

Hartmut Göddecke

Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht, Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht

Auf dem Seidenberg 5, D-53721 Siegburg, Fon: 02241/1733-20, Fax: -44, eMail: h.gueddecke@rechtinfo.de

Veröffentlichung in
NOMOS-Verlag
Kanzleien in Deutschland
14. Auflage 2013

Stimmrechtsorientierung von Investoren auf Hauptversammlungen mit Hilfe von Proxy Advisors

Die Meinungsbildung durch Stimmrechtsberater ist ein verantwortungsvolles Geschäftsfeld mit Informationen

Proxy Advisors (Stimmrechtsberater) beraten institutionelle Investoren bei der Ausübung ihrer Stimmrechte in den Hauptversammlungen (HV) in deren weltweiten Beteiligungen börsennotierter Unternehmen. Seit über 15 Jahren versorgen sie einen immer mehr zunehmenden Kreis an Geldgebern mit relevanten Informationen und Empfehlungen für die Unternehmenssteuerung auf Gesellschafterebene¹. Nur wenige relevante Stimmrechtsberater teilen sich diesen Informations- und Servicemarkt - ausgehend von den USA und zunehmend auf dem europäischen Markt. Sie sind seit einiger Zeit in den Blickpunkt der Europäischen Union geraten, die einen Regulierungsbedarf für Stimmrechtsberater für erforderlich ansieht,² und sie sind ebenfalls in den vergangenen Jahren in die Diskussionsforen von Kapitalmarktrechtlern sowie Kapitalsammelstellen gerückt.

¹ Die Wirtschaftswoche spricht in ihrer Ausgabe Nr. 4/12 vom 23.01.2012, S. 84 ff. in der Überschrift deshalb auch schon von Proxy Advisors als "Aktionärsflüsterer"

² Grünbuch der EU-Kommission vom 05.04.11 Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3; European Securities and Markets Authority (ESMA) 22 March 2012, ESMA/2012/212 mit der Aufforderung an interessierte Kreise zur Abgabe von Positionsbestimmungen; Stellungnahmen sind u.a. eingegangen von: Securities and Markets Stakeholder Group: ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisors - Opinion of the SMSG vom 26.04.2012; Deutsches Aktieninstitut : ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory DAI's response; manifest - the proxy voting agency: Response to ESMA Discussion Paper "An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options"; Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV): Position Paper of th GDV An Overview of the Proxy Advisory Industry - Considerations on Possible Policy Options; EU-Kommission plant Modernisierung des europäischen Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance, Ankündigung der EU Kommission vom 12.12.2012.

Bedeutung der Stimmrechtsberater

Sie offerieren ihre Tätigkeit als Abstimm- oder Handlungsempfehlungen regelmäßig für Kapitalsammelstellen. Die Manager dieser Vermögensmassen agieren international, verwalten mehrere tausend Werte in ihrem Portfolio und können sich mit Einzelheiten des investierten Unternehmens sowie dessen wirtschaftlichem Lebensraum nicht in ausreichendem Maße bei der konkreten Unternehmenslenkung in der HV auseinandersetzen³. Einen rechtlich fest definierten Rahmen für die professionelle Stimmrechtsberatung gibt es nicht⁴, da Proxy Advisors im Regelfall weder Wertpapierdienstleistungen noch eine Wertpapiernebenleistung erbringen⁵.

Zu dem Angebot, das sich an Fondsgesellschaften, Versicherungen, Staatsfonds und institutionelle Großanleger richtet, gehört auch der Besuch von HVs, der wiederum in Einzelfällen durch nationale Vertretungen wahrgenommen werden. Dabei geht es darum, eine große Menge an international relevanten Wirtschaftsdaten aufzunehmen, zu bewerten und für eine Entscheidung adäquat aufzubereiten. Da sich dieses Marktsegment im wesentlichen nur sehr wenige Proxy Advisors - wie z. B. Institutional Shareholder Services Inc. (ISS)⁶, Glass-Lewis & Co., Egan-Jones Proxy Services, Ethos-Stiftung, IVOX teilen, darf ihr faktischer Einfluss - insbesondere bei den großen Informationsintermediären - auf die Politik des Unternehmens in zunehmender Weise als nicht gering eingeschätzt werden⁷. Zu dieser Aussage darf man schon heute gelangen, selbst wenn im europäischen Raum kaum ausreichend aufbereitetes Tatsachenmaterial über deren Aktivitäten und Auswirkungen zur Verfügung steht⁸. Auch geht von den Hinweisen der Proxy Advisors an ihre Auftraggeber eine gewisse Sogwirkung für weitere Anlegerkreise als der direkt beratenen aus, gleichförmig zu agieren. Faktisch kommt es damit zu einer Aufspaltung: Auf der einen Seite stehen die Kapitalgeber mit ihrem Besitz und dem Verwalten von Unternehmenswerten sowie dem Tragen der wirtschaftlichen Auswirkungen und auf der

