

Betriebs Berater

46 | 2018

Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... **InvSt ... Corporate Governance ... IFRS ...** Recht ... Wirtschaft ... 12.11.2018 | 73. Jg. Seiten 2689–2752

DIE ERSTE SEITE

Felix Hufeld

Ist nach der Krise vor der Krise?
Was effiziente Finanzregulierung bedeutet

WIRTSCHAFTSRECHT

Prof. Dr. jur. Dieter Krimphove

Keine Angst vor FinTechs – zivil-, internationalprivat- wie aufsichtsrechtliche Einordnung | 2691

STEUERRECHT

Andreas Patzner, RA/StB, und **Stefan Harm**, M.A., StB

Steuerliche Behandlung von Spezial-Investmentfonds nach dem
Investmentsteuerreformgesetz ab 2018 | 2711

André Kral, StB, und **Anne-Kathrin Watzlaw**, StBin

Die Vorabpauschale nach Einführung der Investmentsteuerreform | 2717

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Vanda Heinen, M.Sc., und **Prof. Dr. Christopher Koch**

Stimmrechtsberater in der Corporate Governance – Implikationen für Unternehmen | 2731

Dipl.-Volksw. **Jürgen Dahlke**, WP/StB

Bilanzierung von Steuereffekten aus Dividendenzahlung nach den Annual Improvements
to IFRS (2015–2017 Cycle) | 2736

ARBEITSRECHT

Dr. Ursula Neuhoff, RAin

Rundum abgesichert? – Arbeits- und sozialversicherungsrechtliche Gestaltungsfragen
bei Auslandsbeschäftigung außerhalb der EU | 2740

Stephan Sura

Die Novellierung der Arbeitnehmerentsenderichtlinie | 2743

Schwerpunktheft
Finance

Vanda Heinen, M.Sc., und Prof. Dr. Christopher Koch

Stimmrechtsberater in der Corporate Governance – Implikationen für Unternehmen

Die Bedeutung von Stimmrechtsberatern für die Corporate Governance hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Der europäische Gesetzgeber hat in der Aktionärsrechterichtlinie von 2017 hierauf in Form neuer Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater reagiert. Kürzlich hat der deutsche Gesetzgeber nun den Referentenentwurf zur Umsetzung dieser Richtlinie (ARUG II) veröffentlicht. Der nachfolgende Beitrag geht der Frage nach, in welcher Form börsennotierte Unternehmen („Emittenten“) als wichtige Stakeholder Einfluss auf die Abstimmungsempfehlung ausüben können. Zunächst wird untersucht, inwieweit eine Mitwirkung bei der Entwicklung der Richtlinien der Stimmrechtsberater möglich ist. Anschließend wird thematisiert, auf welchen Wegen Emittenten versuchen können, eine negative Stimmrechtsempfehlung zu vermeiden.

I. Problemstellung

Stimmrechtsberater sind Informationsintermediäre, die institutionelle Investoren bei der Ausübung ihres Stimmrechts auf den Hauptversammlungen der Portfoliounternehmen unterstützen.¹ Die weltweit wichtigsten Stimmrechtsberater sind Institutional Shareholder Services (ISS) und Glass Lewis (GL), die beide in den USA ansässig sind.² Institutionelle Investoren sind bei vielen Unternehmen die wichtigste Anteilseignergruppe. Im DAX 30 lag der Anteilsbesitz institutioneller Investoren Ende 2017 bei 61,8%.³ Aufgrund dieser Konstellation haben negative Stimmrechtsempfehlungen von ISS und GL einen deutlichen Einfluss auf das Abstimmungsergebnis. In empirischen Studien für den US-amerikanischen Kapitalmarkt konnte gezeigt werden, dass bei einer negativen Stimmrechtsempfehlung die Zustimmungsraten zur Vorstandsvergütung um ca. 25% (ISS) bzw. 13% (GL) geringer ausfielen.⁴ Für Deutschland zeigte sich ein schwächerer Effekt, der in den Jahren 2013 bis 2015 über alle Abstimmungspunkte hinweg bei ca. 11% (ISS) bzw. 2% (GL) lag.⁵ Der Einfluss von ISS in Deutschland zeigte sich in einigen Einzelfällen sehr deutlich:

Ein bekanntes Beispiel aus dem Jahr 2013 ist die Wahl des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden *Wolfgang Mayrhuber* in den Aufsichtsrat der Deutschen Lufthansa AG. ISS sprach eine negative Stimmrechtsempfehlung aus, da die in den ISS-Richtlinien festgelegte Cooling-Off-Phase von fünf Jahren noch nicht erreicht und die festgelegte Anzahl zusätzlicher Ämter überschritten war. Nach kontroverser Diskussion wurde *Wolfgang Mayrhuber* auf der Hauptversammlung schließlich mit einer vergleichsweise niedrigen Zustimmungsrate von 63,2% gewählt.⁶

Keine Mehrheit konnte hingegen *Stefan Wolf* auf der diesjährigen Hauptversammlung der NORMA Group SE erreichen. Als amtierender Aufsichtsratsvorsitzender wurde er mit einem Wahlergebnis von 49,6% nicht mehr in den Aufsichtsrat gewählt. Ausschlaggebend hierfür soll die Ablehnung der Stimmrechtsberater ISS und GL gewesen sein, die die hohe Anzahl an Ämtern kritisierten, die er neben seiner Tätigkeit als Vorstandsvorsitzender der ElringKlingler AG innehatte.⁷

