



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung
der deutschen Aktiengesellschaft.
Überlegungen zu Erforderlichkeit und Gestaltung einer
Einpassung in die Konzeption des Systems der dualistischen
Unternehmensleitung. Zugleich ein Beitrag zur Umsetzung der
Aktionärsrechterichtlinie II.“**

Dissertation vorgelegt von Steffen Hauber

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Stephan Harbarth

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Stimmrechtsberater nehmen in der gelebten Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften mit ihren Vorschlägen an die Aktionäre, wie diese ihre Stimmrechte auf der Hauptversammlung ausüben sollen, eine zunehmend bedeutende Rolle ein. War ihr Wirken bisher normativ nicht erfasst, ist nunmehr durch die zweite EU-Aktionärsrechterichtlinie vom Mai 2017 die erstmalige Regulierung der Stimmrechtsberater erfolgt. In dem Bestreben, das aktive Engagement der Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften anzuregen, hat die Europäische Union Transparenzregeln für institutionelle Investoren, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater eingeführt, die in nationales Recht umzusetzen waren. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Transparenzpflichten mit dem ARUG II in den §§ 134a, 134d AktG verortet.

Diese erstmalige normative Regulierung der Stimmrechtsberater hat Anlass zu dieser Arbeit gegeben. Sie befasst sich zum einen mit der Umsetzungsgesetzgebung durch das ARUG II und legt dabei den Fokus auf die vielfältige Kritik am Wirken der Stimmrechtsberater. Weiterhin wird ganz grundsätzlich der Frage nachgegangen, ob und wie sich der Einfluss der Stimmrechtsberater, die aus dem monistischen System kommen, in das dualistische System der deutschen Aktiengesellschaft mit seinem eigenständigen Überwachungsorgan Aufsichtsrat einpassen lässt.

Die Arbeit ist dabei in acht Kapitel untergliedert. Nach einer Einleitung widmet sich das zweite Kapitel den Rechtstatsachen, die der Beurteilung der Stimmrechtsberatung und ihrer Regulierung zugrunde zu legen sind. Darauf folgend werden die bisherigen allgemeinen rechtlichen Rahmenbedingungen beleuchtet, die der Stimmrechtsberatung Grenzen setzen könnten. Im zentralen vierten Kapitel wird die Stellung der Stimmrechtsberater im Zusammenhang mit dem Phänomen des Shareholder Activism in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft herausgearbeitet.

Das neue Recht wird in den Kapiteln fünf und sechs erschlossen: Einer Darstellung und Bewertung der Zweiten Aktionärsrechterichtlinie schließt sich die Untersuchung und Beurteilung des Umsetzungsgesetzes ARUG II an.

Jenseits der vom Unionsgesetzgeber verfolgten Maßnahmen werden im siebten Kapitel schließlich Ansätze zur weiteren Regulierung unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen der Stimmrechtsberatung auf die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft diskutiert. Die Arbeit schließt mit einem Gesamtfazit, verbunden mit einem Ausblick.

Es folgt eine thesenhafte Darstellung der wesentlichen Erkenntnisse der Arbeit, unterteilt nach ihren Kapiteln:

Grundlagen und Rechtstatsachen

Warum mandatieren Investoren in der Kapitalmarktpraxis einen Stimmrechtsberater? Ausgehend von der rationalen Apathie, also dem bewussten Verzicht des Aktionärs auf Engagement in der Gesellschaft aufgrund der dadurch entstehenden Kosten, bleibt die Wahrnehmung der Stimmrechte in erster Linie ein Kostenfaktor. Für die verstärkte Einschaltung von Stimmrechtsberatern verantwortlich ist deshalb nicht der Mehrwert ihrer angebotenen Leistung selbst, sondern die zunächst in den USA und dann nachfolgend in anderen Ländern normierte Pflicht der Investoren und ihnen Gleichgestellter im Interesse ihrer Endanleger die Stimmrechte aktiv auszuüben und eine

Abstimmungspolitik und deren Umsetzung zu publizieren. Mit der rationalen Apathie der Investoren erklärt sich, warum diese die Empfehlungen der Stimmrechtsberater in der Regel und teilweise sogar ungeprüft übernehmen. Hierdurch kommt es zu einer faktischen Konzentration von Stimmrechtsmacht in den Händen der Stimmrechtsberater. Die Stimmrechtsberatungsbranche wird dabei vom Duopol der US-amerikanischen Stimmrechtsberater *ISS* und *Glass Lewis* dominiert.

