, u.a. in Der Aufsichtsrat, im Human Resources Manager und in der Zeitschrift für Organisationsentwicklung und Change Management. Ihre Meinungsbeiträge werden in Medien wie dem Handelsblatt (Kolumne „Homo Oeconomicus“), in der ZEIT, im AllBright Bericht oder in Bloomberg News aufgegriffen.



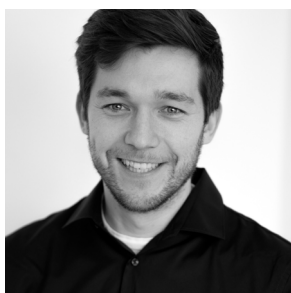
Daniela Heyer, CFO & Finanzexpertin, Storengy

Daniela Heyer ist Chief Financial Officer der Storengy Deutschland GmbH. Durch ihre Tätigkeit als Leiterin des Finanzbereichs der Deutsche Wohnen SE (DAX/MDAX) sowie in ihrer aktuellen Position als CFO/Head of Finance bei der Storengy Deutschland (einem Teil des ENGIE-Konzerns) verfügt sie über umfassende finanzwirtschaftliche Expertise. Hinzu kommen langjährige praktische Erfahrungen in der gesetzlichen Finanzberichterstattung bei börsennotierten und nicht-gelisteten Unternehmen verschiedener Größenordnungen sowie in der Umsetzung von Investorenanforderungen und in der Berichterstattung für die Kapitalmarktkommunikation. Daneben war sie als Aufsichtsrätin bei verschiedenen Unternehmen tätig und ist seit 2019 Dozentin für Kaufmännische Rahmenbedingungen sowie Bilanzierung & Reporting im Aufsichtsrätinnen-Programm an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.



Dr. Gabriele Apfelbacher, Senior Counsel, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Als Rechtsanwältin und Expertin für Kapitalmarktrecht, Corporate Governance und Aktienrecht verfügt Dr. Gabriele Apfelbacher über langjährige Erfahrung bei der Beratung von Emittenten und Konsortialbanken im Zusammenhang mit IPOs und Kapitalerhöhungen sowie zu kapitalmarktregulatorischen Fragestellungen. Sie hat zudem bei zahlreichen öffentlichen Übernahmen und sonstigen M&A-Transaktionen beraten. Corporate Governance-Themen kennt sie nicht nur aus der Beratung von Vorständen und Aufsichtsräten im Transaktionskontext, zu Organhaftungsthemen und einer Vielzahl anderer Governance-Aspekte, sondern auch als Mitglied des Aufsichtsrats und Vorsitzende des Corporate Governance Committee der im SDAX gelisteten Corestate Capital Holding S.A. (bis Ende 2020). Sie publiziert regelmäßig zu gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen sowie zu Corporate Governance-Themen, u.a. in juristischen Kommentaren und Handbüchern sowie als Mitglied des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins. Von 2017 bis 2020 war sie als Dozentin im Aufsichtsrätinnen-Programm der HWR tätig. Sie ist Mitglied der 2020-2021 DirectWomen Board Institute Class. 2018 wurde sie in die Liste der 100 einflussreichsten Frauen der deutschen Wirtschaft des Manager Magazins aufgenommen. Sie gibt im Rahmen dieser Untersuchung ausschließlich ihre persönliche Auffassung wieder.



Lukas Marschallek, Research Associate

Lukas Marschallek ist als Assistent des Finanzattachés an der Österreichischen Botschaft in Berlin tätig. Seine Masterstudiengänge „Political Economy of European Integration“ und „Economic Policies in the Age of Globalization“ absolvierte er an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin und an der Université Sorbonne Paris Nord. Zudem erwarb er einen Bachelorabschluss in Internationalen Beziehungen und Wirtschaftswissenschaften an der Universität Erfurt. Während seines Studiums absolvierte Lukas Marschallek mehrere Praktika, u.a. am Amerikanischen Generalkonsulat in Hamburg während des G20-Gipfels. Zu seinen Arbeits- und Interessenschwerpunkten gehören die europäische Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik und insbesondere die Durchsetzung der europäischen Fiskalregeln.

Kooperationspartner der Studie

ALLBRIGHT

Wir bedanken uns herzlich bei der AllBright Stiftung für die Bereitstellung der Daten zu den Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern im DAX® und MDAX®. Die AllBright Stiftung ist eine gemeinnützige Stiftung mit Sitz in Stockholm und Berlin. Sie setzt sich für mehr Frauen und Diversität in den Führungspositionen der Wirtschaft ein. Das AllBright Ranking betrachtet regelmäßig die 160 Unternehmen, welche in den Indizes DAX®, MDAX® und SDAX® der Deutsche Börse gelistet sind und schafft Transparenz über den Frauenanteil in den Vorständen dieser Unternehmen.

EQS GROUP

Wir bedanken uns herzlich bei der EQS Group für die Verwendung ihrer Daten aus der sogenannten Ownership-Datenbank. Die EQS Group ist ein internationaler Anbieter von regulatorischen Technologien (RegTech) in den Bereichen Corporate Compliance und Investor Relations. Das EQS IR COCKPIT ist die erste Plattform, die Investorendaten, Kontaktverwaltung und News-Distribution (sowohl regulatorisch als auch nicht-regulatorisch) in einem Tool bündelt, um die Arbeit von Investor-Relations-Verantwortlichen sicher und effizient zu gestalten. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet.