Diese Beispiele machen deutlich, dass sich Unternehmen damit auseinanderzusetzen haben, wie mit negativen Stimmrechtsempfehlungen umgegangen werden soll und welche Möglichkeiten einer Einflussnahme auf die Stimmrechtsempfehlung bestehen.⁸

II. Regulierung von Stimmrechtsberatern nach ARUG II-RefE

Im EU-Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ wurde erstmals eine mögliche Regulierung von Stimmrechtsberatern auf europäischer Ebene diskutiert.⁹ Die Finanzmarktaufsicht European Securities and Markets Authority (ESMA) beschäftigte sich ebenfalls mit dieser Regulierungsfrage und befürwortete eine Selbstregulierung der Stimmrechtsberater durch die Entwicklung eines Verhaltenskodexes.¹⁰ Dieser sollte insbesondere zu einer höheren Transparenz, der Vermeidung von Interessenskonflikten und einem intensiveren Dialog mit Emittenten und Investoren beitragen.¹¹ Ein solcher Branchenkodex „Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis“ wurde im März 2014 veröffentlicht.¹² Er wurde von sechs führenden Stimmrechtsberatern, darunter auch ISS und GL, unterzeichnet.¹³

Die Aktionärsrechterichtlinie der Europäischen Kommission von 2017 sieht aufgrund der zunehmenden Bedeutung von Stimmrechtsberatern neue Transparenzvorschriften für diese vor.¹⁴ Als Adressat der Bericht-

1 Vgl. Koch, *Corporate Governance case by case*, 2017, S. 179–182.

2 Vgl. Choi/Fisch/Kahan, *Emory Law Journal* 2010, 869, 905.

3 Vgl. Ipreo/DIRK, *Investoren der Deutschland AG 5.0 – Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX*, 2018, abrufbar unter https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/Investoren_der_Deutschland_AG_5-0_DAX-Studie-2018_ipreo_DIRK.pdf (Abruf: 23.10.2018), S. 7.

4 Vgl. bspw. Ertimur/Ferri/Oesch, *Journal of Accounting Research* 2013, 951, 953; Malenko/Shen, *Review of Financial Studies* 2016, 3394, 3424.

5 Vgl. Heinen/Koch/Scharfbillig, *Exporting Corporate Governance: Do Foreign and Local Proxy Advisors Differ?*, 2018, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3241322> (Abruf: 23.10.2018), S. 30.

6 Vgl. Lufthansa Group Investor Relations „Abstimmungsergebnisse“, Mai 2013, abrufbar unter <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/hauptversammlung/2013/LH-HV-2013-Abstimmungsergebnisse.pdf> (Abruf: 23.10.2018).

7 Vgl. Reuters, *Norma-Aktionäre setzen Chefaufseher Wolf vor die Tür*, Mai 2018, abrufbar unter <https://de.reuters.com/article/deutschland-norma-aufsichtsratschef-idDEKCN1111XE> (Abruf: 23.10.2018).

8 Vgl. auch DIRK, *Stimmrechte auf der Hauptversammlung – Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors DIRK IR-GUIDE BAND IX*, 2014, abrufbar unter https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/IR%20Guide%20Proxy%20Advisor_FINAL.pdf (Abruf: 23.10.2018).

9 Vgl. Europäische Kommission, *Green Paper The EU corporate governance framework*, 2011, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1540220983781&uri=CELEX:52011DC0164> (Abruf: 23.10.2018).

10 Vgl. ESMA, *Final Report – Feedback statement on the consultation regarding the role of proxy advisory industry*, 2013, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf> (Abruf: 23.10.2018).

11 Vgl. ESMA (Fn. 10), S. 27.

12 Vgl. The Best Practice Principles Group, *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis*, 2014, abrufbar unter <https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf> (Abruf: 23.10.2018).

13 Vgl. The Best Practice Principles Group (Fn. 12).

14 Vgl. Europäische Union, *Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die För-*

erstattung der Stimmrechtsberater werden institutionelle Investoren genannt, die die offengelegten Informationen bei der Auswahl des Stimmrechtsberaters berücksichtigen könnten.¹⁵ Daneben dürften diese Informationen aber auch für Emittenten von Interesse sein.