Wie weit der Einfluss der Stimmrechtsberater tatsächlich reicht, kann allerdings nicht abschließend bestimmt werden. Allgemein anerkanntes und belastbares Tatsachenmaterial hierzu besteht jedenfalls für Europa nicht. Erst künftig mit den aus der Aktionärsrechterichtlinie folgenden Berichtspflichten wird hierfür mit einer verlässlichen Tatsachengrundlage zu rechnen sein. Aber auch aus der Gesamtschau der empirischen Untersuchungen, der Schätzungen und anekdotischen Aussagen lässt sich der Schluss ziehen, dass der Einfluss weit reicht. Die Bedeutung der Stimmrechtsberater ist eindeutig allzu groß, als dass es sich die Unternehmensleitung erlauben könnte, ihre Ansichten dauerhaft zu ignorieren. Für Vorstand und Aufsichtsrat folgt daraus, dass sie nicht mehr nur die Vorgaben von Satzung und Gesetz, sondern auch die Stimmrechtsrichtlinien der großen Stimmrechtsberater zu berücksichtigen haben. Der stetig wachsende Druck auf Investoren, ihre Stimmrechte wahrzunehmen, spricht dafür, dass sich der Einfluss der Stimmrechtsberater in den nächsten Jahren weiterhin steigern wird.

Die Stimmrechtsberatung erfährt zurecht umfassende und intensive Kritik, die im Zuge ihrer erstmaligen Regulierung aufgegriffen werden sollte. So unterliegen Stimmrechtsberater mehreren Interessenkonflikten, die die Objektivität ihrer Stimmempfehlungen in Frage stellen. Besonders problematisch ist die vom Marktführer *ISS* parallel angebotene Corporate Governance Beratung für Emittenten.

Anlass zur Sorge bereitet zudem die mangelhafte Qualität vieler Stimmempfehlungen. Neben in Teilen unsauber oder unvollständig zusammengetragener Tatsachengrundlagen ist der wegen der Masse an Empfehlungen oftmals verfolgte one-size-fits-all Ansatz Grund hierfür.

Für den Emittenten ist problematisch, dass er Stimmempfehlungen oftmals nicht vorhersehen kann. Der Prozess der Erstellung der Stimmempfehlung gleicht einer „black box“. Sind die Empfehlungen des Stimmrechtsberaters aus Sicht des Emittenten falsch, etwa weil sie aufgrund einer unrichtigen Tatsachengrundlage ergangen sind, so fehlt es in vielen Fällen an der Möglichkeit, hierauf hinzuweisen.

Schwer wiegt weiterhin, dass die Stimmrechtsberater oftmals die Besonderheiten der nationalen Rechtsordnungen ignorieren. Neben der Verdrängung der Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex bereitet insbesondere die Nichtvereinbarkeit anglo-amerikanischer Corporate Governance Vorstellungen mit der dualistischen Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft Sorge.

Eine Verbesserung der Qualität und damit Auflösung einiger Kritikpunkte durch Wettbewerb innerhalb der Branche ist hingegen nicht zu erwarten. Dem stehen die duopolistische Marktstruktur und die erheblichen Marktzutrittsschranken entgegen. Zudem mangelt es an einer ernstzunehmenden Kontrolle durch die beauftragenden institutionellen Investoren.

Die bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen

Eine Befassung mit der bisherigen Regulierung der Stimmrechtsberater durch allgemeine Vorschriften ist erforderlich, um gegebenenfalls den Erlass sich widersprechender Regelungen aufzudecken sowie eine Überregulierung zu vermeiden.

Zu summieren ist allerdings, dass die bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen die Stimmrechtsberatung nicht hinreichend regulieren, um der ihnen entgegengebrachten Kritik effektiv zu begegnen.

Zum einen hat sich ein Großteil der Stimmrechtsberatungsbranche zusammenschlossen und sich selbst, ohne Beteiligung staatlicher Stellen, mit den Best Practice Principles einen Verhaltenskodex gegeben. Mit dieser Selbstregulierung wurde die Stimmrechtsberatungsbranche für Investoren und Emittenten zumindest transparenter gemacht. Die danach zu veröffentlichenden Angaben verbleiben aber an vielen Stellen zu vage und ungenau. Hinzu kommen vielfältige Ausnahmemöglichkeiten, den Aussagegehalt der Entsprechenserklärungen zu den Best Practice Principles erheblich mindern.

