

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung	31
Erstes Kapitel: Grundlagen	39
<i>§ 1 Stimmrechtsberatungsunternehmen und ihre Dienstleistungen</i>	39
<i>§ 2 Einfluss der Stimmrechtsberatungsunternehmen</i>	55
<i>§ 3 Gründe für die Beauftragung und den Bedeutungszuwachs von Proxy Advisern</i>	62
<i>§ 4 Bedenken und Probleme im Zusammenhang mit Proxy Advisern</i>	94
Zweites Kapitel: Bestehender Ordnungs- und Rechtsrahmen	117
<i>§ 1 Reputationswettbewerb als institutioneller Regulierungsmechanismus</i>	117
<i>§ 2 Selbstregulierung</i>	139
<i>§ 3 Die Haftung von Proxy Advisern</i>	160
<i>§ 4 Kapitalmarktrecht</i>	308
Drittes Kapitel: Rechtspolitische Überlegungen	349
<i>§ 1 Direkte versus indirekte Regulierung</i>	350
<i>§ 2 Direkte Regulierung</i>	353
<i>§ 3 Indirekte Regulierung</i>	391

Inhaltsübersicht

Zusammenfassung und Thesen	403
Literaturverzeichnis	409
Anhang	447

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung	31
I. Anlass der Untersuchung	31
II. Gang der Untersuchung	36
Erstes Kapitel: Grundlagen	39
<i>§ 1 Stimmrechtsberatungsunternehmen und ihre Dienstleistungen</i>	39
A. Entscheidende Marktteilnehmer	41
I. Institutional Shareholder Service (ISS)	41
II. Glass Lewis	43
III. IVOX GmbH	44
IV. Expert Corporate Governance Service Ltd. (ECGS)	45
B. Dienstleistungen der Proxy Adviser	46
I. Stimmrechtsberatung der Proxy Adviser	47
1. Abstrakte Stimmrechtsrichtlinien	47
2. Konkrete Stimmrechtsempfehlungen	49
II. Risikoüberwachungsanwendungen und Corporate Governance-Ratings	50
III. Corporate Governance-Beratung für Emittenten durch ISS Corporate Governance Services (ICS)	54
<i>§ 2 Einfluss der Stimmrechtsberatungsunternehmen</i>	55
A. Wissenschaftliche Studien zum Einfluss der Proxy Adviser	56
B. Einfluss der Berater in Europa und Deutschland	58

Inhaltsverzeichnis

C. Geringe Hauptversammlungspräsenz als Katalysator des Beratereinflusses in Deutschland	60
<i>§ 3 Gründe für die Beauftragung und den Bedeutungszuwachs von Proxy Advisern</i>	62
A. Kostensenkungspotential als Grund für die Mandatierung von Proxy Advisern	63
I. Economies of Scale	64
II. Economies of Scope	65
III. Lern- und Erfahrungskurveneffekt	66
B. Konkrete Gründe für den Bedeutungszuwachs der Proxy Adviser	67
I. Konkretisierung treuhänderischer Pflichten der institutionellen Investoren	67
1. Rationale Apathie	67
2. Stimmrechtspflicht und Offenlegungspflichten als treuhänderische Pflichten	68
a) Konkretisierung der Treuepflichten institutioneller Investoren in den USA	71
aa) Private Pensionsfonds	71
bb) Öffentliche Pensionsfonds	72
cc) Investmentfonds	73
dd) Investmentberater	74
b) Vergleichbare Regelungen in verschiedenen europäischen Ländern hinsichtlich der Stimmrechtsausübung institutioneller Anleger	75
aa) Code monétaire et financier in Frankreich	75
bb) Stewardship Code in Großbritannien	77
II. Einschränkung der Broker-Stimmrechte in den USA	79
III. Wachstum des institutionell verwalteten Kapitals	81
IV. Regulierung im Bereich der Corporate Governance	84
V. Internationalisierung der institutionellen Anleger	87