Am 10.10.2018 veröffentlichte das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) einen Referentenentwurf (RefE) zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II).¹⁶ Dieser sieht für Stimmrechtsberater jährliche Berichterstattungspflichten über die Beachtung eines Verhaltenskodexes, über die Vorbereitung von Stimmrechtsempfehlungen und über potentielle und tatsächliche Interessenskonflikte vor (§ 134d AktG-E). Für Emittenten dürfte von besonderem Interesse sein, dass Stimmrechtsberater „zur Art und Weise, wie nationale Marktbedingungen sowie rechtliche, regulatorische und unternehmensspezifische Bedingungen berücksichtigt werden“ und „wie und wie oft das Gespräch mit den betroffenen Gesellschaften und deren Interessenträgern gesucht wird“ zu berichten haben (§§ 134d Abs. 2 Nr. 4 und Nr. 6 AktG-E). Außerdem haben die Stimmrechtsberater Informationen „zu den wesentlichen Merkmalen der eingesetzten Methoden und Modelle sowie die Hauptinformationsquellen“ zu veröffentlichen (§ 134d Abs. 2 Nr. 1 AktG-E). Diese Transparenzvorschriften sollen dazu beitragen, die Zuverlässigkeit und Qualität der Empfehlungen von Stimmrechtsberatern sicherzustellen.¹⁷ Institutionelle Investoren und Vermögensverwalter haben jährlich über die Umsetzung der Mitwirkungspolitik und den Einsatz von Stimmrechtsberatern zu berichten (§ 134b Abs. 2 AktG-E). Im Rahmen der Darstellung der Mitwirkungspolitik ist u. a. über die Ausübung der Aktionärsrechte und deren Einsatz für die Anlagestrategie zu berichten (§ 134b Abs. 1 AktG-E). Daneben ist das Abstimmungsverhalten grundsätzlich offenzulegen (§ 134b Abs. 3 AktG-E).

III. Möglichkeiten der Mitwirkung bei der Richtlinienentwicklung

1. Prozess der Richtlinienentwicklung

Börsennotierte Unternehmen können zunächst versuchen, auf die Ausgestaltung der Richtlinien der Stimmrechtsberater Einfluss zu nehmen. Die Richtlinien sind die Ausgangsbasis für die effiziente und konsistente Entwicklung der Abstimmungsempfehlungen durch die Stimmrechtsberater.¹⁸ Die Stimmrechtsberater gestalten die Richtlinien daher möglichst konkret und umfassend aus.

Die Richtlinien werden jährlich auf Anpassungsbedarf geprüft. Zunächst wird nach einem Bottom-Up-Prinzip der Änderungsbedarf ermittelt.¹⁹ Dabei werden mittels Befragungen und Gesprächen die Vorschläge und Anregungen von institutionellen Investoren und weiteren relevanten Stakeholdern wie bspw. Emittenten zur Präzisierung oder Ergänzung bestehender Regelungen erhoben.²⁰ Auch werden bei der Überarbeitung rechtliche Grundlagen, wesentliche nationale und internationale Corporate-Governance-Standards, Markttrends und wissenschaftliche Erkenntnisse berücksichtigt.²¹ Darüber hinaus besteht ein Austausch mit Branchenverbänden und weiteren externen Interessensgruppen wie Wissenschaftlern oder Rechtsexperten.²² Die Kommunikation erfolgt über unterschiedliche Kanäle wie Branchenkonferenzen, Roundtables, bilaterale Gespräche oder Newsletter.²³ ISS stellt die vorgesehenen Änderungen zunächst zur Konsultation, bevor die überarbeiteten Richtlinien nach Berücksichtigung von Rückmeldungen finalisiert werden.²⁴ Beide Stimmrechtsberater veröffentlichen im November oder Dezember auf ihren Internetseiten die überarbeitete

Fassung ihrer Richtlinie mit Gültigkeit für die kommende Hauptversammlungssaison.²⁵

Für Emittenten ergibt sich in diesem Prozess somit an verschiedenen Stellen die Möglichkeit zur Einflussnahme auf die Richtlinienaktualisierung. Bereits vorab können börsennotierte Unternehmen kommunizieren, bei welchen Richtlinien Änderungsbedarf besteht. Daneben kann insbesondere die Konsultationsphase der überarbeiteten Richtlinienfassung genutzt werden, um ggf. mögliche Probleme bei der Anwendung aufzuzeigen. Allerdings sollten die Einflussmöglichkeiten eines einzelnen Emittenten angesichts der hohen Anzahl von Emittenten weltweit nicht überschätzt werden. Zudem ist bei der Einschätzung tatsächlicher Einflussmöglichkeiten zu berücksichtigen, dass die Kunden der Stimmrechtsberater nicht die Emittenten, sondern die institutionellen Investoren sind. Daher könnten bei der Ausgestaltung der Richtlinien die Interessen der Emittenten denen der institutionellen Investoren untergeordnet sein.

2. Grenzen der Berücksichtigung unternehmensspezifischer Besonderheiten

Unternehmen sollten sich bewusst sein, dass die Richtlinien so ausgestaltet sein müssen, dass eine effiziente und konsistente Entwicklung von Stimmrechtsempfehlungen möglich ist. Die Stimmrechtsberater stehen vor der Herausforderung, jährlich ca. 42000 (ISS) bzw. 20000 (GL) Hauptversammlungen weltweit abzudecken, die meist zwischen März und Juni stattfinden.²⁶ Um eine nachvollziehbare und konsistente Entscheidungsfindung zu erreichen, müssen die Richtlinien möglichst umfassend und eindeutig ausgestaltet sein.²⁷ Die Richtlinien sehen daher häufig sehr detaillierte Bedingungen vor, die z. T. konkrete Zahlenangaben enthalten. Bspw. klassifiziert ISS ein Aufsichtsratsmitglied als nicht unabhängig, wenn die Vergütung aus einem Beratungsvertrag mit dem Unternehmen bei mehr als 10000 US-Dollar pro Jahr liegt.²⁸ Ist eine Bedingung verletzt, erfolgt grundsätzlich eine negative Stimmrechtsempfehlung („vote for unless...“ [ISS] bzw. „vote against“ [GL]).

Aufgrund dieser Zielsetzung der Richtlinien ist eine Aufnahme von Bedingungen in die Richtlinien, die unternehmensspezifische Beson-

derung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABIEU v. 20.5.2017, L 132, 1; *Seibt*, DB 2014, 1910, 1915.

15 Vgl. Europäische Union (Fn. 14), 5.

16 Vgl. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz – Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), 2018, abrufbar unter https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_Aktionaersrechte_richtlinie_II.pdf (Abruf: 23.10.2018).

17 Vgl. Europäische Kommission, Impact Assessment, 2014, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014SC0127> (Abruf: 23.10.2018), S. 4.

18 Vgl. *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 304.

19 Vgl. Glass Lewis, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis – Glass Lewis Statement of Compliance for the Period of 1 January 2017 through 31 December 2017, 2017, abrufbar unter www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/02/GL-Compliance-Statement-2018.pdf (Abruf: 23.10.2018), S. 11.

20 Vgl. Glass Lewis (Fn. 19), S. 12.

21 Vgl. ISS, Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis – ISS Compliance Statement, April 2017, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/best-practices-principles-iss-compliance-statement-april-2017-up-date.pdf> (Abruf: 23.10.2018), S. 10; Glass Lewis (Fn. 19), S. 11 f.

22 Vgl. ISS, Policy Formulation Process, 2018, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-formulation-application/> (Abruf: 23.10.2018).

23 Vgl. ISS (Fn. 21), S. 12.

24 Vgl. ISS (Fn. 22).

25 Vgl. Glass Lewis (Fn. 19), S. 11; ISS (Fn. 21), S. 13.

26 Vgl. ISS, What sets ISS apart, 2018, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/> (Abruf: 23.10.2018); Glass Lewis, Company Overview, 2016, abrufbar unter www.glasslewis.com/company-overview/ (Abruf: 23.10.2018).

27 Vgl. *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89 f.

28 Vgl. ISS, Europe Proxy Voting Guidelines, 2018, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> (Abruf: 23.10.2018), S. 13.

derheiten berücksichtigen, nicht zu erwarten. Angesichts der hohen Arbeitsbelastung der Stimmrechtsberater dürfte zudem der an verschiedenen Stellen erfolgende Hinweis in den Richtlinien, dass eine „case-by-case“-Betrachtung erfolgt, nicht überbewertet werden. Vor diesem Hintergrund wird regelmäßig die Kritik geäußert, dass die Richtlinien der Stimmrechtsberater einem „one-size-fits-all“-Ansatz folgen würden.²⁹

3. Möglichkeiten der Berücksichtigung länderspezifischer Besonderheiten

Länderspezifische Faktoren finden in den Richtlinien der Stimmrechtsberater durchaus Berücksichtigung. So entwickelt ISS die Stimmrechtsempfehlungen für deutsche Hauptversammlungen mithilfe der „Europe Proxy Voting Summary Guidelines“. Diese Richtlinie gilt grundsätzlich für Unternehmen aus insgesamt 32 europäischen Ländern. Es wird jedoch z. T. auf Besonderheiten von einzelnen Ländern hingewiesen und die Leitlinie an dieser Stelle entsprechend spezifiziert.³⁰ Insgesamt passt ISS vier Regelungen an den deutschen Markt an.³¹ Ein Beispiel hierfür ist die grundsätzliche Ablehnung eines ehemaligen Vorstandsvorsitzenden als Aufsichtsratsvorsitzenden.³²

Angesichts der Besonderheiten des deutschen Corporate-Governance-Systems mit dualistischer Struktur und Mitbestimmung erscheint der Umfang der Berücksichtigung länderspezifischer Besonderheiten bei ISS daher recht eingeschränkt.³³ Im Gegensatz hierzu hat GL neben einer Richtlinie für Kontinentaleuropa eine eigene Richtlinie für Deutschland ausgearbeitet, die das deutsche Corporate-Governance-System berücksichtigen soll und 19 Seiten umfasst.³⁴ GL geht hierbei recht detailliert auf das deutsche Corporate-Governance-System ein, wie beispielsweise Ausführungen zur Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien zeigen.³⁵

Deutsche Unternehmen, die auf die Richtlinien der Stimmrechtsberater Einfluss nehmen möchten, sollten prüfen, ob ihr Anliegen auf länderspezifische Besonderheiten zurückgeht. Sofern dies der Fall ist, erscheint die Möglichkeit einer künftigen Berücksichtigung des Anliegens in den Richtlinien durchaus realistisch. Insbesondere könnte dann Gehör gefunden werden, wenn der Änderungsvorschlag von mehreren Unternehmen und idealerweise auch von institutionellen Investoren unterstützt wird. Eine solche Einflussnahme könnte auch institutionalisiert über Unternehmensverbände erfolgen. Auch der DCGK-Kommission könnte hierbei eine Rolle zukommen. Als mögliche Themen drängen sich insbesondere die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder und die Vorstandsvergütung auf, die derzeit von der DCGK-Kommission intensiv diskutiert werden und im kürzlich veröffentlichten Entwurf eines geänderten DCGK besondere Beachtung finden.³⁶