Das geltende Kapitalmarkt- und Aktienrecht ist für die Stimmrechtsberater von geringer Relevanz. Zumeist ist der Anwendungsbereich der Normen nicht eröffnet oder die Tätigkeit der Stimmrechtsberater kann nicht unter die betreffenden Vorschriften gefasst werden. Eine Meldepflicht nach den §§ 33 ff WpHG sowie eine Zurechnung nach § 30 WpÜG kann nur in Ausnahmekonstellationen angenommen werden. Informationen, die ein Stimmrechtsberater im direkten Kontakt mit der Unternehmensleitung eines Emittenten erlangt, könnten hingegen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung qualifiziert zu behandeln sein. Eine analoge Anwendung des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater ist abzulehnen. Eine vergleichbare Interessenlage wird man nur in besonderen Konstellationen annehmen können; zum anderen bestehen erhebliche Zweifel im Hinblick auf eine planwidrige Regelungslücke. Hier ist der Gesetzgeber gefragt, wenn eine Einbeziehung der Stimmrechtsberater erfolgen soll.

Letztlich vermag auch das zivilrechtliche Haftungsregime nicht zu einer Disziplinierung der Stimmrechtsberaterbranche beizutragen. Neben der teils nicht gegebenen Anwendbarkeit deutschen Rechts aufgrund der Internationalität der Stimmrechtsberatung und ihrer Kunden verhindern vor allem Nachweisschwierigkeiten eine Haftung der Stimmrechtsberater. Dies gilt sowohl für Ansprüche der Emittenten gegen den Stimmrechtsberater nach den Grundsätzen des Vertrages mit Schutzwirkung zugunsten Dritter wie auch für solche aus Delikt.

Stimmrechtsberater und Shareholder Activism im Recht der deutschen Aktiengesellschaft

Die Regulierung der Stimmrechtsberater ist im Zuge der Zweiten Aktionärsrechterichtlinie erfolgt, durch die der Unionsgesetzgeber vornehmlich das Engagement der Aktionäre in den Beteiligungsgesellschaften fördern möchte. Die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft hingegen fußt auf dem Konzept des passiven Aktionärs, dessen Beitrag sich in der Leistung seiner Kapitaleinlage

erschöpft. Die Überwachung des Vorstands fällt dabei primär dem Aufsichtsrat zu. In Kontrast zu diesem Leitbild des deutschen Aktienrechts steht der aktivistische Aktionär: Dieser sucht mit dem Ziel der Durchsetzung seiner Partikularinteressen einen an seiner Beteiligungshöhe gemessen überproportionalen Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft auszuüben, ohne sich dabei auf die Ausübung seiner formellen Aktionärsrechte zu beschränken.

In den letzten gut zwanzig Jahren kam es zu einer „Aktienrechtsreform in Permanenz“ bei der der Gesetzgeber nach dem Rückzug der Depotbanken ohne rechten Erfolg den erheblich gesunkenen Hauptversammlungspräsenzen zu begegnen suchte, indem er deregulierte und vor allem durch Möglichkeiten der elektronischen Kommunikation versuchte, die Aktionäre zur aktiven Teilnahme an der Hauptversammlung zu bewegen. Zugleich kam es zu einer grundlegenden Veränderung der Aktionärsstruktur. Mit dem Aufbruch der Deutschland AG bildet sich das Aktionariat deutscher Aktiengesellschaften heute nicht mehr aus Großaktionären aus den Reihen der Banken, Versicherungen und anderen Unternehmen, sondern aus internationalen institutionellen Investoren. Dies hat neben einer Internationalisierung der Aktionäre auch zu einer massiven Erhöhung des Streubesitzes geführt. Für aktivistische Aktionäre wie auch für Stimmrechtsberater bieten diese Entwicklungen Entfaltungschancen.

Von besonderer Bedeutung ist dabei die Frage, welche Rolle den Stimmrechtsberatern im Rahmen des Aktionärsaktivismus zukommt: Sind sie lediglich Informationsintermediäre der Investoren? Oder kommt ihnen eine darüber hinaus gehende Stellung zu? Übernehmen die Stimmrechtsberater an Stelle uninteressierter Investoren aufgrund der Stimmrechtbündelung gar die Rolle des aktivistischen Aktionärs?

