

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 67

Institutionelle Stimmrechtsberatung

Rechtstatsachen, Rechtsökonomik,
rechtliche Rahmenbedingungen und
Regulierungsstrategien

Von

Philip Schwarz



Duncker & Humblot · Berlin

PHILIP SCHWARZ

Institutionelle Stimmrechtsberatung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 67

Institutionelle Stimmrechtsberatung

Rechtstatsachen, Rechtsökonomik,
rechtliche Rahmenbedingungen und
Regulierungsstrategien

Von

Philip Schwarz



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München
hat diese Arbeit im Jahre 2013 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2013 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-14083-1 (Print)

ISBN 978-3-428-54083-9 (E-Book)

ISBN 978-3-428-84083-0 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Einer berühmten Rede *Julius von Kirchmanns* (Die Werthlosigkeit der Jurisprudenz als Wissenschaft, 1848, S. 43 f.) zufolge befassen sich Juristen nur mit dem „Spielwerk des kleinern Details“. Sie seien nicht in der Lage „das Fundament zu legen, den neuen Bau tatkräftig in die Höhe zu führen“. Schenkt man dieser Aussage auch heute noch Glauben, dann darf man von der vorliegenden Arbeit angesichts der Ausbildung ihres Verfassers nicht allzu viel erwarten. Vielleicht hätte sich aber auch *Julius von Kirchmann* zum Weiterblättern ermuntern lassen, wenn er erfahren hätte, dass „Lücken, Zweideutigkeiten, Widersprüche [und das] Unwahre, Veraltete, Willkürliche der positiven Gesetze“ (v. *Kirchmann*, a. a. O., S. 23) zumindest nicht den Schwerpunkt dieser Arbeit bilden. Stimmrechtsberater sind in Deutschland eine vergleichsweise neue Erscheinung. Es geht hier deswegen – wie sich aus dem Untertitel ergibt – zunächst einmal darum, die Rechtstatsachen aufzuarbeiten und die Branche einer rechtsökonomischen Bewertung zu unterziehen. Erst in einem weiteren Schritt wird untersucht, ob und inwieweit die Tätigkeit der Stimmrechtsberater bereits vom geltenden Recht erfasst wird. Von der Antwort auf diese Frage hängt es ab, ob eine Regulierung der Branche geboten ist.

Als ich mit der Anfertigung dieser Arbeit begonnen habe, schien das Phänomen der Stimmrechtsberatung weder in der breiten Öffentlichkeit noch in der Fachwelt auf großes Interesse zu stoßen. Dieser Eindruck änderte sich, als die Europäische Kommission im April 2011 in ihrem Grünbuch zur allgemeinen Corporate Governance auf das Phänomen aufmerksam machte. Der Verfasser einer juristischen Dissertation sieht einer solchen Entwicklung mit einem lachenden und einem weinenden Auge entgegen. Das lachende Auge denkt daran, dass die Dissertation vielleicht einmal auf breites Interesse stoßen könnte. Das weinende Auge ruft sich die mahnenden Worte in Erinnerung, die *Julius von Kirchmann* (a. a. O., S. 23) den Rechtswissenschaftlern mit auf den Weg gegeben hat: „Indem die Wissenschaft das zufällige zu ihrem Gegenstande macht, wird sie selbst zur Zufälligkeit; drei berichtigende Worte des Gesetzgebers und ganze Bibliotheken werden zu Makulatur.“ Ob diese Arbeit zu Makulatur wird, wenn Stimmrechtsberater einmal einer Regulierung unterworfen werden (sollten), oder ob sie auch dann noch als „Fundament“ die Diskussion befruchten kann, mögen ihre Leser beurteilen.

Die Arbeit hat der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München im Wintersemester 2012/2013 als Dissertation vorgelegen. Sie befindet sich auf dem Stand von April 2012. Neu erschienene Literatur konnte noch bis zum Ende des Jahres 2012 nachgetragen werden. Dank gebührt zunächst meinem Doktorvater Prof. Dr. *Lars Klöhn*, LL.M. (Harvard), der die Arbeit angeregt und ihre Entstehung mit großem Interesse und immerwährender Diskussionsbereitschaft begleitet hat. Aus den Gesprächen sind zwei gemeinsame Aufsätze hervorgegangen (in: ZIP 2012, 149–158 sowie in: 8 Capital Markets Law Journal 90–107 [2013]). *Lars Klöhn* hat außerdem mein Interesse für die Rechtsökonomik geweckt. Das Zweitgutachten hat Prof. Dr. *Mathias Habersack* in rekordverdächtiger Zeit erstattet, kurz nachdem er sich als Gutachter für den 69. Deutschen Juristentag selbst mit dem Thema dieser Arbeit befasst hatte. Ihm sei ebenso gedankt wie Prof. Dr. *Hans Christoph Grigoleit* für die Mitwirkung an der mündlichen Doktorprüfung. Für seine Diskussionsbereitschaft und viele hilfreiche Ratschläge gilt mein Dank darüber hinaus Prof. Dr. *Elmar J. Mand*, LL.M. (Yale). Während eines Teils der Entstehungszeit dieser Arbeit war ich am Lehrstuhl von Prof. Dr. *Monika Böhm* in Marburg tätig. Ihr gebührt mein Dank für die damit verbundene Förderung ebenso wie Prof. Dr. *Winrich Langer*, der mir bereits in meinem ersten Semester seine Unterstützung zuteil werden ließ. Prof. Dr. *Holger Fleischer*, Dipl.-Kfm., LL.M. (Univ. of Michigan), Prof. Dr. *Hanno Merkt*, LL.M. (Univ. of Chicago) und Prof. Dr. *Gerald Spindler* danke ich für die Aufnahme in die Schriftenreihe.