VI. Verbesserte Stimmrechtsausübungsmöglichkeiten in Deutschland	89
C. Ausblick	92
§ 4 Bedenken und Probleme im Zusammenhang mit Proxy Advisern	94
A. Probleme aufgrund der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Proxy Adviser und beauftragendem Investor	96
I. Prinzipal-Agenten-Theorie als theoretisches Erklärungsmodell	96
1. Vor Vertragsschluss auftretende Informationsasymmetrien	98
2. Nach Vertragsschluss auftretende Informationsasymmetrien	99
II. Prinzipal-Agenten-Problematik bei der Stimmrechtsberatung	100
1. Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Aktionär und Proxy Adviser	100
2. Interessenkonflikte zwischen Proxy Adviser und auftraggebendem Aktionär	104
a) Interessenkonflikt aufgrund gegenseitiger Vertragsbeziehung	104
b) Interessenkonflikte speziell im Umfeld der Stimmrechtsberatung	105
aa) Interessenkonflikt durch Doppelberatungsrolle	105
bb) Interessenkonflikte bei Proxy Advisern durch Kapital- und/oder Personalverflechtung	108
cc) Sonstige potentielle Interessenkonflikte	110
3. Informationsasymmetrien	111
4. Ergebnis	112
B. Fehlende Transparenz	113

Inhaltsverzeichnis

Zweites Kapitel: Bestehender Ordnungs- und Rechtsrahmen	117
<i>§ 1 Reputationswettbewerb als institutioneller Regulierungsmechanismus</i>	117
A. Reputationsmechanismen des Stimmrechtsberatungsmarktes	117
B. Einwände gegen einen funktionierenden Reputationswettbewerb als institutionellen Regulierungsmechanismus	119
I. Oligopolstruktur und Zugangsschranken am Stimmrechtsberatungsmarkt	120
1. Oligopolstruktur	120
2. Zugangsbarrieren im Stimmrechtsberatungsmarkt	123
a) Reputation und Kundentreue	124
b) Netzwerkeffekte	126
c) Signalisierungseffekt	127
d) Einflusseffekt	128
e) Qualitätssicherung	129
f) Skaleneffekte	131
g) Investitionsaufwand	131
h) Lock-in-Effekt durch Wechselkosten	134
II. Mangelnde Qualitätskontrolle durch Marktgegenseite	136
1. Qualitätskontrolle durch die Investoren	136
2. Qualitätskontrolle durch die Emittenten	138
III. Ergebnis	139
<i>§ 2 Selbstregulierung</i>	139
A. Entwicklung der Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis	141
B. Inhalt der Best Practice Principles	142
I. Principle One: Service Quality	143
II. Principle Two: Conflict of Interest Management	145
III. Principle Three: Communications Policy	146

C. Bewertung der Best Practice Principles	147
I. Inhaltlich-materielle Bewertung	147
II. Bewertung der Regulierungsform: Hoheitliche Regulierung versus Selbstregulierung	151
1. Vorteile	151
2. Nachteile	155
3. Ergebnis	160
§ 3 Die Haftung von Proxy Advisern	160
A. Anwendbarkeit deutschen Rechts	161
I. Vertragliche Schuldverhältnisse	163
1. Rechtswahlvereinbarung	163
2. Objektive Anknüpfung	163
II. Außervertragliche Schuldverhältnisse	168
III. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter: Vertrags- oder Deliktsstatut?	170
B. Die Haftung gegenüber der Gesellschaft	174
I. Ansprüche der Gesellschaft wegen Verletzung mitgliedschaftlicher Treuepflichten	174
1. Grundlagen	175
2. Bestehen einer eigenen Treuepflichtbindung der Proxy Adviser	178
II. Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	180
1. Leistungsnähe	183
2. Gläubigernähe	187
a) Wohl und Wehe	188
b) Ergänzende Vertragsauslegung	188
c) Gläubigernähe wegen Interessengleichlaufs	190
d) Gläubigernähe trotz Interessendifferenz	194