Zum einen stärken Stimmrechtsberater in ihrer Funktion als Informationsintermediär die Aktionärsverwaltungsrechte. Anders verhält es sich hingegen im Verhältnis der Stimmrechtsberater zu den Emittenten. Institutionelle Investoren, die ein großes, internationales Portfolio verwalten, sehen sich zumeist zu einer informierten Ausübung der Stimmrechte aus allen gehaltenen Aktien außer Stande. Aufgrund treuhändischer Pflichten nehmen sie dennoch formell ihr Stimmrecht wahr. Hierbei folgen sie aber sehr oft „blind“ den Empfehlungen der Stimmrechtsberater. In Kombination mit der duopolistischen Marktstruktur entsteht hierdurch eine massive Stimmrechtbündelung in den Händen der Stimmrechtsberater *ISS* und *Glass Lewis*. Dem Emittenten gegenüber treten diese Stimmrechtsberater in der Hauptversammlung durch die Bündelung der Stimmen der inaktiven Investoren als bedeutende „Quasi-Aktionäre“ gegenüber. Verbunden mit ihrem unmittelbaren Kontakt im Vorfeld der Hauptversammlung mit Vorstand und Aufsichtsrat schlüpfen die Stimmrechtsberater in die Rolle eines Großaktionärs. Im Unterschied zu einem solchen beruht ihr Einfluss jedoch nicht auf einer eigenen wirtschaftlichen Beteiligung am Emittenten. Die Stimmrechtsberater übernehmen damit in Zuge des Shareholder Activism die Rolle eines aktivistischen Aktionärs.

Eine aus der Wahrnehmung fremder mitgliedschaftlicher Stimmrechte folgende Stellung als „Quasi-Aktionär“ ist dem deutschen Aktienrecht dabei nicht unbekannt. Eine vergleichbare Machtposition hatten lange Zeit die Banken durch das Depotstimmrecht, welchem der Gesetzgeber insbesondere durch § 135 AktG zu begegnen suchte.

Mit der Rolle eines faktischen Standardsetzers in Fragen der Corporate Governance nehmen die Stimmrechtsberater neben der des Informationsintermediärs und der des „Quasi-Aktionärs“ noch eine dritte Funktion ein. Grund hierfür sind die von den

Unternehmensleitungen zu berücksichtigenden Stimmrechtsrichtlinien der Berater, die nationale Besonderheiten nicht berücksichtigen und in Teilen über die Vorgaben des Aktiengesetzes oder den Empfehlungen des DCGK hinausgehen oder sogar mit diesen kollidieren.

Dieser Funktionentrias der Stimmrechtsberater im Zusammenhang mit dem Shareholder Activism ist bei der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie 2017 Rechnung zu tragen.

Ausgehend von den einem aktivistischen Aktionär offenstehenden Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmensleitung zeigt sich, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Gesellschaft faktisch vornehmlich im Vorfeld der Hauptversammlung auf informellem Wege ausgeübt wird. Im Vordergrund steht dabei die Beeinflussung der Beschlussvorschläge der Verwaltung. Zum einen kann dies durch vorauseilenden Gehorsam von Vorstand und Aufsichtsrat geschehen oder es erfolgt eine Anpassung bzw. der Wegfall von Beschlussvorschlägen nach informellem Austausch mit den Stimmrechtsberatern hinsichtlich konkreter Abstimmungspunkte. Mangels formellen Initiativrechts wirkt der Einfluss vor allem bei regelmäßigen Beschlussgegenständen, insbesondere bei personalpolitischen. Gleiches gilt bei außergewöhnlichen Beschlussgegenständen, die von der Verwaltung selbst oder von Aktionären auf die Hauptversammlungsaagenda gesetzt worden sind.

Sind schon der Einflussnahme aktivistischer Aktionäre in der Aktiengesellschaft nur in Ausnahmefällen wirksame Schranken gesetzt, so vermag § 117 AktG sowie die §§ 826 und 242 BGB dem formellen und informellen Wirken der Stimmrechtsberater keine effektiven Grenzen zu setzen. Obschon die Qualifizierung der Stimmrechtsberater als „Quasi-Aktionäre“ dies nahelegt, unterfällt die Einflussnahme der Berater insbesondere auch nicht der mitgliedschaftlichen Treuepflicht.