Die Studienstiftung des deutschen Volkes gewährte mir für die Studien- sowie für die Promotionszeit Stipendien und ermöglichte mir Erlebnisse, Erkenntnisse und Kontakte, die meine persönliche und fachliche Entwicklung bereichert haben. Ihr sei ebenso gedankt wie dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft, der die Veröffentlichung der Arbeit mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss unterstützt hat. Darüber hinaus fühle ich mich dem Collegium Philippinum der Hessischen Stipendiatenanstalt in Marburg verbunden.

Gewidmet ist diese Arbeit meinen Eltern *Elvira* und Dr. *Rolf Schwarz*, die mich während meiner gesamten Ausbildungsphase bedingungslos und in jeder Hinsicht unterstützt haben. Ohne sie hätte ich die Arbeit nicht geschrieben.

Marburg, im Februar 2013

Philip Schwarz

Inhaltsübersicht

§ 1	Einführung	27
	I. Einordnung von Stimmrechtsberatern in die Corporate Governance-Diskussion	29
	II. Potentielle Gefahren der Stimmrechtsberatung	30
	III. Aktuelle Regulierungsbestrebungen	31
	IV. Zielsetzung und Gang der Untersuchung	32
§ 2	Begriffsbestimmungen	34
§ 3	Der Markt für Stimmrechtsberatung	38
	I. Die Stimmrechtsberater im Einzelnen	40
	II. Wettbewerbssituation	61
§ 4	Einfluss von Stimmrechtsberatern	83
	I. Anekdotische Evidenz und Schätzungen	84
	II. Empirische Erkenntnisse	85
	III. Ergebnis	89
§ 5	Die Konvergenz des Aktienrechts	90
	I. Rechtliche Konvergenz	90
	II. Konvergenz der Aktionärsstrukturen	118
	III. Bedeutung der Konvergenz für Stimmrechtsberater	127
	IV. Zusammenfassung	131
§ 6	Warum beauftragen institutionelle Anleger Stimmrechtsberater?	132
	I. Aktionärsaktivismus durch institutionelle Anleger – tatsächlicher Befund	132
	II. Gründe für die Apathie bei „traditionellen“ institutionellen Anlegern	135
	III. Gründe für die Mandatierung von Stimmrechtsberatern	149
	IV. Zusammenfassende Betrachtung	182
§ 7	Stimmrechtsberater und ihr Einfluss auf die Corporate Governance	184
	I. Potentielle positive Auswirkungen auf die Corporate Governance ...	184
	II. Die Anreize der Stimmrechtsberater	206
	III. Empirische Erkenntnisse	228
§ 8	Rechtliche Rahmenbedingungen für Stimmrechtsberater	251
	I. Rechtliche Rahmenbedingungen in den USA	251
	II. Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland	255

§ 9 Regulierungsstrategien	313
I. Überblick.....	313
II. Direkte Regulierung.....	314
III. Indirekte Regulierung.....	354
§ 10 Zusammenfassung	370
Literaturverzeichnis	373
Sachwortregister	408

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einführung	27
I. Einordnung von Stimmrechtsberatern in die Corporate Governance-Diskussion	29
II. Potentielle Gefahren der Stimmrechtsberatung	30
III. Aktuelle Regulierungsbestrebungen	31
IV. Zielsetzung und Gang der Untersuchung	32
§ 2 Begriffsbestimmungen	34
§ 3 Der Markt für Stimmrechtsberatung	38
I. Die Stimmrechtsberater im Einzelnen	40
1. Institutional Shareholder Services (ISS)/RiskMetrics	40
a) Geschichte	40
b) Stimmrechtsberatung und -ausübung	40
c) Corporate Governance-Ratings	41
d) Corporate Governance-Beratung (durch ICS)	41
2. Glass Lewis	42
a) Allgemeines	42
b) Bedeutung	44
3. Marco Consulting Group (MCG)	45
4. Egan-Jones	46
5. Proxy Governance, Inc. (PGI)	48
6. Ethos – Schweizerische Stiftung für nachhaltige Entwicklung ...	48
a) Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsausübung	49
b) Dialog mit Unternehmen	51
c) Bedeutung	51
7. Proxinvest	52
a) Stimmrechtsberatung und -ausübung	52
b) Zusammensetzung des Jahresumsatzes und Kundenzahl	53
c) Bedeutung	54
8. Ivox	54
a) Allgemeines	54
b) Gütesiegel (Rating)	55
c) Hauptversammlungsanalysen, Stimmrechtsberatung und -ausübung	55
d) Dialog mit Unternehmen	56
e) Angebot für Unternehmen	56
f) Bedeutung	57