IV. Maßnahmen im Vorfeld der Veröffentlichung der Stimmrechtsempfehlung

1. Herausforderungen bei der Entwicklung der Stimmrechtsempfehlung

Unternehmen sollten sich bewusst sein, dass Stimmrechtsberater in erster Linie Informationsintermediäre sind. Sie entwickeln die Stimmrechtsempfehlung basierend auf der Sammlung und Bewertung öffentlich verfügbarer Informationen des Emittenten.³⁷ Hierbei ist

angesichts der erforderlichen Analyse einer Vielzahl von Hauptversammlungen zu vermuten, dass die dem Stimmrechtsberater zur Verfügung stehende Zeit knapp bemessen ist. Daher ist der Stimmrechtsberater darauf angewiesen, dass die relevanten Informationen möglichst übersichtlich und unmittelbar zur Verfügung stehen. Eine individuelle Kontaktaufnahme zur Abfrage der benötigten Informationen scheint aus Zeitgründen in dieser „busy season“ nicht in allen Fällen umsetzbar. Zudem betonen die Stimmrechtsberater, dass sie ihre Entscheidungen ausschließlich auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen fällen.³⁸

Für die Entwicklung der Stimmrechtsempfehlung anhand der Richtlinie des Stimmrechtsberaters sind häufig umfangreiche und detaillierte Informationen erforderlich. Bei ISS ist beispielsweise für die Entscheidung über die Unabhängigkeit eines Aufsichtsratsmitglieds die Prüfung von 16 Kriterien notwendig.³⁹ Auch GL legt besonderen Wert auf die Transparenz der relevanten Informationen. So kann beispielsweise eine Nichtveröffentlichung von Informationen zur Qualifikation von Aufsichtsratsmitgliedern zu einer negativen Stimmrechtsempfehlung führen.⁴⁰

Eine weitere Herausforderung für Stimmrechtsberater ergibt sich im Falle von unternehmensspezifischen Besonderheiten. So können selbst die umfassenden Richtlinien der Stimmrechtsberater nicht alle Spezialfälle abdecken. Im Falle von solchen Regelungslücken hat der jeweilige Analyst des Stimmrechtsberaters im Rahmen einer „case-by-case“-Betrachtung einen Ermessensspielraum, den dieser anhand der vorliegenden Informationen eigenständig auszuüben hat.⁴¹

2. Bereitstellung relevanter Informationen durch das Unternehmen

Unternehmen können die Stimmrechtsberater bei der Informationssammlung unterstützen, indem sie die für die Abstimmungsempfehlung relevanten Informationen umfassend und leicht zugänglich veröffentlichen. Derzeit liegen die Informationen zur Corporate Governance von Unternehmen häufig verteilt in verschiedenen Dokumenten vor. Zur Verbesserung dieser Situation schlägt beispielsweise der Arbeitskreis „Corporate Governance Reporting“ der Schmalenbach-Gesellschaft vor, eine Mustergliederung in den DCGK zur Vereinheitlichung und Standardisierung der Corporate-Governance-Berichterstattung aufzunehmen. Dadurch soll ein Nebeneinander von Informationen im Corporate-Governance-Bericht und der Erklärung zur Unternehmensführung vermieden werden.⁴²

Auch bei bestehender Rechtslage bieten sich aber bereits heute für die Unternehmen verschiedene Möglichkeiten, die Corporate-Gover-

29 Vgl. *Fleischer*, AG 2012, 2, 5.

30 Vgl. ISS (Fn. 28), S. 4.

31 Vgl. ISS (Fn. 28), S. 8f., 19.

32 Vgl. ISS (Fn. 28), S. 9.

33 Vgl. *Heinen/Koch/Scharbillig* (Fn. 5), S. 5.

34 Vgl. Glass Lewis, 2018 Proxy Paper Guidelines – An Overview of the Glass Lewis Approach to Proxy Advice – Germany, 2018, abrufbar unter www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/12/2018_German_Guidelines.pdf (Abruf: 23.10.2018).

35 Vgl. Glass Lewis (Fn. 34), S. 9f.

36 Vgl. *Nonnenmacher*, WPg 2018, 709, 711; Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Entwurf eines geänderten Deutschen Corporate Governance Kodex, 2018, abrufbar unter <https://www.dcgk.de/de/konsultationen/aktuelle-konsultationen.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2019/181106%20Entwurf%20ueberarbeiteter%20DCGK.pdf> (Abruf: 6.11.2018).

37 Vgl. OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, abrufbar unter www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf (Abruf: 23.10.2018), S. 121.

38 Vgl. ISS (Fn. 21), S. 26.

39 Vgl. ISS (Fn. 28), S. 13.

40 Vgl. Glass Lewis (Fn. 34), S. 1, 10.

41 Vgl. Glass Lewis (Fn. 34), S. 8; ISS (Fn. 28), S. 9.

42 Vgl. *Hillmer*, KoR 2018, 199, 201.

nance-Berichterstattung zu verbessern. Ein Ansatzpunkt hierbei ist die übersichtliche Zusammenstellung der verschiedenen Berichtselemente auf der Homepage des Unternehmens. Zudem sollte überlegt werden, all diejenigen Informationen, die Stimmrechtsberater im Rahmen ihrer Stimmrechtsempfehlung benötigen, freiwillig offenzulegen.

Daneben ist insbesondere eine Ausweitung der in der Tagesordnung veröffentlichten Informationen denkbar. Die Tagesordnung, die die Abstimmungspunkte der Hauptversammlung enthält, ist für die Stimmrechtsberater der Ausgangspunkt der Entwicklung der Stimmrechtsempfehlung. Bei dort veröffentlichten Informationen dürfte sicher davon auszugehen sein, dass diese von den Stimmrechtsberatern berücksichtigt werden. Zudem bietet die Tagesordnung die Möglichkeit, die relevanten Corporate-Governance-Informationen unmittelbar mit dem entsprechenden Tagesordnungspunkt zu verknüpfen.

Im Rahmen einer freiwilligen Ausweitung des Informationsumfangs in der Tagesordnung könnten sich deutsche Unternehmen an den in den USA umfangreichen Informationsanforderungen für Proxy Statements orientieren. Diese erfordern beispielsweise die Offenlegung der Erfahrungen, Qualifikationen, Eigenschaften und Kenntnisse für jedes amtierende und vorgeschlagene Aufsichtsratsmitglied.⁴³

Daneben sollten Unternehmen prüfen, ob möglicherweise Sondersituationen vorliegen, die in den Richtlinien der Stimmrechtsberater nicht oder nicht eindeutig geregelt sind. Liegt ein solcher Fall vor, sollte die Bereitstellung zusätzlicher Informationen zur Entscheidungsbegründung überlegt werden. Diese könnten dem Analysten des Stimmrechtsberaters die sachgemäße Ausübung seines Ermessens im Sinne einer „case-by-case“-Betrachtung ermöglichen.

Als ein Beispiel für eine solche Sondersituation kann der Wahlvorschlag von *Dr. Reinhold Lunow* für den Aufsichtsrat der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA bei der Hauptversammlung 2015 genannt werden. Dieser ist nach den Richtlinien von ISS grundsätzlich als unabhängig einzustufen. Allerdings war er zu dem damaligen Zeitpunkt, wie auch heute noch, Schatzmeister des Ballspielvereins 09 e.V. Dortmund.⁴⁴ Die Funktion des Schatzmeisters wird in den ISS-Kategorien nicht explizit als Kriterium genannt, das die Unabhängigkeit gefährdet. Trotzdem stufte ISS *Lunow* als nicht unabhängig ein und erteilte aus diesem Grund eine negative Stimmrechtsempfehlung.⁴⁵

3. Prüfung des Einklangs möglicher Abstimmungsvorschläge mit den Richtlinien der Stimmrechtsberater

Unternehmen sollten sich bereits vor der Erstellung der Tagesordnung mit den Richtlinien der Stimmrechtsberater auseinandersetzen und diese bei der Ausarbeitung beachten. Die Richtlinien der Stimmrechtsberater können für Unternehmen eine Orientierungshilfe sein, die bei der inhaltlichen Ausgestaltung der Tagesordnungspunkte genutzt werden kann. Auch wenn sich die Richtlinien nicht explizit an die Unternehmen als Adressaten richten, sollten diese ihnen Beachtung schenken und versuchen, wenn möglich, einen Einklang zu finden. Denn die alleinige Beachtung der DCGK-Empfehlungen schützt nicht vor geringen Zustimmungsraten auf Hauptversammlungen, wie sich insbesondere bei den Abstimmungen zur Vorstandsvergütung gezeigt hat.⁴⁶

Aufsichtsrat und Vorstand haben dabei sorgfältig zu prüfen, ob ein Abstimmungsvorschlag gemäß den Richtlinien der Stimmrechtsberater auch im Unternehmensinteresse liegt. Die Richtlinien können aufgrund ihrer Zielsetzung die unternehmensspezifische Situation nicht vollumfänglich berücksichtigen. Entsprechend konnte in einer Studie für die USA gezeigt werden, dass eine Anpassung der Vorstandsvergü-

tung an die Richtlinien der Stimmrechtsberater im Durchschnitt zu einer negativen Aktienkursreaktion führte.⁴⁷

Abstimmungsvorschläge, die von den Richtlinien der Stimmrechtsberater abweichen, können daher durchaus im Unternehmensinteresse sein. Eine solche Abweichung sollte aber verständlich und nachvollziehbar begründet werden, um den Stimmrechtsberatern die Ausübung ihres Ermessens im Sinne einer „case-by-case“-Betrachtung zu ermöglichen. Es zeigt sich auch in Einzelfällen, dass Stimmrechtsberater trotz einer Verletzung einzelner Kriterien der Richtlinien eine positive Stimmrechtsempfehlung aussprechen.

Ein Beispiel hierfür dürfte der Wahlvorschlag von *Xu Ping* für den Aufsichtsrat der KION GROUP AG auf der Hauptversammlung 2015 gewesen sein. Nach den Richtlinien von GL war *Xu Ping* als Anwältin von Weichai Power Co. Ltd, dem Großaktionär von KION, als nicht unabhängig einzustufen. Auch der Aufsichtsrat insgesamt wurde als nicht ausreichend unabhängig angesehen. Obgleich somit eine strikte Befolgung der Richtlinien zu einer Ablehnung geführt hätte, wurde die Wahl von GL dennoch befürwortet.⁴⁸

V. Maßnahmen nach der Veröffentlichung der Stimmrechtsempfehlung

1. Prozess der Entwicklung der Stimmrechtsempfehlung

Die Einladung zur Hauptversammlung hat mindestens 30 Tage vorab zu erfolgen (§ 123 Abs. 1 AktG). Mit Vorliegen der Tagesordnung können die Stimmrechtsberater die konkrete Ausarbeitung der Stimmrechtsempfehlung beginnen. Ziel der Stimmrechtsberater ist es, den institutionellen Investoren als Kunden die Stimmrechtsempfehlung spätestens zwei Wochen vor der Hauptversammlung zur Verfügung zu stellen, damit diese noch ausreichend Zeit für die Abstimmung haben.⁴⁹

Unternehmen haben die Möglichkeit, den Report (ISS) bzw. die dafür verwendeten Daten (GL) vor der Hauptversammlung einzusehen. Dazu müssen sich diese zuvor bei dem Stimmrechtsberater registrieren. Im Falle einer Registrierung übermitteln die Stimmrechtsberater die Informationen zwischen zwei und vier Wochen vor der Hauptversammlung an die Emittenten. Diese haben anschließend 48 Stunden Zeit, die Reports bzw. die verwendeten Daten zu prüfen und hierzu Stellung zu beziehen.⁵⁰ Die knapp bemessene Reaktionszeit ist dem hohen Arbeitsaufkommen der Stimmrechtsberater in der Hauptversammlungssaison geschuldet. ISS und GL erklären, dass sie die Anmerkungen der Emittenten zu den verwendeten Daten und den Empfehlungen berücksichtigen, wenngleich dies nicht zwingend zu einer Änderung der Empfehlung führen muss.⁵¹

43 Vgl. Securities and Exchange Commission, Proxy Disclosure Enhancements, 2012, abrufbar unter <https://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089-secg.htm> (Abruf: 23.10.2018).

44 Vgl. Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, Dr. Reinhold Lunow, 2018, abrufbar unter <https://aktie.bvb.de/BVB-auf-einen-Blick/Aufsichtsrat/Dr.-Reinhold-Lunow> (Abruf: 6.11.2018).

45 Vgl. ISS, Proxy Report Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, 2015, bei ISS kostenpflichtig erhältlich.

46 Vgl. *Nonnenmacher* (Fn. 36), 711.

47 Vgl. *Larcker/McCall/Ormazabal*, Journal of Law and Economics 2015, 173.

48 Vgl. für das gesamte Beispiel Glass Lewis, Proxy Paper KION GROUP AG, 2015, bei Glass Lewis kostenpflichtig erhältlich.

49 Vgl. Glass Lewis (Fn. 19), S. 13; ISS (Fn. 21), S. 16.

50 Vgl. Glass Lewis, Issuer Data Report, 2018, abrufbar unter www.glasslewis.com/issuer-data-report/ (Abruf: 23.10.2018); ISS, ISS Draft Review Process for U.S. Issuers, 2018, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/iss-draft-review-process-u-s-issuers/> (Abruf: 23.10.2018); ISS, Is my company entitled to review the ISS analysis prior to publication?, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/faq-items/is-my-company-entitled-to-review-the-iss-analysis-prior-to-publication/> (Abruf: 23.10.2018). ISS betont hierbei, dass die Bereitstellung der Informationen im eigenen Ermessen steht.

51 Vgl. *Bertsch*, Engaging with proxy advisory services, in: Corporate Governance Guide, 2014, abrufbar unter https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf (Abruf: 23.10.2018), S. 262.

2. Prüfung der Veröffentlichung durch das Unternehmen

Unternehmen sollten die Möglichkeit nutzen, die von den Stimmrechtsberatern verwendeten Daten bzw. die Stimmrechtsempfehlung zu prüfen. Hierbei sollte sichergestellt werden, dass die Stimmrechtsberater die relevanten Informationen vollständig und richtig gesammelt und ordnungsmäßig interpretiert haben. Sollten Unternehmen hier Fehler feststellen, dürften die Stimmrechtsberater für Hinweise dankbar sein, da fehlerhafte Stimmrechtsempfehlungen zu Reputationsschäden führen können.⁵²

Insbesondere bei kritischen Tagesordnungspunkten, die zu einer negativen Stimmrechtsempfehlung führen könnten, sollten Unternehmen den Dialog mit dem Stimmrechtsberater suchen. Erfolgsversprechend dürfte für Unternehmen insbesondere die Darlegung unternehmensspezifischer Gründe für ein Abweichen von den Richtlinien sein, da auch Stimmrechtsberater im Sinne der institutionellen Investoren als Kunden grundsätzlich an einer optimalen Entscheidung im Unternehmensinteresse interessiert sind. Der Verweis auf länderspezifische Besonderheiten erscheint hingegen weniger erfolgsversprechend, da Stimmrechtsberater sich hier auf die länderspezifischen Richtlinien berufen können.⁵³

Sofern der Stimmrechtsberater trotz Unternehmenseingaben bei seiner negativen Stimmrechtsempfehlung bleibt, sollten Unternehmen die Kommunikation zu den Anlegern suchen. Auch hier sollten aus Anlegersicht die unternehmensspezifischen Gründe für eine Abweichung dargelegt werden. Dies kann beispielsweise über eine Pressemitteilung erfolgen. Daneben sollte auch der persönliche Kontakt zu Aktionären gesucht werden, die über eine größere Beteiligung am Unternehmen verfügen. Die Aktionärsrechterichtlinie unterstützt dieses Vorgehen durch neue Regelungen nach Artikel 3a.⁵⁴ Demnach wird Unternehmen die Identifikation von wichtigen Aktionären erleichtert, indem sie von Finanzintermediären Informationen über ihre eigenen Aktionäre wie Name, Geburtsdatum, Postanschrift und elektronische Adresse sowie die Höhe der gehaltenen Unternehmensanteile einfordern können (§ 67d AktG-E).⁵⁵ Die eigenen Aktionäre sind dadurch für Unternehmen über die gesamte Verwahrkette hinweg leichter erreichbar.⁵⁶

VI. Zusammenfassung

1. Der Referentenentwurf zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie sieht neue Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater vor. Diese haben u. a. Informationen zur Entwicklung von Stimmrechtsempfehlungen offenzulegen. Für Unternehmen sind diese Informationen relevant, da sich hieraus Möglichkeiten der direkten oder indirekten Einflussnahme auf die Stimmrechtsempfehlung ableiten lassen. Hintergrund der neuen Regelungen ist die zunehmende Bedeutung der Stimmrechtsberater für die Corporate Governance. So zeigen empirische Studien, dass negative Stimmrechtsempfehlungen einen deutlichen Einfluss auf das Abstimmungsergebnis auf Hauptversammlungen haben können.
2. Die eigens entwickelten Richtlinien dienen Stimmrechtsberatern zur regelbasierten Ableitung von Stimmrechtsempfehlungen. Für den Stimmrechtsberater steht hierbei im Vordergrund, dass die Richtlinien eine effiziente und konsistente Beurteilung der Abstimmungspunkte auf Hauptversammlungen von einer Vielzahl von Unternehmen ermöglichen. Unternehmensspezifische Besonderheiten können daher kaum Berücksichtigung finden, länderspezifische

Besonderheiten hingegen schon. Erfolgsversprechend erscheint es daher, dass sich börsennotierte Unternehmen aus Deutschland gemeinsam in die Fortentwicklung der länderspezifischen Anpassungen einbringen.

3. Stimmrechtsempfehlungen dienen institutionellen Investoren als Grundlage für ihr Abstimmungsverhalten. Eine wesentliche Herausforderung des Stimmrechtsberaters ist es, die für die Ableitung der Empfehlung relevanten Unternehmensinformationen zu finden und zu interpretieren. Für Unternehmen besteht daher die Gefahr, dass ein Tagesordnungspunkt eine negative Empfehlung erhält, wenn dem Stimmrechtsberater die Information nicht unmittelbar zugänglich ist oder er diese falsch interpretiert. Unternehmen können diesen Prozess durch die übersichtliche und umfassende Bereitstellung relevanter Informationen unterstützen. Der bisher als Berichtselement oftmals vernachlässigten Tagesordnung kann hierbei eine wichtige Rolle zukommen.
4. Stimmrechtsempfehlungen werden weitgehend regelbasiert ermittelt. Herausforderungen für Stimmrechtsberater können sich bei unternehmensspezifischen Besonderheiten und Regelungslücken ergeben. Unternehmen sollten daher Abstimmungsvorschläge, die nicht im Einklang mit dem Richtlinienkatalog der Stimmrechtsberater stehen, besonders sorgfältig erläutern. Außerdem können Unternehmen im Fall einer Regelungslücke dem Stimmrechtsberater durch entsprechende Ausführungen eine Interpretationshilfe bieten.
5. Unternehmen können im Falle einer negativen Stimmrechtsempfehlung aktiv werden. Zunächst sollten die zugrundeliegenden Informationen, die der Stimmrechtsberater bei der Entwicklung der Stimmempfehlung verwendet hat, auf Richtigkeit überprüft werden. Bei vorliegenden Fehlern ist der Kontakt mit dem Stimmrechtsberatern in der vorgegebenen Frist zu suchen. Gleichzeitig sollten Anteilseigner über die Hintergründe informiert werden. Dies kann über eine Pressemitteilung und die direkte Kontaktaufnahme zu wichtigen Investoren erfolgen.

Vanda Heinen, M.Sc., ist ab Dezember 2018 ESG-Analystin bei Union Investment Institutional GmbH und war bis August 2018 Wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Corporate Governance und Wirtschaftsprüfung der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.



Prof. Dr. Christopher Koch ist Inhaber des Lehrstuhls für Corporate Governance und Wirtschaftsprüfung an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.



52 Vgl. Li, Management Science 2016, 2951, 2955.

53 Vgl. als ein Beispiel: Lufthansa Group, Aufsichtsrat bekräftigt Nominierung von Wolfgang Mayrhuber für den Aufsichtsrat der deutschen Lufthansa AG, Mai 2013, abrufbar unter <https://investor-relations.lufthansagroup.com/de/meldungen/ad-hoc-meldungen/investor-relations-ad-hoc-meldung/datum/2013/05/06/aufsichtsrat-bekraeftigt-nominierung-von-wolfgang-mayrhuber-fuer-den-aufsichtsrat-der-deutschen-luftha.html> (Abruf: 23.10.2018).

54 Vgl. Europäische Union (Fn. 14), 13 f.

55 Vgl. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (Fn. 16), S. 6.

56 Vgl. Seibt (Fn. 14), 1915.