³ So hat der weltgrößte Vermögensverwalter BlackRock etwa die Hälfte seines Vermögens in Aktien investiert und hat damit jährlich Zugang zu etwa 14.000 Hauptversammlungen, davon allein über 4.000 in Europa.

⁴ Fleischer, Die Aktiengesellschaft 2012, 1 (4) mwN Fn. 30

⁵ Bachmann, WM 2011, 1301 (1307)

⁶ laut deren Internetseite (<http://www.issproxy.com/press/2013policies> ; Stand Dezember 2012) besteht dieses Stimmrechtsberatungsunternehmen seit 1985 und hat über 1.700 Kunden, die ihrer Expertise vertrauen.

⁷ Fleischer spricht deshalb von einer zunehmenden Beschäftigung der Gesetzgeber und Rechtswissenschaft mit dem "Aufstieg der Stimmrechtsberater" in Die Aktiengesellschaft 2012, 1 (1).

⁸ Die nicht ausreichend öffentlich vorhandene Tatsachenbasis erschwert auch nach Ansicht des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins (DAV) in seiner Stellungnahme (zu Fragen 18 u. 19. die Verlässlichkeit von konkreten Aussagen, der deshalb nur eine vorsichtige Regulierung für empfehlenswert hält und eine sinngemäße Regelung nach § 135 Abs. 8 AktG für angemessen hält. Ähnlich zur Tatsachenlage auch Fleischer, Die Aktiengesellschaft 2012, 1 (7) mwN. Fn. 60; ebenso auch die Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts vom 26.06.2012 "ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory"

anderen Seite befinden sich die Informationsintermediäre, die die Rechte aus den Stimmmöglichkeiten auf der HV wahrnehmen und damit folglich die Ausrichtung der Zukunft dieses Unternehmens bestimmen, z. B. über die Zusammensetzung des Aufsichtsrates oder einschneidender, mitzubestimmender Maßnahmen in der Unternehmensführung.

Für die Abnehmer dieser Stimmrechtsdienstleistungen liegt der Nutzen in der für sie speziell aufbereiteten kostengünstigen und qualifizierten Auswertung der Unternehmensinformationen, z. T. unter Berücksichtigung lokaler rechtlicher und wirtschaftlicher Gegebenheiten, und der Beantwortung komplexer mit dem investierten Unternehmen und in dessen Kontext stehender Fragen. Hinzu kommt, dass den Kapital-sammelstellen im Regelfalle auch nicht das Personal zur Verfügung steht, um die HVs aller investierten Unternehmen zu besuchen.

Notwendigkeit von Regularien

Diese Art der Informationsaufbereitung zur Entscheidungsfindung als kapitalmarkt-nahe Dienstleistung bei der Stimmrechtsberatung und -ausübung unterliegt trotz immer weiter zunehmender Marktmacht der Proxy Advisors und der sich daran entzündenden Diskussion bislang keinerlei staatlichen Regularien.

Kritikpunkte am Geschäftsmodell der Stimmrechtsberater

Sowohl die Informationsgewinnung der Proxy Advisors als auch die Beratung deren Klientel ist nicht frei von öffentlich geäußerten Bedenken an der Stellung der Stimmrechtsberater im System des Informationsgefüges am Kapitalmarkt. Es mehren sich kritische Stimmen, die klare Transparenzregeln fordern, da Stimmrechtshelfer oft nicht nur die kapitalverwaltende Seite beraten, sondern auch dem die Wertpapiere emittierenden Unternehmen ihre Dienste offerieren. Sie stehen damit in einem klassischen Feld von Interessenkonflikten auf Grund möglicherweise insidervergleichbaren Wissens.