9.	European Corporate Governance Service (ECGS).....	57
a)	Allgemeines	57
b)	Bedeutung	58
10.	Sonderformen	59
a)	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) und Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK).....	59
b)	Governance for Owners	60
II.	Wettbewerbssituation	61
1.	Methoden zur Bestimmung der Marktmacht.....	62
2.	Anwendung auf den Markt für Stimmrechtsberatung	64
a)	Marktabgrenzung	65
aa)	Allgemeines	65
bb)	Bedarfsmarktkonzept	66
cc)	Hypothetischer Monopoltest	66
dd)	Ergebnis	68
b)	Bestimmung der Marktanteile	69
c)	Wettbewerbsbedingungen.....	71
aa)	Potentieller Wettbewerb	71
bb)	Marktzutrittschranken	72
(1)	Kostenversenkung bei Marktzutritt	73
(2)	Zunehmende Skalenerträge	73
(3)	Netzwerkeffekte.....	75
(4)	Wechselkosten	76
(5)	Besetzung attraktiver Marktsegmente.....	77
(6)	Zwischenergebnis	78
cc)	Bewertung der gegenwärtigen Wettbewerbssituation und künftige Entwicklung.....	79
(1)	Grund für den Aufstieg von Glass Lewis	79
(2)	Szenarien der zukünftigen Entwicklung.....	80
3.	Ergebnis	82
§ 4	Einfluss von Stimmrechtsberatern	83
I.	Anekdotische Evidenz und Schätzungen	84
II.	Empirische Erkenntnisse	85
1.	Überblick	85
2.	Analyse.....	86
3.	Informelle Einflussnahme	88
III.	Ergebnis.....	89
§ 5	Die Konvergenz des Aktienrechts	90
I.	Rechtliche Konvergenz	90
1.	Die Hauptversammlung der deutschen Aktiengesellschaft	91
a)	Überblick.....	91
b)	„Say on Pay“	92
c)	Mehrheitserfordernisse	93

2.	Die Hauptversammlung der <i>corporation</i>	94
a)	Überblick	94
b)	Nominierung von Kandidaten für das board of directors	95
c)	„Say on Pay“	99
d)	Mehrheitserfordernisse	99
3.	Insbesondere: Die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung der deutschen Aktiengesellschaft.....	101
a)	„Macht der Banken“	101
b)	KonTraG (1998)	104
c)	NaStraG (2001)	104
d)	TransPuG (2002).....	107
e)	UMAG (2005).....	108
f)	ARUG (2009)	110
4.	Konvergenz des Hauptversammlungsrechts	113
a)	Wahlen zum board of directors und zum Aufsichtsrat	114
b)	Mehrheitserfordernisse	114
c)	Stimmrechtsausübung	115
aa)	Informationsverbreitung im Vorfeld der Hauptversammlung	115
bb)	Ermessensspielraum beim Depotstimmrecht	117
d)	„Say on Pay“	118
II.	Konvergenz der Aktionärsstrukturen	118
1.	USA	119
2.	Deutschland	121
a)	„Deutschland AG“	121
b)	Veränderungen in der Aktionärsstruktur	121
III.	Bedeutung der Konvergenz für Stimmrechtsberater	127
1.	Vorverlagerung der Aktionärsentscheidung	127
2.	Stärkung der Aktionärsrechte	129
3.	Steigende Bedeutung institutioneller Anleger	130
IV.	Zusammenfassung	131
§ 6	Warum beauftragen institutionelle Anleger Stimmrechtsberater?	132
I.	Aktionärsaktivismus durch institutionelle Anleger – tatsächlicher Befund.....	132
II.	Gründe für die Apathie bei „traditionellen“ institutionellen Anlegern	135
1.	Kosten-Nutzen-Erwägungen und Kollektivhandlungsproblem.....	136
2.	Problem der Trittbrettfahrer	138
3.	Interessenkonflikte	139
4.	Kompetenzmangel	140
5.	Bestehende rechtliche Vorschriften.....	140
a)	„Acting in Concert“	140