Inhaltsverzeichnis

e) Gläubigernähe aufgrund von mitgliedschaftlichen Treuepflichten	195
aa) Adressaten einer mitgliedschaftlichen Treuepflicht	197
(1) Wirkungsbezogene Treuepflichten	198
(2) Inhaltsbezogene Treuepflicht	200
(3) Erforderlichkeit einer Streitentscheidung	201
(4) Streitentscheidung zugunsten des inhaltsbezogenen Ansatzes	203
bb) Intensität der Treuepflicht	206
cc) Gläubigernähe aufgrund der mitgliedschaftlichen Treuepflicht	208
3. Erkennbarkeit	213
4. Schutzbedürftigkeit	214
5. Ergebnis	219
III. Haftung der Berater aus § 311 Abs. 3 BGB	220
IV. Deliktische Ansprüche	221
1. Schadensersatzansprüche aus Kreditgefährdung gem. § 824 BGB	222
a) Qualifizierung der Stimmrechtsempfehlungen als Meinungsäußerung	222
b) Ergebnis	227
2. Schadensersatzansprüche gem. § 823 I BGB	228
a) Verletzung eines geschützten Rechtsguts des Emittenten	228
aa) Das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb	228
(1) Eingriff	228
(2) Betriebsbezogenheit des Eingriffs	230
bb) Das Allgemeine Persönlichkeitsrecht	233
b) Rechtswidrigkeit	235
aa) Das Recht auf freie Meinungsäußerung und -verbreitung gem. Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG	235

bb) Rechtssprechung bzgl. Testurteilen und Ratings	236
(1) Geltung dieser Anforderungen für Stimmrechtsberater	238
(2) Kriterien rechtmäßiger Stimmrechtsempfehlungen	243
a) Neutralität	243
b) Objektivität und Sachkunde	244
3. Schadensersatzansprüche wegen Verletzung eines Schutzgesetzes gem. § 823 Abs. 2 BGB	247
a) § 823 Abs. 2 BGB iVm § 34b Abs. 1 WpHG	247
b) § 823 Abs. 2 BGB iVm §§ 185 ff. StGB	250
4. Schadensersatzansprüche wegen vorsätzlich sittenwidriger Schädigung gem. § 826 I BGB	250
5. Sonstige Voraussetzungen einer deliktischen Haftung	254
a) Verschulden	254
b) Schaden des Emittenten	255
c) Beweislastverteilung	258
aa) Darlegungs- und Beweisschwierigkeiten	258
bb) Beweislastumkehr	263
6. Sonstige Ansprüche	266
C. Die Haftung gegenüber den Aktionären	267
I. Die Haftung gegenüber den auftraggebenden Aktionären	267
1. Die Haftung aus Stimmrechtsberatungsvertrag	267
a) Rechtliche Einordnung des Stimmrechtsberatungsvertrages	268
aa) Werkvertrag	268
bb) Geschäftsbesorgungsvertrag	272
b) Pflichten der Proxy Adviser	275
c) Ansprüche aus dem Beratungsvertrag bei Pflichtverletzung	280
2. Deliktische Haftung	281
a) § 823 Abs. 1 BGB	281
b) § 823 Abs. 2 BGB iVm § 135 AktG	283
aa) Schutzgesetzqualität des § 135 AktG	283