Aus der Rolle der Stimmrechtsberaters als aktivistische „Quasi-Aktionäre“ resultieren erheblichen Spannungen und Reibungen zwischen den drei Organen der deutschen Aktiengesellschaft.

Im Verhältnis des Vorstands zu den Aktionären kommt es hierzu im Hinblick auf die aus § 76 Abs. 1 AktG folgende Leitungsautonomie des Vorstands. Der Leitungsautonomie eigen ist die Unternehmerfreiheit des Vorstands und sein Handeln im Interesse aller Aktionäre. Diese Funktionen können nicht mehr bedingungslos ausgefüllt werden, wenn dem Vorstand informell, also außerhalb der Hauptversammlung ein fremder Wille – hier Partikularinteressen des Stimmrechtsberaters – aufgezwungen werden kann. Erstreckt sich die Einflussnahme weiterhin auf Maßnahmen, die nicht der Kompetenz der Hauptversammlung unterfallen, so handelt es sich um informellen Einfluss über den Stimmrechtsberater entgegen dem Geschäftsführungsverbot des § 119 Abs. 2 AktG. Aus dem informellen Kontakt von Vorstand und Stimmrechtsberater folgt das weitere zentrale Problem der informationellen Ungleichbehandlung der Aktionäre. Wenngleich sowohl *ISS* als auch *Glass Lewis* nach eigenen Angaben nur öffentlich zugängliche Informationen für ihre Stimmempfehlungen verwenden wollen, muss nach genauerer Untersuchung ihrer eigenen Verlautbarungen angenommen werden, dass auch andere Informationen vom Stimmrechtsberater an deren Kunden weitergeleitet werden. Ein regelmäßiger Austausch des Vorstands mit dem Stimmrechtsberater im Vorfeld einer jeden Hauptversammlung ist nicht – auch nicht unter Anknüpfung an eine abzulehnende Informationsprivilegierung von Paketaktionären – mit dem informationellen Gleichbehandlungsgebot der §§ 53a, 131 Abs. 4 AktG vereinbar. Als zulässig einzustufen sind lediglich punktuelle Informationsprivilegierungen bei außergewöhnlichen Anlässen

bzw. unter engen Voraussetzungen im Hinblick auf gewöhnliche Hauptversammlungsentscheidungen. Bei der Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater steht außenstehenden Aktionären hingegen kein Nachinformationsanspruch aus § 131 Abs. 4 AktG zu. Schranken sind der Informationsweitergabe an Stimmrechtsberater weiterhin durch das Insiderrecht und die Verschwiegenheitspflicht nach § 93 Abs. 1 S. 3 AktG gesetzt, nach denen ebenfalls nur im konkreten Einzelfall, nicht aber generell, die Informationsweitergabe zulässig sein kann.

Im Verhältnis des Aufsichtsrats zu den Aktionären besteht die Gefahr, dass Stimmrechtsberater aufgrund ihres Kontakts zum Vorstand die Funktion eines Schattenaufsichtsrats übernehmen und dadurch die Tätigkeit des Aufsichtsrats als gesetzliches Überwachungsorgan gem. § 111 Abs. 1 AktG unterminieren könnten. Im Hinblick auf die retrospektive Überwachung durch den Aufsichtsrat ist eine Aushöhlung durch das Wirken der Stimmrechtsberater nicht zu befürchten. Anders liegt es im hingegen bei der prospektiven Überwachung des Aufsichtsrats durch Beratung des Vorstands zu bedeutenden Einzelmaßnahmen.

Soweit der Aufsichtsrat unternehmerische Entscheidungen trifft, erfolgt dies autonom unter Beachtung der Business Judgement Rule. In der Einflussnahme und dem Druck auf den Aufsichtsrat durch Stimmrechtsberater kann insoweit ebenso ein Eingriff in seine Kompetenzen wie in die des Vorstands liegen.