aa) Deutschland	141
bb) USA	143
cc) Ergebnis	145
b) Anlagebeschränkungen	145
c) Insiderrecht	146
aa) Deutschland	146
bb) USA	148
6. Ergebnis	148
III. Gründe für die Mandatierung von Stimmrechtsberatern	149
1. Überwindung des Kollektivhandlungsproblems	149
2. Möglichkeit zum Aktionärsaktivismus	151
3. Einheitliche Kosten für die Stimmrechtswahrnehmung	153
4. Ergänzung zum Proxy Voting	154
5. Verpflichtung zur Stimmabgabe	155
a) USA	155
aa) Private Pensionsfonds	155
bb) Investmentgesellschaften	157
cc) Öffentliche Pensionsfonds	158
dd) Andere institutionelle Anleger	159
ee) Ergebnis	159
b) Deutschland	159
aa) Diskussion in Expertenkommissionen	160
bb) § 32 Abs. 1 S. 3 InvG	161
cc) Treuhänderische Verpflichtung zur Stimmrechtsausübung	166
dd) Abstimmungspflicht aus der Aktionärsstellung	168
ee) Selbstverpflichtungen der institutionellen Anleger	169
ff) Ergebnis	171
c) Frankreich	171
d) Zusammenfassung	171
6. Bestimmungen über die Offenlegung der Stimmrechtsausübungs- politik und des Abstimmungsverhaltens	172
a) USA	173
aa) Investmentgesellschaften	173
bb) Private und öffentliche Pensionsfonds	174
cc) Investmentberater	175
dd) Ergebnis	176
b) Vereinigtes Königreich	176
c) Rechtslage in weiteren europäischen Staaten	178
d) Diskussionsstand auf Unionsebene	180
e) Rechtslage in Deutschland	180
f) Ergebnis	182
IV. Zusammenfassende Betrachtung	182

§ 7	Stimmrechtsberater und ihr Einfluss auf die Corporate Governance	184
I.	Potentielle positive Auswirkungen auf die Corporate Governance ...	184
1.	Aktionärsaktivismus: Beitrag zur Auflösung des Prinzipal-Agenten-Konflikts	184
2.	Informiertere Stimmrechtsausübung	189
3.	Senkung von Informationskosten	190
4.	Beispiele	191
a)	Zusammensetzung des Aufsichtsrats	192
aa)	Probleme und Ursachen	192
bb)	Gesetzgeberische Maßnahmen und ihre Bewertung	193
cc)	Hauptversammlung im Fokus	195
b)	Vergütungssysteme für Manager	196
aa)	Probleme und Ursachen	196
bb)	Gesetzgeberische Maßnahmen und ihre Bewertung	199
cc)	Hauptversammlung im Fokus	201
(1)	Durchführung des „Say on Pay“-Votums	202
(2)	Tatsächliche Wirkungen eines „Say on Pay“-Votums	203
(3)	Einflussnahme von Stimmrechtsberatern	205
c)	Fazit	206
5.	Zusammenfassung	206
II.	Die Anreize der Stimmrechtsberater	206
1.	Prinzipal-Agenten-Verhältnis	207
2.	(Fehlende) Treuepflicht der Stimmrechtsberater	211
3.	Interessenkonflikte	215
a)	Gleichzeitige Beratung von institutionellen Anlegern und Unternehmen	216
aa)	Interessenkonflikt aufgrund des Prinzipal-Agenten-Verhältnisses zwischen Aktionären und Managern	216
bb)	Entgegenwirkende Maßnahmen von ISS	217
b)	Weitere Interessenkonflikte bei Stimmrechtsberatern	219
4.	Intransparente Entscheidungsfindung	221
5.	Keine Kontrolle der Stimmrechtsberater durch Marktkräfte	222
a)	Kontrolle durch den Wettbewerbsmarkt	222
b)	Kontrolle durch die institutionellen Anleger	224
aa)	Überwachungskosten und fehlende Sanktionsmöglichkeit	224
bb)	Behavioral Finance	225
c)	Kontrolle durch den Kapitalmarkt	227
6.	Zusammenfassung	228
III.	Empirische Erkenntnisse	228
1.	Zusammenhang zwischen Corporate Governance und zukünftigem Unternehmenserfolg im Allgemeinen	229
2.	Rückschlüsse anhand des Corporate Governance-Ratings von ISS (CGQ/GRID)	233