Inhaltsverzeichnis

bb) Anwendung des § 135 AktG auf Stimmrechtsberater	284
(1) Direkte Anwendung	284
(2) Analoge Anwendung	285
c) § 826 BGB	287
3. Weitere Haftungsvoraussetzungen	288
a) Verschulden	288
b) Ersatzfähiger Schaden	289
aa) Unmittelbare Schäden	289
bb) Mittelbare Schäden	290
cc) Ersatzfähigkeit von Reflexschäden	291
c) Kausalität	293
d) Mitverschulden	294
e) Haftungsfreizeichnung	296
f) Darlegungs- und Beweisprobleme	299
II. Die Haftung gegenüber den außenstehenden Aktionären	302
1. Konkludenter Auskunftsvertrag	303
2. Haftung aus gesetzlichem Schuldverhältnis gem. § 311 Abs. 3 BGB	305
D. Ergebnis - Unzureichende Disziplinierungswirkung des zivilrechtlichen Haftungsregimes	306
<i>§ 4 Kapitalmarktrecht</i>	308
A. Deutsches Aufsichtsrecht	309
I. Meldepflichten gemäß § 21 WpHG	310
1. Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 6 WpHG	311
2. Zurechnung gemäß § 22 Abs. 2 WpHG – „acting in concert“	313
a) Zurechnung auf den Stimmrechtsberater	315
b) Zurechnung zwischen den beratenen Aktionären eines Proxy Advisers	317
II. Veröffentlichung und Pflichtangebot gemäß § 35 WpÜG	320

III. Verhaltens- und Organisationspflichten gemäß § 31 ff. WpHG	322
IV. Ergebnis	323
B. Europäisches Kapitalmarktrecht	323
I. Geltender europäischer Rechtsrahmen	324
1. Beteiligungstransparenzregime nach der Transparenz-Richtlinie	327
2. Pflichtangebot nach der Übernahme-Richtlinie	330
3. Wohlverhaltensregeln nach der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente	332
4. Ergebnis	334
II. Kommissionsvorschlag zur Regulierung von Proxy Advisem	334
1. Inhalt	336
2. Bewertung des Kommissionsvorschlags	336
b) Form der Regulierung	336
a) Inhalt	339
aa) Wohlverhaltensregel – Art. 3i Abs. 1 des RL-Vorschlags	339
bb) Transparenz hinsichtlich der Erstellung der Empfehlungen – Art. 3i Abs. 2	340
cc) Transparenz in Hinblick auf Interessenkonflikte – Art. 3i Abs. 3	340
3. Ergebnis	343
C. Exkurs – US-amerikanisches Aufsichtsrecht	344
I. Investment Advisers Act	344
II. Securities Exchange Act	347

Inhaltsverzeichnis

Drittes Kapitel: Rechtspolitische Überlegungen	349
<i>§ 1 Direkte versus indirekte Regulierung</i>	350
<i>§ 2 Direkte Regulierung</i>	353
A. Rechtspolitische Erwägungen zur Regulierungsform	353
B. Rechtspolitische Erwägungen zum materiellen Regulierungsinhalt	357
I. Qualität	360
1. Informationsbeschaffung und Verarbeitung	360
2. Prüfungsrecht der Emittenten	363
3. Dokumentationspflichten	365
4. Ressourcen	366
5. Rechtzeitigkeit und Aktualität der Empfehlung	368
6. Stimmrechtsrichtlinien	370
7. Interessenwahrungspflicht	374
II. Vermeidung und Offenlegung von Interessenkonflikten	375
1. Interessenkonflikte durch parallele Corporate Governance-Beratung	376
2. Interessenkonflikte bei Proxy Advisern durch Kapitalverflechtung	379
a) Kapitalbeziehung zwischen Berater und Unternehmen	379
b) Kapitalbeziehung zwischen Berater und institutionellem Anleger	381
3. Interessenkonflikte aufgrund von personellen Verflechtungen	384
4. Zusammenfassung	385
III. Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz	387
IV. Anforderungen an die interne Durchsetzung	389
C. Ergebnis	390
<i>§ 3 Indirekte Regulierung</i>	391
A. Offenlegungspflichten	392

B. Treuepflichten	394
C. Joint Venture Modell	396
D. Ergebnis	402
Zusammenfassung und Thesen	403
I. Zu den Grundlagen der institutionellen Stimmrechtsberatung	403
II. Zum bestehenden Ordnungs- und Rechtsrahmen	404
III. Zu den rechtspolitischen Überlegungen	405
Literaturverzeichnis	409
Anhang	447
I. Auszug aus dem Vorschlag zur Änderung der Aktionärsrichtlinie	447
II. Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis	449
III. The UK Stewardship Code	457