Zu Spannungen führt die aktivistische Rolle der Stimmrechtsberater auch im Verhältnis von Vorstand und Aufsichtsrat zueinander. Besteht informeller Kontakt der Stimmrechtsberater sowohl zum Vorstand als auch zum Aufsichtsrat, so stellt sich die Frage, wer die Kompetenz zur Führung des Dialogs mit dem Stimmrechtsberater innehat. Ein Bedürfnis des Aufsichtsrats, in Kontakt mit Stimmrechtsberatern zu treten, ist nicht schlechthin abzuweisen und kann im Einzelfall aus der Sorgfaltspflicht des Aufsichtsrats gem. §§ 116 Abs. 1 S. 1, 93 Abs. 1 S. 1 AktG gar angezeigt sein. Dem steht jedoch die klare Zuweisung der Geschäftsführung an den Vorstand nach §§ 77 Abs. 1, 111 Abs. 4 S. 1 AktG entgegen. Um eine Konkurrenz zwischen Vorstand und Aufsichtsrat beim Dialog mit Stimmrechtsberatern zu verhindern, bedarf es einer strikten Trennung der Gesprächskompetenzen: Der Aufsichtsrat hat seine Äußerungen auf Themen zu beschränken, die seiner ausschließlichen Zuständigkeit unterfallen. Für die Führung des Dialogs mit dem Stimmrechtsberater ist zwar der Aufsichtsratsvorsitzende prädestiniert, jedoch fehlt ihm hierzu die Kompetenz; er bedarf der Legitimierung durch das Aufsichtsratsgremium. Im Übrigen hat der Aufsichtsrat bei Informationsweitergabe wie der Vorstand die Vorgaben der informationellen Gleichbehandlung, der Verschwiegenheitspflicht sowie die des Insiderrechts zu beachten.

Die Konkurrenz von Vorstand und Aufsichtsrat beim Dialog mit dem Stimmrechtsberater wird sich auch auf ihre Zusammenarbeit im Rahmen der beratenden Überwachung auswirken. Entscheidet der Aufsichtsrat selbst, worüber er den Dialog führt und welche Informationen er weitergibt, wird die interorganschaftliche Vertraulichkeit ausgehöhlt und der offenen Diskussion der Organe die Grundlage entzogen. Der Aufsichtsrat würde hierdurch als Gesprächspartner des Vorstands weiter an Bedeutung verlieren.

Letztlich muss es auch zu Spannungen unter den Aktionären kommen. Aufgrund informationeller Privilegierungen der Stimmrechtsberater und deren zumindest teilweiser Informationsweitergabe an ihre Kunden sind Informationsasymmetrien zu befürchten, die zu einer informationellen Zweiklassengesellschaft führen. Besonders schwer aus Sicht

der außenstehenden (Klein-) Aktionäre wiegt die Missachtung des § 118 Abs. 1 AktG, nach dem die Aktionäre ihre Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft auf der Hauptversammlung ausüben. Das informelle Wirken der Stimmrechtsberater führt nicht nur zu informationeller Ungleichbehandlung, sondern auch zum Ausschluss der außenstehenden Aktionäre von der Entscheidungsfindung sowie die Bevorzugung von Partikularinteressen der Investoren zulasten des Gesellschaftsinteresses.

Zusammenfassend kann der faktische Einfluss der Stimmrechtsberater zu Konflikten mit der funktionellen Aufgabentrennung in der dualistischen Unternehmensverfassung führen. Dies gereicht denen zum Nachteil, deren Interessen durch die Beschränkung des Einflusses von Partikularinteressen geschützt werden sollen: Kleinanlegern sowie Stakeholdern.

Die Aktionärsrechtrichtlinie 2017

Die Europäische Union wird bei der Aktionärsrechtrichtlinie 2017 von dem Verständnis geleitet, dass die wirksame und nachhaltige Mitwirkung der Aktionäre einen Eckpfeiler der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften darstellt. Diese Auffassung ist aber vom monistischen System geprägt und verkennt dabei die Funktion des Aufsichtsrats im dualistischen System der deutschen Aktiengesellschaft.

Bei der Regulierung der Stimmrechtsberater verfolgt der Unionsgesetzgeber einen zurückhaltenden Ansatz, der in erster Linie auf eine Selbstregulierung des Stimmrechtsberatungsmarktes abzielt. Im Vordergrund der Offenlegungs- und Transparenzvorschriften soll dabei die Bezugnahme auf einen Verhaltenskodex stehen, den sich die Branche mit den Best Practice Principles bereits selbst gegeben hat. Der Investor soll hierdurch in die Lage versetzt werden, sich für den leistungsstärksten Berater entscheiden zu können. Durch diesen Wettbewerbsdruck soll die Qualität der Stimmrechtsberatung gesteigert werden. Aufgrund der oligopolen Marktstruktur und den hohen Marktzutrittsschranken ist dies jedoch nicht zu erwarten.