a)	Vorzüge von kommerziellen Corporate Governance-Ratings . .	234
b)	Tatsächlicher Befund	234
c)	Korrelation zwischen CGQ und Abstimmungsempfehlungen..	237
d)	Beschränkte Aussagekraft der empirischen Befunde	238
aa)	Kapitalmarkteffizienz	238
bb)	Steigerung des Ratings durch Abstimmungsempfehlungen	241
cc)	Berücksichtigung der Einflussnahme über informelle Gespräche	241
dd)	Gründe	242
3.	Wertsteigerung bei Übereinstimmung mit den Abstimmungs- richtlinien?	243
4.	Unterschiedliche Gewichtung von Kriterien	244
5.	Überprüfung der Abstimmungsempfehlungen durch die Kunden	246
6.	Zusammenfassung und Ergebnis	249
§ 8	Rechtliche Rahmenbedingungen für Stimmrechtsberater	251
I.	Rechtliche Rahmenbedingungen in den USA.	251
1.	Proxy Rules	251
2.	Investment Advisers Act of 1940	252
3.	Treupflichten aus dem ERISA	254
4.	„Acting in Concert“	255
II.	Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland.	255
1.	Kapitalmarktrecht.	255
a)	Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG	256
aa)	§ 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG	256
bb)	§ 22 Abs. 2 WpHG.	259
(1)	Zurechnung auf den Stimmrechtsberater bei fehlen- der Vorab-Festlegung	260
(2)	Wechselseitige Zurechnung unter den institutionellen Anlegern bei fehlender Vorab-Festlegung	263
(3)	Zurechnung auf den Stimmrechtsberater bei Vorab- Festlegung	264
(4)	Wechselseitige Zurechnung unter den institutionellen Anlegern bei Vorab-Festlegung	265
(5)	Vereinbarungen in Einzelfällen	265
(6)	Ergebnis	267
b)	Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 WpÜG	267
c)	Verhaltens- und Organisationspflichten nach §§ 31 ff. WpHG	269
d)	Insidergeschäfte nach §§ 13 ff. WpHG	271
aa)	§ 15 Abs. 1 S. 1 WpHG	272
bb)	§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	273
cc)	§ 15 Abs. 1 S. 4 WpHG	276
2.	Aktienrecht	278
a)	Aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebote	278

aa) § 53a AktG	279
bb) § 131 Abs. 4 AktG.....	281
b) § 135 AktG	282
3. Haftung	284
a) Haftung gegenüber den beratenen institutionellen Anlegern ..	284
aa) Vertragliche Haftung	285
(1) Anwendbares Recht	285
(2) Vertragstyp	286
(3) Voraussetzungen der Haftung	289
(4) Ergebnis	294
bb) Deliktische Haftung.....	294
(1) Anwendbares Recht	294
(2) Anspruchsgrundlagen.....	295
b) Haftung gegenüber den nicht beratenen Aktionären	295
aa) Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	295
(1) Anwendbares Recht	296
(2) Vorliegen eines Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter?	296
(a) Leistungsnähe	296
(b) Gläubigernähe	297
(c) Erkennbarkeit.....	298
(d) Schutzbedürftigkeit.....	299
(e) Ergebnis	302
(f) Praktische Bedeutung.....	302
bb) Haftung aus §§ 311 Abs. 3, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB („Expertenhaftung“)	302
cc) Deliktische Haftung.....	303
c) Haftung gegenüber der Gesellschaft	303
aa) Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	304
(1) Leistungsnähe	304
(2) Gläubigernähe	304
(3) Erkennbarkeit.....	305
(4) Schutzbedürftigkeit.....	305
(5) Ergebnis	305
(6) Praktische Bedeutung	306
bb) Deliktische Haftung.....	306
(1) Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbe- betrieb	307
(2) Unternehmenspersönlichkeitsrecht	308
(3) Weitere Voraussetzungen des Anspruchs aus § 823 Abs. 1 BGB	309

	(4) Weitere Anspruchsgrundlagen	310
	(5) Ergebnis	310
	d) Gerichtsstand (Internationale Zuständigkeit)	310
	e) Zusammenfassung zur Haftung von Stimmrechtsberatern	312
§ 9	Regulierungsstrategien	313
I.	Überblick	313
II.	Direkte Regulierung	314
	1. Intensivierung des Wettbewerbs	314
	a) Staatliche Konkurrenz	314
	b) Essential facilities-Doktrin	315
	c) Branchenspezifische Maßnahmen	316
	d) Allgemeine Bedenken gegen eine Intensivierung des Wettbewerbs	319
	2. Verhaltenskodex	320
	3. Offenlegungspflichten	322
	a) Offenlegungspflichten zur Schaffung von Transparenz	323
	aa) Überblick über aktuelle Regulierungsvorschläge	323
	bb) Vergleich mit anderen Informationsintermediären	325
	cc) Offenlegung der Empfehlungen, der Methode und der Informationsgrundlage	325
	dd) Offenlegung bestehender Interessenkonflikte	327
	ee) Regulierungszugriff des deutschen oder europäischen Gesetzgebers?	328
	b) Offenlegungspflichten zur Bemessung des Einflusses von Stimmrechtsberatern	331
	aa) Sollte eine Erweiterung erfolgen? („Ob“)	331
	bb) Erweiterungsstrategien („Wie“)	332
	4. Verfahrensanforderungen	337
	a) Vergleich mit anderen Informationsintermediären	337
	b) Institutionalisierung des Kontakts zwischen Stimmrechtsberatern und Emittenten	338
	c) Nachträgliche Überprüfungspflicht für Abstimmungsempfehlungen	340
	d) Unabhängigkeit und Qualifikation der Mitarbeiter	341
	e) Errichtung eines internen Kontrollsystems	343
	5. Methodische Vorgaben	344
	6. Haftung für fehlerhafte Abstimmungsempfehlungen	346
	a) Modelle eines eigenständigen Haftungsregimes	346
	b) Kritik	348
	7. Verbot der parallelen Corporate Governance-Beratung	349
	8. Durchsetzung von Verhaltensstandards: Schaffung einer Aufsichtsbehörde?	351
	9. Zusammenfassung	354

III. Indirekte Regulierung	354
1. Offenlegungspflicht	355
2. Verschärfung der Treuepflichten gegenüber den <i>beneficial owners</i>	356
3. Stimmrechtsberater als „Joint Venture“	357
a) Vorstellung des Vorschlags	358
b) Rechtsökonomische Rechtfertigung	362
c) Umsetzbarkeit im Lichte des Internationalen Kapitalmarkt- rechts	367
d) Verhältnismäßigkeit	368
e) Ergebnis	369
§ 10 Zusammenfassung	370
Literaturverzeichnis	373
Sachwortregister	408

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
ABIEU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Acc. Rev.	Accounting Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
a. E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte(r) Fassung
AG	Aktiengesellschaft (Rechtsform)/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des Marchés Financiers
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
bearb. v.	bearbeitet von
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	Business Lawyer
Butterworths J. Int'l. Banking & Fin. L.	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law

BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cal. L. Rev.	California Law Review
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
Cap. Markets L. J.	Capital Markets Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CEO	Chief Executive Officer
C.F.R.	Code of Federal Regulations
CGQ	Corporate Governance Quotient (von ISS)
CHF	Schweizer Franken
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Cog. Psychol.	Cognitive Psychology
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Comp. & Sec. L. J.	Company and Securities Law Journal
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ders.	derselbe
DGCL	Delaware General Corporate Law
dies.	dieselbe(n)
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DOL	U.S. Department of Labor (US-amerikanisches Arbeitsministerium)
DStR	Deutsches Steuerrecht
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
Duke L. J.	Duke Law Journal
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGS	European Corporate Governance Service
ECL	European Company Law
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
Einl.	Einleitung
Emory L. J.	Emory Law Journal
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EuGVVO	Verordnung Nr. 44/2001 des Rates über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen
Eur. Comp. L.	European Company Law
Eur. Econ. Rev.	European Economic Review
Eur. Fin. Mgmt.	European Financial Management
EuZW	Zeitschrift für Europäisches Wirtschaftsrecht
f.	folgende
Fed. Reg.	Federal Register
ff.	fortfolgende
Fin. Mgmt.	Financial Management
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GAO	U.S. Government Accountability Office
GenG	Genossenschaftsgesetz
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRId	Governance Risk Indicators (von ISS)
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. J. on Legislation	Harvard Journal on Legislation
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg. v.	herausgegeben von
ICS	ISS Corporate Services
Int. Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
InvG	Investmentgesetz
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
ISS	Institutional Shareholder Services
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Acct. & Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Acct. & Publ. Pol.	Journal of Accounting and Public Policy
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Empir. Fin.	Journal of Empirical Finance
jew.	jeweils

J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Mgmt. & Gov.	Journal of Management and Governance
J. Personality & Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Konzern	Der Konzern
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
KZfSS	Kölnener Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie
Lfg.	Lieferung
lit.	littera (Buchstabe)
Losebl.	Loseblatt
Ls.	Leitsatz
Mass.	Massachusetts
MCG	Marco Consulting Group
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarkt-richtlinie)
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International
m. (zahlr.) w. N.	mit (zahlreichen) weiteren Nachweisen
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung
Neubearb.	Neubearbeitung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No./N°	number/numéro
Nr.	Nummer
Nrn.	Nummern
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
o. Verf.	ohne Verfasser
PGI	Proxy Governance, Inc.
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics

RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
Rn.	Randnummer(n)
Rom I-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.06.2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht
Rom II-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11.07.2007 über das auf außertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht
s./S.	siehe/Seite
SBeil.	Sonderbeilage
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SCE	Societas Cooperativa Europaea
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung
Sloan Mgmt. Rev.	Sloan Management Review
SMI	Swiss Market Index
sog.	sogenannte(n/r)
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business and Finance
Strat. Mgmt. J.	Strategic Management Journal
StVG	Straßenverkehrsgesetz
TCI	The Children's Investment Fund
Texas L. Rev.	Texas Law Review
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund
TransPuG	Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität
u. a.	und andere
U. C. Davis L. Rev.	University of California at Davis Law Review
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
UCLA L. Rev.	University of California at Los Angeles Law Review
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil

USA	Vereinigte Staaten von Amerika
U.S.C.	United States Code
v.	vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht
vgl.	vergleiche
Villanova L. Rev.	Villanova Law Review
VO	Verordnung
VO-E	Verordnungsentwurf
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
WM	Wertpapier-Mitteilungen: WM IV, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Yale L. J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

§ 1 Einführung

Es ist ein altbekanntes Problem, das jeder Kleinaktionär kennt: Einem Aktionär stehen aus seinen Aktien Stimmrechte zu, die er auf der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft ausüben kann. Auf diese Weise hat jeder Aktionär Einfluss auf die dort zu fassenden Beschlüsse. In der Praxis erscheint es den Kleinaktionären aber häufig zu mühsam und nicht lohnenswert, sich eingehend auf die Hauptversammlung vorzubereiten, daran teilzunehmen und dort eine informierte Entscheidung über die Ausübung des Stimmrechts zu treffen. Institutionelle Anleger – also professionelle Großanleger wie etwa Fonds und Versicherungen – halten eine Vielzahl von Beteiligungen an Aktiengesellschaften aus der ganzen Welt, sodass hinsichtlich der Stimmrechtsausübung eine ähnliche Motivationslage anzutreffen ist wie bei den Kleinaktionären: Es würde einen unverhältnismäßigen Aufwand bedeuten, wollte sich ein institutioneller Anleger auf die Hauptversammlung einer jeden Gesellschaft eingehend vorbereiten.

Nach einem viel zitierten Ausspruch des Vordenkers der modernen Managementlehre, *Peter Drucker*, kommt es für den Erfolg eines Geschäftsmodells nur darauf an, dass die Kunden dem Angebot einen Wert beimessen und sie bereit sind, für diesen Wert zu bezahlen.¹ Getreu dieser Einschätzung hat sich in den USA ein Dienstleistungsangebot entwickelt, das institutionellen Anlegern in ihrer misslichen Lage Hilfe bietet. Stimmrechtsberater analysieren im Vorfeld die Tagesordnungen tausender Hauptversammlungen, um ihren Kunden dann Vorschläge zu unterbreiten, wie sie ihre Stimmrechte ausüben sollten, um möglichst hohe Renditen zu erzielen. Institutionelle Anleger sehen sich durch dieses Angebot in die Lage versetzt, zu vergleichsweise niedrigen Kosten qualifiziert über die Ausübung ihrer Stimmrechte entscheiden und so den Börsenkurs ihrer Beteiligungen steigern zu können. Bedenkenträger weisen hingegen daraufhin, dass mit der zunehmenden Einflussnahme der Stimmrechtsberater ein großes Un-

¹ *Drucker*, *The Practice of Management*, 1954, S. 37: „It is the customer who determines what a business is. For it is the customer, and he alone, who through being willing to pay for a good or for a service, converts economic resources into wealth, things into goods. What the business thinks it produces is not of first importance – especially not to the future of the business and to its success. What the customer thinks he is buying, what he considers ‚value,‘ is decisive – it determines what a business is, what it produces and whether it will prosper.“

glück vor der Tür stehe.² Die Bedenken beruhen vor allem darauf, dass Stimmrechtsberater faktisch die Entscheidung über die Ausübung von Stimmrechten treffen, obwohl sie (anders als die Aktionäre) von den wirtschaftlichen Folgen dieser Entscheidung nicht betroffen sind.

Der bedeutendste Stimmrechtsberater ist das US-amerikanische Unternehmen Institutional Shareholder Services (ISS). ISS konnte in den letzten Jahren – bedingt durch die zunehmende Bedeutung institutioneller Anleger und die Internationalisierung der Aktionärsstruktur – seinen Einfluss auch auf deutsche Aktiengesellschaften stetig ausweiten. Prominentestes Beispiel ist die gescheiterte Kandidatur von *Josef Ackermann* für den Aufsichtsrat der Deutschen Bank AG. *Ackermann* erklärte im November 2011 seinen Verzicht, nachdem ISS ihm die Unterstützung verweigert hatte.³ Dass sich offenbar viele Aktionäre der Bank an den Empfehlungen des Stimmrechtsberaters orientieren, hatte sich bereits ein Jahr zuvor abgezeichnet. Damals hatte ISS die Ablehnung des Vergütungssystems empfohlen.⁴ 41,94% der Aktionäre stimmten dagegen.⁵ Im Jahr 2011 riet ISS den Aktionären auch, gegen die Wahl von *Ferdinand Piëch* in den Aufsichtsrat der MAN SE zu stimmen. Bei der Abstimmung waren 25,94% Gegenstimmen zu verzeichnen.⁶ Für Aufsehen sorgte der Stimmrechtsberater außerdem bei der Infineon AG, wo die Aufsichtsratswahl im Jahr 2010 fast zum Eklat gereicht hätte. ISS hatte gemeinsam mit einem britischen Pensionsfonds nicht den von der Verwaltung nominierten Kandidaten *Klaus Wucherer*, sondern den Gegenkandidaten *Willi Berchtold* unterstützt. Zwar wurde letztlich doch *Wucherer* gewählt, er musste aber immerhin knapp 30% Gegenstimmen hinnehmen.⁷ Bereits ein Jahr früher hatte ISS empfohlen, den Aufsichtsratsmitgliedern von Infineon die Entlastung zu verweigern.⁸ Vor allem dem da-

² Vgl. *Belinfanti*, 14 Stan. J. L. Bus. & Fin. 384, 436 (2009): „There is a growing sentiment that an unrestrained and unaccountable proxy advisory industry is a *disaster waiting to happen*.“ (Hervorhebung nur hier.)

³ Vgl. *Maier/Röbisch/Fromme*, Financial Times Deutschland v. 15.11.2011, „Ackermann gibt auf“.

⁴ s. *Frühauf*, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 29.05.2010, „Aktionäre der Deutschen Bank zweifeln“.

⁵ Abstimmungsergebnisse der Hauptversammlung der Deutschen Bank im Jahr 2010, abrufbar unter http://www.db.com/ir/de/download/HV2010_Abstimmungsergebnisse_de_0206.pdf (Stand: 23.04.2012).

⁶ Vgl. *Maier*, Financial Times Deutschland v. 23.06.2011, „MAN-Investoren stemmen sich gegen Piëch“. Zum Ergebnis s. Protokoll der 131. Hauptversammlung der MAN SE v. 27.06.2011, abrufbar unter http://www.man.de/MAN-Download/galleries/All/3Investor_Relations/Hauptversammlung/2011/MAN-HV-2011_Abstimmungsergebnisse_d.pdf (Stand: 23.04.2012).

⁷ Vgl. *Atzler*, Financial Times Deutschland v. 27.02.2010, „Die Aktionärsflüsterer“.

maligen Vorsitzenden des Gremiums, *Max Dietrich Kley*, erteilten die Aktionäre einen Denkkzettel. Er erhielt 49,974% Gegenstimmen.⁹

I. Einordnung von Stimmrechtsberatern in die Corporate Governance-Diskussion

Stimmrechtsberater spielen durch ihre Einflussnahme auf Hauptversammlungsbeschlüsse eine wichtige Rolle für die Corporate Governance (Grundsätze der Unternehmensführung) börsennotierter Aktiengesellschaften. Im Auftrag institutioneller Anleger sollen Stimmrechtsberater eine Vielzahl von öffentlich verfügbaren wie exklusiven Informationen sammeln, auswerten und auf deren Grundlage fundierte Empfehlungen zur Stimmrechtsausübung abgeben. Demnach sind Stimmrechtsberater der Gruppe der Informationsintermediäre zuzurechnen, deren Bedeutung in der Entwicklung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts stetig zugenommen hat. Heute spielen neben Stimmrechtsberatern auch Ratingagenturen, Abschlussprüfer, Vergütungsberater und Finanzanalysten eine wichtige Rolle.¹⁰ Der Bedeutungsaufstieg der Informationsintermediäre hängt mit der Entstehung, der Professionalisierung und der Anonymisierung der Kapitalanlage in Unternehmen zusammen, die *Clark* in vier Entwicklungsstufen beschrieben hat¹¹: Am Anfang stand der klassische Unternehmertypus, der mit der Gründung eines Unternehmens eine Geschäftsidee umsetzen will. Er leitet die Unternehmung und finanziert sie aus eigener Tasche. Zwar schließt er möglicherweise Finanzierungsempfänger durch die Aufnahme von Krediten (*debt*). Er verzichtet aber darauf, Dritten die unternehmerische Beteiligung durch die Bereitstellung von Eigenkapital (*equity*) zu gestatten. Letzteres änderte sich auf der zweiten Entwicklungsstufe, als deren charakteristisches Merkmal *Clark* die Übertragung der Geschäftsführung von den Unternehmenseignern auf professionelle Manager ansieht. Es kam zu einer Trennung von Eigentum und Kontrolle. Die dritte Stufe besteht in strukturellen Veränderungen bei der Kapitalanlage. Die Anteilseigner stellen Unternehmen häu-

⁸ Vgl. *Maier*, Financial Times Deutschland v. 23.06.2011, „MAN-Investoren stemmen sich gegen Piëch“.

⁹ s. Protokoll der Hauptversammlung der Infineon AG 2011, abrufbar unter <http://www.infineon.com/cms/de/corporate/investor/reporting/agm2009/resolutions.html> (Stand: 23.04.2012).

¹⁰ Zur Bedeutung dieser Akteure für die Corporate Governance s. auch den Überblick bei *Leyens*, JZ 2007, 1061, 1071 f.

¹¹ *Clark*, 94 Harv. L. Rev. 561, 562 ff. (1981). Dazu auch *U. H. Schneider*, ZGR 2012, 518, 520 f.; mit Blick auf Stimmrechtsberater bereits *Fleischer*, AG 2012, 2; s. auch die etwas verkürzte englische Fassung dieses Aufsatzes: *Fleischer*, ECL 9 (2012), 12.