Denn empfehlen sie auf der einen Seite dem beurteilten Unternehmen eine oder mehrere Maßnahmen zur effektiven Ausübung ihrer Geschäfte - die ohne weiteres auch kurz- und mittelfristig zu Lasten der Kapitalgeberseite gehen und Risiken beinhalten können - kann das gegen die Interessen der beratenen Kapitalgeber gerichtet sein, die von einer in eben dieser nicht langfristig orientierten Frist angelegten Wertsteigerung ihres Finanzengagements ausgehen⁹.

⁹ So sieht das Grünbuch der EU (KOM (2011) 164/3 [DE]) unter 2.2 f. (S. 13 ff.) das Kurzfristdenken von Investoren als ein maßgebliches Element für die Beteiligung am Kapitalmarkt zur raschen Erzielung von Gewinnen. Dieser Ausgangspunkt widerstrebt grundsätzlich dem Langfristdenken strategi-

So besteht die klassische Gefahr, dass Proxy Advisors bei ihrer Stimmrechtsberatung ihre Einflussnahme - statt auf die Kapitalgeberseite auszurichten - nutzen, um die Stimmrechte in der Hauptversammlung im Sinne der Unternehmenslenkung des beratenen Unternehmens auszuüben. Auf der anderen Seite kann die Auswirkung spiegelbildlich umgekehrt sein, wenn die Kapitalgeberseite ihren Einfluss über einen Proxy Advisor außerhalb der regulären gesellschaftsrechtlichen Organstrukturen ausübt, um das Unternehmensmanagement zu Leitungshandlungen zu beeinflussen, die nur der singulären Interessenlage einer einzelnen Kapitalsammelstelle dient.

Auf diese Weise gewinnt das Verhalten der Proxy Advisors bereits eine doppelte Bedeutung für das Unternehmen. Aber noch darüber hinaus gehen faktisch ihre Möglichkeiten in einer dritten Ebene lenkend einzuwirken, denn nicht nur die Geschicke des Unternehmens als Berater der Kapitalgeber- und Kapitalsucherseite unterliegen ihrem Einfluss, sondern auch die beruflichen Lebenswege der Unternehmenslenker¹⁰ oder deren Einkommen¹¹ liegen damit zusammenhängend oft in ihren Händen - und sei es nur reflexartig.

Systematik von Regulierungsmöglichkeiten

Unabhängig von den Ansprüchen der verschiedenen am Kapitalmarkt agierenden Individuen gegenüber Proxy Advisors auf fachgerechte Durchführung des Informationsauftrages oder der Stimmrechtsausübung, sind die öffentlichen Postulate an eine derartige Tätigkeit zu formulieren.

Angesichts des globalen Beratungsfeldes der Stimmrechtsberater dürften rein national wirkende Regularien nicht ausreichend sein.

Das grundsätzliche Problem der mangelnden Transparenz und des Erfordernisses eines Regulierungsbedürfnisses hat zumindest ein Teil der Branche erkannt und einzeln haben sich Informationsintermediäre dazu einem unternehmensbezogenen Kodex unterstellt. Es ist kaum anzunehmen, dass man von einer wirkungsvollen Selbstverpflichtung der Proxy Advisors Branche auf dieser regionalen Basis wird ausgehen können. Denn unterschiedliche ökonomische und rechtliche Ansätze die-

scher Investoren (z. B. Lebensversicherungsfonds) und der auf lange Sicht planenden Unternehmensleitung zur Erzielung eines nachhaltigen Unternehmenserfolges.

¹⁰ Prominentestes Beispiel bei deutschen Aktiengesellschaften dürfte die Verhinderung eines Wechsels des früheren Vorstandsvorsitzenden der Deutsche Bank AG Ackermann direkt auf den Posten des Aufsichtsratsvorsitzenden gleich nach seinem Ausscheiden aus dem Vorstandsam auf Bestreben von ISS sein.

¹¹ § 120 Abs. 4 AktG; vgl. dazu auch die Studie "The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies" (Juli 2012) von David F. Larcker, Allan L. McCall, Gaizka Ormazabal für den US-amerikanischen Markt.

ser in verschiedenen Rechtsräumen angesiedelten Informationsintermediäre dürften dem schon aus Gründen differierender Systematik widersprechen. Gerade unter diesem Aspekt spricht vieles dafür, eine transnationale Regelungsebene zu finden.