Die den Stimmrechtsberatern entgegengebrachte Kritik greift die Richtlinie in weiten Teilen auf. Die Offenlegungspflichten sind dabei jedoch fast vollständig von konkreten Stimmempfehlungen gelöst. Deshalb wird hauptsächlich mit allgemeinen Aussagen mit beschränktem Inhalt zu rechnen sein. Das verfolgte Ziel der erhöhten Transparenz der Stimmrechtsberater gegenüber ihren Kunden mag damit erreicht werden können. Zum Schutz der von den Stimmempfehlungen betroffenen Emittenten trägt die Richtlinie jedoch nicht bei; hierzu wären Offenlegungspflichten und Beteiligungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit der Erstellung einer konkreten Stimmempfehlung erforderlich. Da die Richtlinie die Emittenten nicht in den Blick nimmt, ist sie auch außerstande, einen Beitrag zur Einpassung der Stimmrechtsberater in die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft zu leisten.

Die Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie

Bei der Umsetzung der Vorgaben der Richtlinie durch das ARUG II standen die Regelungen zu den Stimmrechtsberatern nicht im Fokus des Gesetzgebers. Die in den

§§ 134a bis 135 AktG verordnete Regelung beschränkt sich in weiten Teilen auf eine Eins-zu-Eins Umsetzung der Richtlinie. Dabei werden die Vorgaben umfassend und hinreichend in nationales Recht transformiert. Aufgrund der Internationalität des Stimmrechtsberatungsgewerbes und der eingeschränkten Anwendbarkeit nationaler Vorgaben auf Stimmrechtsberater erscheint dies durchaus sinnvoll, will man nicht die Stimmrechtsberater zur Schließung ihrer Niederlassungen in Deutschland veranlassen. In den Bereichen der Offenlegung, Transparenz oder auch bei Einbindung von Emittenten in die Erstellung konkreter Stimmempfehlungen ist eine weitergehende Normierung auf Unionsebene besser angesiedelt.

Zu begrüßen ist die Einbeziehung der Stimmrechtsberater in den neu gefassten § 135 Abs. 8 AktG. Hierdurch werden Stimmrechtsberater nach § 135 Abs. 2 S. 2 AktG dazu verpflichtet, sich bei der Erstellung der Stimmempfehlungen ausschließlich von den Interessen des Aktionärs leiten zu lassen und hierauf bezogene organisatorische Vorkehrungen zu treffen. Die Richtlinie gibt den Mitgliedsstaaten nur vor, sicherzustellen, dass die Stimmrechtsberater Interessenkonflikte identifizieren. In der Verpflichtung, eine Compliance-Organisation vorzuhalten, liegt eine überschießende Umsetzung. Der Gesetzgeber macht hierdurch nicht nur Vorgaben zur Identifikation, sondern auch zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Allerdings mangelt es an einer effektiven Durchsetzung der Vorgaben des § 135 AktG gegenüber den Stimmrechtsberatern. Ob eine dies sicherstellende Erstreckung der bußgeldbewehrten Informationspflichten auf die Angaben nach § 135 AktG auch aus rechtspolitischer Sicht sinnvoll erscheint, bleibt zu bedenken.

Regulierung unter Berücksichtigung der dualistischen Unternehmensverfassung

Nachdem Richtlinie und ARUG II den Konflikten der Stimmrechtsberatung mit der Unternehmensverfassung nicht begegnen, ist nach einer weitergehenden Regulierung zur Absicherung der Besonderheiten des dualistischen Leitungssystems vor dem Einfluss der Stimmrechtsberater gefragt. Es gilt, die Stimmrechtsberater möglichst friktionslos in die Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft einzupassen.

Ansätzen, die hierzu bei den Stimmrechtsberatern anknüpfen, ist gemein, dass sie erhebliche Probleme im Hinblick auf den Regulierungszugriff hervorrufen. Im internationalen Vergleich erhöhte Anforderungen dürften dazu führen, dass Stimmrechtsberater von der Unterhaltung einer Niederlassung in Deutschland Abstand nehmen. Eine Ausweitung der Haftung der Stimmrechtsberater muss deshalb ausscheiden. Gegen eine Möglichkeit der Emittenten die Stimmempfehlung zu kommentieren spricht insbesondere, dass auf diesem Wege die informationelle Ungleichbehandlung der Aktionäre weiter vertieft und zugleich legitimiert werden würde. Ebenso wenig vermag eine Regulierung der Stimmrechtsrichtlinien noch eine Unterstellung der Stimmrechtsberater unter behördliche Aufsicht zu überzeugen.

Knüpft man bei weitergehender Regulierung an die Aktionäre, die Stimmrechtsberater beauftragen, an, bestehen das Problem des begrenzten Regulierungszugriffs und die Gefahr der Abwanderung der Stimmrechtsberater nicht. Allein mit einer Meldepflicht über die Mandatierung eines Stimmrechtsberaters wird man allerdings nicht erreichen, dass sich die Investoren verstärkt mit den Empfehlungen der Berater auseinandersetzen und letztlich eine eigene informierte Abstimmungsentscheidung treffen. Befürwortete

man dies, so müsste man wohl die Treuepflichten der Investoren gegenüber ihren Endanlegern dahin konkretisieren, dass diese sich selbst inhaltlich mit der Stimmrechtsausübung auseinandersetzen haben. Aufgrund der hieraus resultierenden erheblichen Mehrkosten für die Investoren bedürfte es einer begleitenden aufsichtsbehördlichen Überwachung.

Weiterhin besteht die Möglichkeit, innerhalb der Unternehmensverfassung an den Stellen anzuknüpfen, an denen die Reibungen mit der Stimmrechtsberatung entstehen. Eine merkliche Minimierung des Einflusses der Stimmrechtsberater auf das Handeln von Vorstand und Aufsichtsrat wird weder eine Intensivierung des generellen Investorenkontakts noch eine Stärkung der Stellung der beiden Verwaltungsorgane bewirken können. Das Interesse von Vorstand und Aufsichtsrat in Kontakt mit den Stimmrechtsberatern zu stehen wird hierdurch nicht entfallen. Im Gegenteil droht eine weitere Vertiefung der informationellen Ungleichbehandlung der Aktionäre.

Um diese Informationsasymmetrien abzubauen, wäre ein Verbot des informellen Kontakts zu Stimmrechtsberatern im Vorfeld der Hauptversammlung zwar wirkungsvoll, jedoch zu weitgehend. Denkbar wäre hingegen eine Senkung der Anforderungen des Nachinformationsanspruchs einzelner außenstehender Aktionäre nach § 131 Abs. 4 AktG. Den Informationsasymmetrien sollte aber bevorzugt durch eine institutionelle Nachinformationspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat gegenüber den allen Aktionären begegnet werden. Der Beeinträchtigung funktioneller Aufgaben der Hauptversammlung ist durch eine generelle Stärkung der Aktionärsinformation entgegenzutreten.

Auch ohne gesetzgeberisches Eingreifen ist der Aufsichtsrat de lege lata in die Lage versetzt, sich über den Kontakt des Vorstands zu Stimmrechtsberatern und dessen Inhalt Kenntnis zu verschaffen, um auf dieser Grundlage seine Überwachungsfunktion abzusichern. Hierfür genügt die Aufnahme einer solchen Verpflichtung in die Geschäftsordnung des Vorstands gem. § 77 Abs. 2 AktG.

Um eine Konkurrenz von Vorstand und Aufsichtsrat zu vermeiden, ist die Schaffung einer ausdrücklichen gesetzlichen Ermächtigung für den Dialog des Aufsichtsrats mit Stimmrechtsberatern erforderlich. Wünschenswert ist weiterhin eine Klarstellung der zulässigen Dialogthemen des Aufsichtsrats durch eine Aufzählung im DCGK. Ebenfalls in den DCGK sollte die Empfehlung aufgenommen werden, einen Kommunikationsausschuss einzurichten, um den Kontakt des Aufsichtsratsvorsitzenden mit Stimmrechtsberatern oder anderen Investoren an das Gesamtgremium rückzukoppeln.

Bei der Regulierung der Stimmrechtsberater dürfte das letzte Wort noch nicht gesprochen sein: Bereits die Richtlinie sieht eine Evaluierung bis 2023 vor. Da die Union jedoch auf den aktiven Aktionär als Eckpfeiler der Überwachung der Unternehmensleitung setzt, sollte nicht darauf vertraut werden, dass hierdurch die Konflikte mit dem dualistischen System aufgelöst werden. Im Gegenteil: Der Gesetzgeber ist aufgefordert, die aktienrechtliche Unternehmensverfassung vorausschauend auf die darin liegenden Herausforderungen anzupassen.