Inhalt von Regulierungen

Zu den wesentlichen Forderungen einer einheitlichen Regulierung gehört der Ausschluss von Interessenkonflikten analog zur Systematik von Regelungen für wirtschaftsberatende Freiberufler oder zumindest dem systematischen Verhältnis von Rechtsschutzversicherern zu Versicherern anderer Versicherungssparten oder entsprechend gemäß den Vorgaben nach § 135 Abs. 2 S. 1 AktG¹².

Zunächst hilft ein grundsätzlicher Blick auf die Stellung der Stimmrechtsberater im System. Man wird in Proxy Advisors nicht den zu einer Marktneutralität verpflichteten Berater sehen können, der aus dieser Warte heraus den Investor - vergleichbar einem Notar - berät, sondern den im Sinne des Investors positionierten Anwalts. Dieses würde die Annahme von Beratungsaufträgen durch das zur Beurteilung anstehende Unternehmen eindeutig ausschließen. Ein derartig eingeschränktes Tätigkeitsfeld der Stimmrechtsberater scheinen weder die EU noch im deutschen Rechtsrahmen vorliegende Stellungnahmen sehen zu wollen, geschweige denn der Zweig der Proxy Advisors selbst. Zumindest ist in diesem Fall eine klare Offenlegungspolitik zu fordern, analog § 31 Abs. 1 Ziff. 2 WpHG. Eine Verletzung der Offenlegung beim Verstoß von Informationspflichten sollte zudem - zumindest öffentlich rechtlich - sanktioniert werden; die Forderung nach Schadensersatz durch die Investorenseite wird sich angesichts von Nachweispflichten - insbesondere bei der Frage der Kausalität - als fast aussichtslos gestalten. Sollte man hier allerdings den Hebel ansetzen wollen, so sollte auch über eine entsprechende Versicherungspflicht nachgedacht werden.

Zu den Ansprüchen, die beratene Investoren erheben dürfen, gehört die Transparenz zum Abstimmverhalten und der Entscheidungsparameter, die zu den Abstimmverhalten führen. Diese Offenheit muss auch gegenüber dem die Wertpapiere emittierenden Unternehmen herrschen, so dass die Stellungnahmen der Proxy Advisors zuvor der Unternehmensleitung zeitgerecht mitgeteilt werden müssen. Nur so kann vor dem eigentlichen Abstimmvorgang eine qualifizierte Auseinandersetzung mit dem Unternehmen erfolgen. Angesichts dessen, dass der Markt nur von einer überschaubaren Anzahl von Proxy Advisors besetzt wird, muss lediglich eine zeitliche Einschränkung vor der HV für diese Phase definiert werden, eine volumenmäßig Regu-

¹² So sieht der Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltverein es in seiner Stellungnahme zum Grünbuch der EU für sinnvoll an, den Regelungsbereich des § 135 Abs. 8 AktG auch auf Proxy Advisors zu erstrecken.

lierung - gleich in welcher Hinsicht - erscheint damit wenigstens zur Zeit nicht als erforderlich.

Dass es für derartige Informationsintermediäre eine Zulassungs- oder zumindest eine Registrierungspflicht gibt, die auch Mindestanforderungen an die Qualifikation stellen, ist angesichts der in den letzten Jahren geforderten Aufklärung zu Gunsten von Investoren schon fast eine Selbstverständlichkeit in der Forderungsliste an diesen Berufszweig.

Regulierung in allseitigem Interesse

Proxy Advisors haben Einzug in das Stimmrechtsverhalten und die Politik von Großinvestoren und damit in die Geschicke von börsennotierten Unternehmen in vielen Ländern gehalten. Es geht dabei um Einflussnahmen auf Unternehmen im großen Stil. Wollen sie ihr Metier nachhaltig betreiben, haben Kapitalanleger als auch Stimmrechtsberater aus jeweils eigenem Interesse heraus ein Interesse daran, dass ein international einheitlicher Regulierungsrahmen die Arbeitsweise definiert.

Siegburg, im Januar 2013

Hartmut Göddecke
Rechtsanwalt | Fachanwalt für Steuerrecht
Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht