ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Bessler, Wolfgang; Rapp, Marc Steffen

Research Report

Die Hauptversammlung im Zeitalter institutioneller Investoren

Mitbestimmungsreport, No. 72

Provided in Cooperation with:
Institute for Codetermination and Corporate Governance (I.M.U.) of the Hans-Böckler-Stiftung

Suggested Citation: Bessler, Wolfgang; Rapp, Marc Steffen (2022) : Die Hauptversammlung im Zeitalter institutioneller Investoren, Mitbestimmungsreport, No. 72, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.), Düsseldorf

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/251621

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

I.M.U.
Institut für Mitbestimmung
und Unternehmensführung

REPORT

Das I.M.U. ist ein Institut
der Hans-Böckler-Stiftung

Mitbestimmungsreport Nr. 72, 02.2022

DIE HAUPTVERSAMMLUNG IM ZEITALTER INSTITUTIONELLER INVESTOREN

Wolfgang Bessler und Marc Steffen Rapp

AUF EINEN BLICK

– Die Hauptversammlungspräsenz einer durchschnittlichen Prime Standard Gesellschaft lag im Untersuchungszeitraum (2012–2017) bei ca. 66 Prozent. Wenig überraschend ist, dass diese Zahl für Unternehmen mit Großaktionären, welche 25 und mehr Prozent der Stimmrechtsanteile auf sich vereinen, tendenziell aber höher ist. Über die letzten Jahre zeigt sich jedoch auch eine Zunahme der Teilnahme bei Unternehmen ohne Großaktionär.
– Hinsichtlich des Abstimmungsverhaltens der besonders bedeutsamen institutionellen Investoren zeigt sich, dass bei deutschen Investoren die Zustimmung abnimmt je „aktivistischer" die Investmentphilosophie des Investors ist. Grundsätzlich fällt die Zustimmung passiv agierender internationaler Investoren geringer aus als vergleichbarer deutscher Investoren.
– Institutionelle Investoren nutzen in drei von vier Fällen für die Stimmenabgabe mindestens einen Stimmrechtsberater; dies insbesondere bei Hauptversammlungen von (i) relativ kleinen Unternehmen und (ii) Unternehmen mit hohem „Insideranteil". Innerhalb der Gruppe der institutionellen Investoren sind es insbesondere ausländische Investoren, welche auf Stimmrechtsberater zurückgreifen. Bei Unterscheidung nach Investmentansatz zeigt sich bei deutschen (ausländischen) Investoren eine zunehmende (abnehmende) Bereitschaft, auf Stimmrechtsberater zurückzugreifen je „aktivistischer" die Investmentphilosophie des Investors ist.
– Ziehen deutsche Investoren bei den Abstimmungsentscheidungen Stimmrechtsberater heran, so wird die Zustimmung zu den Entscheidungsvorlagen des Vorstands tendenziell wahrscheinlicher. Beim Blick auf ausländische aktive und aktivistische Investoren zeigt sich ein gegensätzlicher Zusammenhang.

INHALT

Vorwort der Hans-Böckler-Stiftung 3

1 Motivation 4

2 Untersuchungsdesign 5

3 Ergebnisse 6
3.1 Hauptversammlung-Präsenz 6
3.2 Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater 7

4 Zusammenfassung und Ausblick 11

5 Kritische Einordnung der Hans-Böckler-Stiftung 12

Glossar 14

Literatur 15

AUTORENSCHAFT

Prof. Dr. Wolfgang Bessler
Universität Hamburg
wolfgang.bessler@uni-hamburg.de

Prof Dr. Marc Steffen Rapp
Philipps-Universität Marburg
msr@m-s-rapp.de

VORWORT DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG

Meldungen von „rebellischen Aktionären“, die auf den Hauptversammlungen großer Unternehmen gegen strategische Entscheidungen des Managements aufbegehren und beispielsweise gegen dessen Entlastung oder die vorgeschlagenen Vergütungssysteme votieren, haben sich in der jüngeren Vergangenheit gehäuft. Da die Hauptversammlung neben dem Aufsichtsrat und dem Vorstand das dritte zentrale Organ in der Corporate Governance deutscher Aktiengesellschaften darstellt, lohnt sich aus Perspektive der Mitbestimmung ein genauer Blick auf dieses Phänomen.

Da die Mitbestimmung der ArbeitnehmervertreterInnen insbesondere über den Aufsichtsrat stattfindet, sind Veränderungen im Gewicht der verschiedenen Unternehmensorgane immer kritisch daraufhin zu prüfen, inwieweit Einflussmöglichkeiten der Arbeitnehmerseite auf diesem Wege beeinträchtigt werden. Da die Hauptversammlung ein primäres Organ der Anteilseignerseite darstellt, muss auch immer die Frage gestellt werden, ob ggf. eine zu einseitige Ausrichtung des Unternehmensinteresses auf die Aktionäre oder konkreter, auf bestimmte Aktionäre, droht.

Maßgebliche Bedeutung hat in diesem Zusammenhang die Frage, wer eigentlich konkret die entscheidenden Akteure auf den Hauptversammlungen sind, da sich die Eigentümerstrukturen börsennotierter Unternehmen durch eine beträchtliche Heterogenität auszeichnen. Insofern stellen sich u. a. die Fragen, wie viele und welche Aktionäre tatsächlich auf den Hauptversammlungen präsent sind und dort abstimmen. Und angesichts des absehbar hohen Anteils institutioneller Investoren stellen sich Folgefragen, insbesondere hinsichtlich deren Abstimmungsverhalten und des Einflusses der von ihnen mandatierten Stimmrechtsberater (englisch Proxy Advisor). Gerade die hohe Marktkonzentration sowohl auf dem Markt passiver Aktienfonds als auch der Stimmrechtsberatung für börsennotierte Unternehmen macht die Klärung dieser Fragen auch aus wirtschaftspolitischer Perspektive umso dringlicher.

Genau zu beobachten ist in Zukunft auch, wie sich das Verhalten institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater auf Hauptversammlungen im Hinblick auf die aktuellen internationalen, europäischen und nationalen Bestrebungen nach Stärkung des Stakeholder-Ansatzes sowie Stärkung einer nachhaltigen Unternehmensführung auswirkt.

Mit der vorliegenden, von der Hans-Böckler-Stiftung geförderten Studie soll ein Beitrag zur Beantwortung wenigstens eines Teils dieser Fragen geleistet werden.

Alexander Sekanina
Referat Wirtschaft
I.M.U. der Hans-Böckler-Stiftung

Sebastian Sick
Referat Unternehmensrecht und
Corporate Governance
I.M.U. der Hans-Böckler-Stiftung

1 MOTIVATION

Nach dem deutschen Aktiengesetz (AktG) bilden drei Organe die Basis der Corporate Governance einer (börsennotierten) Aktiengesellschaft: der Vorstand, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. In der wissenschaftlichen Literatur ist dabei die Bedeutung der Hauptversammlung für die Corporate Governance unbestritten.[1] Der Blick auf die öffentliche Diskussion zeigt ein recht ähnliches Bild. Durch sogenanntes „Shareholder Engagement", die „Annual Letters to CEOs" von Larry Fink, die von der DVFA veröffentlichten „Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat"[2] oder gesetzgeberische Initiativen, wie etwa Say-on-Pay, rückt die Hauptversammlung zunehmend in den Fokus der öffentlichen Corporate Governance Diskussion.

Dies alles hat Auswirkungen in der Praxis. Wurden ehemals die geringe Aktionärspräsenz und damit einhergehende „Zufallsmehrheiten" bzw. „Zustimmungen in Permanenz" bei Abstimmungen auf Hauptversammlungen deutscher Gesellschaften kritisiert, zeigte die Hauptversammlungssaison 2019 ein ganz anderes Bild: Neben der starken Präsenz haben vor allem die desaströsen Entlastungsquoten auf den Hauptversammlungen von Bayer, der Deutsche Bank oder Fresenius Medical Care gezeigt, dass die Aktionäre im deutschen **Prime Standard** ihre Stimmrechte wahrnehmen.

Ein Grund hierfür kann in dem Aufkommen institutioneller Investoren in deutschen Unternehmen (vgl. z. B. Beck/Kaserer/Rapp 2015 oder Monopolkommission 2016, DIRK-Studie 2016) gesehen werden. Während **institutionelle Investoren** vielfach als Förderer einer guten Corporate Governance aus Sicht der Anteilseigner gesehen werden (vgl. z. B. Bessler/Drobetz/Holler 2015, Dimeg/Asmussen/Mentré 2017), gibt es hier auch offensichtliche Problemfelder. So konkurrieren Vermögensverwaltungsgesellschaften in der Regel über Preise (und Tracking Errors) und haben daraus resultierend wenig Anreize sich um die Corporate Governance von Unternehmen zu kümmern. Verstärkt wird dies dadurch, dass institutionelle Investoren bis dato in vielen Ländern zur Stimmenabgabe nicht gesetzlich verpflichtet sind. Andererseits erwarten ihre Kunden jedoch die Wahrnehmung der Stimmrechte und hiermit eine Einflussnahme auf das Geschehen in Beteiligungsunternehmen.

Als eine naheliegende Lösung des mit (relativ) kleinen aber zahlreichen Investments einhergehenden Free-Rider Problems **(siehe Infobox)** institutioneller Investoren könnten Stimmrechtsberater (engl. Proxy Advisors) angesehen werden. Diese gehen jedoch einher mit ganz eigenen (Anreiz-)Problemen (Larker et al., 2015, 2013a und 2013b). Dies zusammen mit der mangelhaften Regulierung ihrer Arbeitsweise zog in den letzten Jahren vermehrt Kritik auf sich (vgl. z. B. Sauerwald et al. 2016, Balp 2017).

Eine Reihe von Studien von Akademikern wie auch Praktikern weisen auf verschiedene mit diesen Entwicklungen einhergehende Probleme für Corporate Governance-Fragen hin. Diese Studien beziehen sich jedoch überwiegend auf den US-amerikanischen Markt (Rose 2014; Aggarwal et al. 2015; McCahery et al. 2016), mit nur wenigen Ausnahmen, welche sich mit dem deutschen Markt beschäftigen (Bessler et al. 2015, Dimeg et al. 2017). Die Situation auf dem deutschen Markt, insbesondere bezüglich der Themenkreise „Passive Investment", **„Aktivistische Investoren"** und „Proxy Advisors", ist de-facto empirisch weitgehend unbeleuchtet. Ob bzw. inwiefern sich dabei die im angelsächsischen Raum gewonnenen Erkenntnisse auf den deutschen Kontext übertragen lassen, ist dabei jedoch aufgrund vielfältiger institutioneller Unterschiede keineswegs klar.

Vor diesem Hintergrund zielt die vorliegende Studie darauf ab, ein aktuelles Bild der Entwicklung und der Situation hinsichtlich der Hauptversammlung börsennotierter Gesellschaften in Deutschland zu geben und insbesondere das Stimmabgabeverhalten von institutionellen Investoren zu beleuchten. Ausgehend von teilweise händisch gesammelten und systematisch aufbereiteten Daten dokumentiert sie die Entwicklung der Hauptversammlungspräsenz und das Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren auf Hauptversammlungen deutscher Prime Standard Unternehmen von 2012 bis 2017. Darüber hinaus wird die Bedeutung der Stimmrechtsberater sowie die Konsequenzen für das Abstimmungsverhalten beleuchtet.

Free-Rider-Problem

Das Free-Rider-Problem besagt, dass die Ausübung von Stimmrechten für kleinere Aktionäre mit relativ hohen (Kontroll-) Kosten verbunden ist. Diese Kosten sind vielfach höher als der für sie daraus potentiell resultierende Nutzen. Folglich ist es für derartige Aktionäre rational auf die aktive Ausübung ihrer Stimmrechte zu verzichten und von der Ausübung der Stimmrechte anderer (Groß)Aktionäre zu profitieren, das heißt als „Trittbrettfahrer" (eng. Free-Rider) zu agieren.

1 So haben Easterbrook and Fischel (1991) bereits in den 90-er Jahren postuliert: 'if limited liability is the most distinctive feature of corporate law, voting is second'.

2 https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/Gremien/Corporate_Governance/Leitsaetze-fuer-den-Dialog-zwischen-Investor-und-Aufsichtsrat.pdf. [03.12.2021] Die DVFA ist die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management.

2 UNTERSUCHUNGSDESIGN

Grundlage der Studie bilden die im deutschen Prime Standard notierten und gebietsansässigen Aktiengesellschaften. Die Liste der untersuchten Unternehmen wurde dem Prime Standard Performance-Index der Deutschen Börse AG entnommen. Die Daten für die empirische Analyse wurden aus unterschiedlichen Datenbanken (Thomson Reuters Eikon, Thomson Reuters Datastream und Proxy Insight) bezogen sowie händisch gesammelt (Hauptversammlungsprotokolle und Hoppenstedt Aktienführer). Die Vielzahl an Datenbanken und deren sich stark unterscheidender Aufbaulogik verlangt eine vielfach händische Zusammenführung der Daten zu einem Datensatz. Insbesondere haben die vierdimensionalen Proxy Insight und dreidimensionalen Thomson Reuters Eikon Datensätze, aufgrund verschiedener Fonds-, bzw. Investorenspezifikationen einen umfassenden Merging-Prozess beansprucht. Zu diesem Zweck wurden die Investoren zu „Ultimate Ownern“[3] händisch gruppiert und auf dieser einheitlichen Basis zusammengeführt. Darüber hinaus wurden die Tagesordnungspunkte aller Hauptversammlungen in der Stichprobe in neuen Kategorien[4] logisch strukturiert. Die Datenbanken erlauben die Verfolgung von Hauptversammlungen und Abstimmungsergebnisse in dem Zeitraum von 2012 bis 2017.

Im ersten Schritt wird eine systematische deskriptive Analyse der Entwicklungen in der Hauptversammlungspräsenz deutscher Aktiengesellschaften vorgenommen. Dies sollte dem Verständnis der von den Aktionären wahrgenommenen Rolle der Hauptversammlung als Zusammenkunft zwischen Investoren und Management und ihrer Einordnung in die Corporate Governace Diskussion dienen. Um ein Gesamtbild der letzten Trends abbilden zu können, werden alle Unternehmen des Prime Standards herangezogen. Weiterhin wird neben der durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenz auch der Frage nachgegangen, wie die Präsenz in Unternehmen mit Großaktionären, gegenübergestellt denen im Streubesitz, ausfällt. Als Großaktionär wird dabei derjenige Aktionär definiert, der mindestens 25 Prozent der Stimmrechte in einem Unternehmen besitzt. Der gewählte Schwellenwert von 25 Prozent leitet sich zum einen von der Idee der gesetzlichen Sperrminorität ab[5] und lehnt sich zum anderen an die Verwendung in der bestehenden akademischen und praktischen Literatur an (vgl. z. B. Hermann 2017; Faust/Thamm 2015; Rapp/Wolff 2010; Holderness 2003; Chang/Mayers 1995). Die Bezeichnung Kleinaktionär wird in der Studie als Gegenteil zum Großaktionär verwendet.

Darauffolgend wird das Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren sowie deren Inanspruchnahme von Stimmrechtsberatern untersucht. Für diese Analysen wurden Unternehmen aus der Finanzdienstleistungsbranche entfernt, um die Vergleichbarkeit der Unternehmen in der Stichprobe zu gewährleisten. Der Grund dafür liegt darin, dass diese einem anderen regulatorischen Regime unterliegen und ggf. selbst institutionellen Investoren zugeordnet werden könnten.

Wegen der Erscheinungsvielfalt von institutionellen Investoren wird deren weitere Klassifizierung wie folgt vorgenommen: i) Investmentphilosophie, d. h. Unterscheidung nach der Neigung zur aktiven Einflussnahme im Unternehmen und ii) geographische Herkunft. Bei der Investmentphilosophie wird zwischen *aktivistisch* (Finanzinvestorengruppe, die „pure play“ **Hedge-Fonds** und Anlagegesellschaften, die teilweise Hedge-Fonds-Anlagetechniken verwenden, umfasst), *aktiv*[6] (Portfolioverwaltung nach einem aktiven Ansatz) und *passiv* (Portfolioverwaltung nach dem Benchmarking mit einem Index) agierenden *Investoren* unterschieden. Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion über den Anteilbesitz ausländischer institutioneller Investoren in deutschen Unternehmen werden die Investoren letztlich bezüglich ihrer geographischen Herkunft eingeteilt in *Investoren aus Deutschland* und *ausländische Investoren*.

Bezüglich der Stimmrechtsberater wird zwischen institutionellen Investoren unterschieden, welche bei ihren Abstimmungsentscheidungen Empfehlungen von i) keinem, ii) einem oder iii) mehreren Stimmrechtsberater genutzt haben.

Neben den deskriptiven Analysen werden hier auch **multivariate Regressionsanalysen** durchgeführt, mit dem Ziel, sich einen tieferen Einblick in das Thema zu verschaffen und dessen Relevanz in der wissenschaftlichen Diskussion herauszuarbeiten. Zu diesem Zweck werden Logit- und OLS-Regressionen durchgeführt. In jeder Regression wird auf Jahreseffekte kontrolliert, um die untersuchten Effekte von potenziellen Jahrestrends zu entkoppeln. Darüber hinaus wird die statistische Methode sogenannter „fixed effects“ genutzt, um das Modell auf vari-

3 Beispielsweise unterscheidet die Thomson Reuters Eikon Datenbank zwischen Black-Rock Investment Management (UK) Ltd., BlackRock International Ltd., Blackrock Deutschland (und andere Länder), während Proxy Insight unterscheidet zwischen Blackrock und Blackrock Multi-managed. Der Ultimate Owner in beiden Datensätzen ist als Blackrock identifiziert.

4 Diese sind: Entlastung des Aufsichtsrats, Wahl des Aufsichtsrats, Entlastung des Vorstandes, Profit/Dividende/Payout, Kapitalanpassungen, Business Scope, Say on Pay, Vergütung des Aufsichtsrates und Mittbestimmung.

5 Im deutschen Recht reicht eine Beteiligung von mehr als 25 Prozent des Grundkapitals aus, um z. B. Satzungsänderungen einer Aktiengesellschaft zu verhindern (§ 179 (2) AktG). Somit verfügen Aktionäre mit mindestens 25 Prozent der Stimmrechte über eine Sperrminorität.

6 Diese Gruppe kann als Teilmenge betrachtet werden, d. h. exklusive Aktivisten.

ierende Zusammensetzungen der Hauptversammlung zu kontrollieren (vgl. Powell/Rapp 2015).

3 ERGEBNISSE

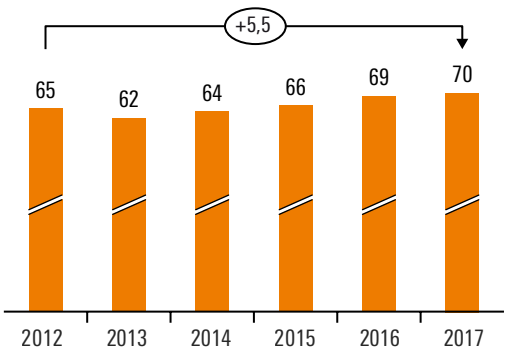
3.1 Hauptversammlung-Präsenz

Um die Rolle institutioneller Investoren auf den Hauptversammlungen deutscher Unternehmen und deren Einfluss auf die Corporate Governance sinnvoll evaluieren zu können, wird zunächst die Entwicklungen der Hauptversammlungspräsenz deutscher Aktiengesellschaften untersucht.

Die Ergebnisse der deskriptiven Analyse über die Aktionärspräsenz auf den Hauptversammlungen vermittelt folgendes Bild: Die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz der im Prime Standard notierten Unternehmen liegt im untersuchten Zeitraum (2012–2017) bei ca. 66 Prozent. Das bedeutet, dass ca. zwei Drittel des Kapitals bei den Hauptversammlungen vertreten sind. Eine disaggregierte Betrachtung der einzelnen Jahre lässt einen positiven Trend über den Untersuchungszeitraum erkennen. Waren 2012 noch lediglich ca. 65 Prozent der Aktionärsstimmen vertreten, so waren es 2017 bereits 70 Prozent. Ein besonders starker Anstieg war im Jahr 2016 zu beobachten, in dem durchschnittlich ca. 69 Prozent der Aktionäre auf den Hauptversammlungen der Prime Standard Unternehmen vertreten waren. Dies entspricht einem Plus von drei Prozent im Vergleich zum Jahr 2015 (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1

HV-Präsenz in Prime Standard Unternehmen über die Zeit



Anmerkung: Dargestellt ist der Mittelwert über alle Unternehmen des Anteils des auf der jeweiligen HV anwesenden, stimmberechtigten Grundkapitals in %.

Quelle: eigene Analyse basierend auf händisch gesammelten HV-Protokollen

I.M.U.

Die Ergebnisse legen nahe, dass die mangelnde Motivation und die Apathie für die Stimmrechtsausübung der Anteilseigner deutscher Prime Standard Unternehmen, die sie über die Jahrzehnte gezeigt haben, in den letzten Jahren abgebaut wurden. Die Bedeutung der Hauptversammlung hat aus Sicht der Aktionäre also im untersuchten Zeitraum zugenommen.

Vor dem Hintergrund der starken Verbreitung von Großaktionären in deutschen Unternehmen stellt sich weiterhin die Frage, ob die positive Entwicklung der Hauptversammlungspräsenz ausschließlich durch diese Großakteure getrieben wird und daher von der Eigentümerstruktur abhängig ist.

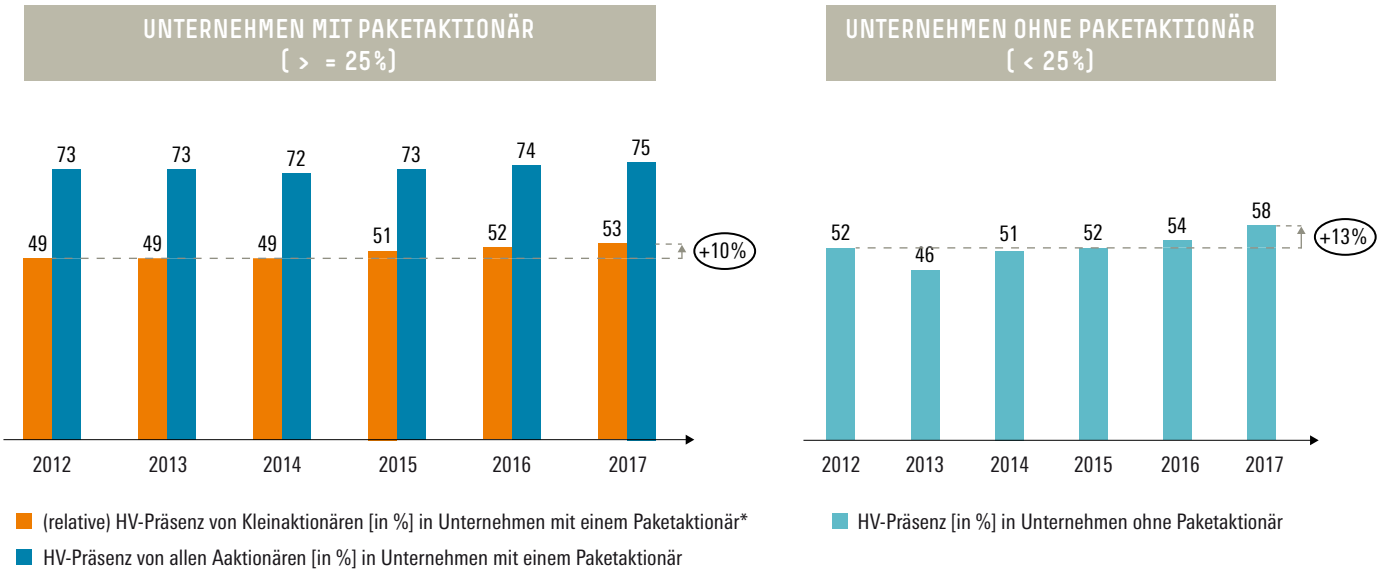
Die ökonomische Theorie besagt, dass der Nutzen, der sich aus der Teilnahme an der Hauptversammlung und der Ausübung der Kontrollfunktion ergibt, eine Art „öffentliches Gut" darstellt, das unter dem „Free-Rider-Problem" leidet (vgl. Grossman/Hart 1980, Strickland et al. 1996, Cahn/Donald 2012). Infolgedessen sollte der Anreiz zu einer Teilnahme an der Hauptversammlung mit dem Anteilsbesitz des einzelnen Aktionärs steigen. Daher ist anzunehmen, dass Kleinaktionäre nur einen geringen Anreiz zur Stimmrechteausübung haben. Verstärkt könnte dieses Phänomen insbesondere in Unternehmen mit einem oder mehreren Großaktionären auftreten, da die marginale Auswirkung der Stimme eines Kleinaktionärs unbedeutend im Vergleich zu einem Großaktionär ist. Der Absentismus vieler Kleinaktionäre würde allerdings das Machtverhältnis und die relativen Stimmrechte von Großaktionären faktisch noch größer machen als es der Kapitalquote entspricht.

Die Ergebnisse aus der Abbildung 2 zeichnen für deutsche Prime Standard Unternehmen folgendes Bild. Wie erwartet, zeigt sich eine besonders hohe Hauptversammlungspräsenz in Unternehmen mit Großaktionären[7]. Was die Kleinaktionäre in solchen Unternehmen betrifft, ist im Durchschnitt lediglich leicht über die Hälfte der Stimmen vertreten, wenn auch eine steigende Tendenz zu beobachten ist. Betrachtet man die Prime Standard Unternehmen ohne Großaktionäre, zeigt sich über die letzten Jahre allerdings eine zunehmende Hauptversammlungspräsenz. Wurden 2012 nur 52 Prozent der Stimmen solcher Unternehmen auf den Hauptversammlungen ausgeübt, lag die Präsenzquote im Jahr 2017 bereits bei 58 Prozent.

Die Ergebnisse aus der Abbildung 2 lassen die Schlussfolgerung zu, dass die Hauptversammlungs-

7 Ein Großaktionär in unserer Definition ist ein Aktionär, welcher über mindestens 25 Prozent der Stimmrechte verfügt und damit potentiell einen relevanten Einfluss auf die Unternehmensführung ausüben kann (siehe Kapitel „Untersuchungsdesign"). Eine Untergruppe der Großaktionäre sind die sogenannten Ankeraktionären, welche sich – etwa laut Duden – verlässlich (in dem Sinne von maßgeblich und langfristig) an einem Unternehmen beteiligen. Die Langfristigkeit gehaltener Anlagen ist jedoch nicht Gegenstand dieser Untersuchung.

Analyse der HV-Präsenz in Prime Standard Unternehmen, abhängig von der Eigentumsstruktur



* relative HV-Präsent = (Präsenz – Anteil GPA)/(100%-GPA), wobei GPA = größter Paketaktionär. Annahme: Paketaktionäre sind bei jeder HV präsent.

Quelle: eigene Analyse basierend auf händisch gesammelten HV-Protokollen und Hoppenstedt Aktienführer

I.M.U.

präsenz relativ stark von der Eigentumsstruktur abhängt und den Kleinaktionären nach wie vor die Anreize fehlen, ihrer Kontrollfunktion als Aktionär auszuüben.

3.2 Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater

Die Stimmenabgabe auf der Hauptversammlung ist das natürliche Mittel für die Aktionäre, ihre Interessen zu artikulieren und die Kontrolle über das Management auszuüben. Das heißt, die Hauptversammlung und die Abstimmung sind Mechanismen mit denen die Corporate Governance eines Unternehmens direkt beeinflusst werden kann.

Die letzten Hauptversammlungssaisons deuten darauf hin, dass die Zeit der „stalinistischen Zustimmungsquoten" (vgl. Studie von Barkow Consulting 2019) auch in Deutschland vorbei zu sein scheint. Diese anekdotische Evidenz wird häufig mit institutionellen Investoren in Verbindung gebracht. Dennoch stellt sich die Frage, ob dieses Verhalten von institutionellen Investoren in einem durchschnittlichen deutschen Prime Standard Unternehmen anzutreffen ist.

Die Ergebnisse der multivariaten Analysen weisen für deutsche Hauptversammlungen sinkende Zustimmungsquoten bei steigender Aktivität von Investoren nach. Beim Blick auf passive ausländische Investoren weisen diese im Vergleich zu deutschen passiven Investoren eine niedrigere Zustimmungsquote auf, bei steigender Aktivität jedoch steigt deren Zustimmung an (vgl. Abbildung 3).[8]

Die Befunde der Regressionsanalyse deuten darauf hin, dass institutionelle Investoren kein einheitliches Abstimmungsverhalten aufweisen. Vielmehr unterscheidet es sich nach deren Investmentphilosophie und deren Herkunft. Daher ist in den Diskussionen über Engagement und Interessen institutioneller Investoren, die sie auf den Hauptversammlungen aufweisen, eine differenzierte Betrachtungsweise erforderlich.

In den vergangenen Jahren griffen institutionelle Investoren bei der Vorbereitung ihrer Abstimmungsentscheidungen allerdings immer häufiger auf die Dienste der Stimmrechtsberater zurück. Mittlerweile ist der enorme Machtzuwachs der Stimmrechtsberater in die Kritik der Öffentlichkeit und der Regulatoren (vgl. z. B. Sauerwald et al. 2016, Balp 2017). Es wird bemängelt, dass die Stimmrechtsberater sich erstens in einem „regulatorischen Vakuum" bewegten und zweitens das Prinzip „one-size-fits-all" in ihren Empfehlungen verfolgten. In diesem Zusammenhang stellt sich allerding die Frage, ob erstens, die Inanspruchnahme von Stimmrechtsberater durch Investoren in deutschen Prime Standard Unternehmen eine genauso starke Verbreitung hat, wie beispielsweise auf den Hauptversammlungen US-amerikanischer

8 Die Ergebnisse bleiben dabei auch bei Verwendung einer alternativen Definition der Zustimmungsvariable robust.

Regressionsanalyse des Abstimmungsverhaltens institutioneller Investoren in Abhängigkeit deren Investmentphilosophie und geographischer Herkunft[1]

Model: Vote= ß*Investmentphilosophie*Investorenherkunft + FE + ε

		OLS Koeffizienten	
deutsche Investoren	passive Investoren	+	+
	aktive Investoren	–	–
	aktivistische Investoren	–	–
ausländische Investoren	passive Investoren	–	–
	aktive Investoren	+	+
	aktivistische Investoren	+	+
fixe Effekte (FE)	Jahr-FE	ja	nein
	TOP-FE; Hauptversammlung-FE	nein	ja

1 „Vote" ist die abhängige Variable des Regressionsmodells und erhält entweder den Wert 1, wenn der Investor für eine Entscheidungsvorlage des Managements gestimmt hat und 0, wenn er dagegen gestimmt hat. ß ist der Regressionskoeffizient (hier wurde auf die Angabe der genauen Werte verzichtet) und misst den statistischen Effekt der bestimmenden Variablen „Investmentphilosophie" und „Investorenherkunft" auf die abhängige Variable „Vote". Zur Vereinfachung wurden hier nur die Vorzeichen des Regressionskoeffizienten angegeben, um zu zeigen, ob ein signifikant negativer (-) oder positiver (+) Zusammenhang besteht.

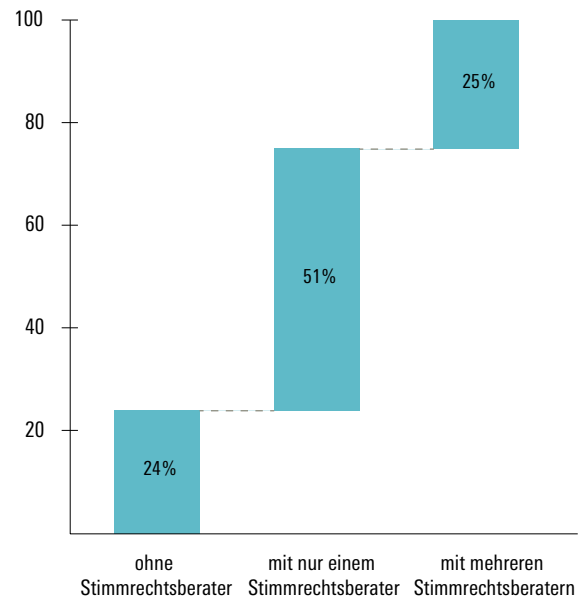
Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters und Proxy Insight

I.M.U.

Unternehmen. Die zweite Frage ist, welche Investoren zur Nutzung von Stimmrechtsberatern tendieren und ob das Abstimmungsverhalten von diesen Investoren sich signifikant von denjenigen unterscheidet, die die Abstimmungsentscheidungen ohne Empfehlungen von Stimmrechtsberatern treffen.

Deskriptive Analyse der Nutzung von Stimmrechtsberater bei Abstimmungen in Prime Standard Unternehmen

(Angaben in % der auf den Hauptversammlungen abgegebenen Stimmen)



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Proxy Insight

I.M.U.

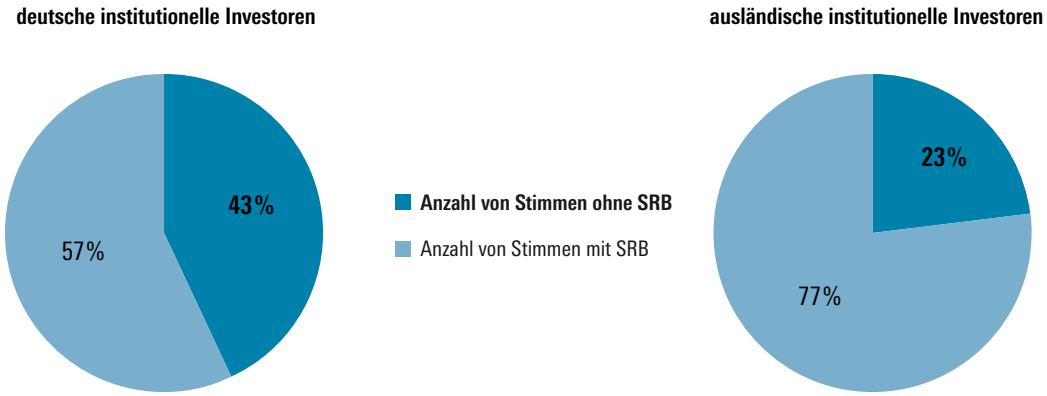
Zunächst wird deskriptiv dargestellt, wie häufig institutionelle Investoren auf die Dienste der Stimmrechtsberater im Durchschnitt zugreifen sowie inwieweit dieses Phänomen auf eine bestimmte Gruppe institutioneller Investoren zurückzuführen ist. Die Abbildung 4 lässt erkennen, dass durchschnittlich in drei von vier Fällen der Stimmenabgabe auf den Hauptversammlungen in Prime Standard Unternehmen mindestens ein Stimmrechtsberater herangezogen wird. Dabei werden in etwas mehr als 50 Prozent der Fälle einer und in etwa 25 Prozent der Fälle mehrere Stimmrechtsberater verzeichnet[9].

Der Abbildung 5a ist zu entnehmen, dass innerhalb der Gruppe der institutionellen Investoren es insbesondere ausländische Investoren sind, welche auf Stimmrechtsberater zurückgreifen. Der Anteil von abgegebenen Stimmen unter Inanspruchnahme von Stimmrechtsberatern liegt bei 77 Prozent, während nur ca. die Hälfte der Stimmen deutscher institutioneller Investoren unter Nutzung von Stimmrechts-

9 Unterscheidet man nach den Tagesordnungspunkten (TOP) bzw. kritischen TOP Kategorien wie z. B. Say on Pay oder Entlastungen und Nominierungen von Vorständen und Aufsichtsräte, lassen sich keine Besonderheiten in der Inanspruchnahme von Stimmrechtsberatern feststellen.

Abbildung 5a

Deskriptive Analyse der Nutzung von Stimmrechtsberater bei Abstimmungen in Prime Standard Unternehmen abhängig von der Investorenherkunft

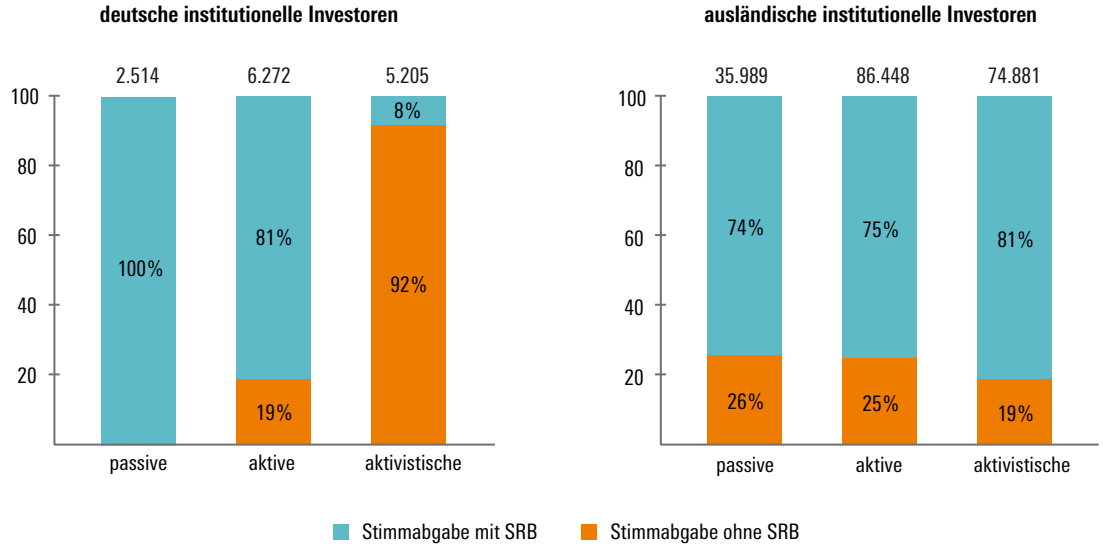


Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters und Proxy Insight

I.M.U.

Abbildung 5b

Deskriptive Analyse der Nutzung von Stimmrechtsberater bei Abstimmungen in Prime Standard Unternehmen abhängig von der Investmentphilosophie und -herkunft



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters und Proxy Insight

I.M.U.

beratern abgegeben werden. Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion über die Relevanz der Stimmrechtsberater insbesondere für passiv agierende institutionelle Investoren sind die Ergebnisse aus der **Abbildung 5b** relevant. Passiv agierende Investoren deutscher Herkunft ziehen in der Stichprobe bei jeder Stimme mindestens *einen Stimmrechtsberater* heran. Die 100 Prozent sind nicht überraschend. Siehe hierzu Bessler und Hockmann (2021), S. 375: „Die Anbieter von Indexfonds und ETFs sind rechtlich verpflichtet, Regelungen für die Wahrnehmung der Stimmrechte aufzustellen und diese in den Hauptversammlungen bzw. Aktionärsversammlungen auszuüben, sei es durch eigene Mitarbeiter oder delegiert an Stimmrechtsorganisationen oder die Depotbank. So sind beispielsweise die UCITS-Anforderungen, die verlangen, dass Publikumsfonds ihre Stimmrechte entweder selbst oder durch Dele-

Regressionsanalyse der Nutzung von Stimmrechtsberater bei Abstimmungen in Prime Standard Unternehmen abhängig von der Investmentphilosophie und -herkunft

Model: SRB = ß*Investmentphilosophie*Investorenherkunft + Unternehmenseigenschaften + FE + ε
SRB (Stimmrechtsberater) ist eine Dummy Variable: Ein SRB = 1, kein SRB = 0.

		OLS Koeffizienten	
deutsche Investoren	passive Investoren	+	+
	aktive Investoren	–	–
	aktivistische Investoren	–	–
ausländische Investoren	passive Investoren	–	–
	aktive Investoren	+	+
	aktivistische Investoren	+	+
Unternehmens-eigenschaften	Unternehmensgröße	–	–
	Insideranteil	+	0
fixe Effekte (FE)	Unternehmen-FE	nein	ja
	Jahr-FE; Agendapunkte FE	ja	ja

Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters und Proxy Insight

I.M.U.

gation von anderen Institutionen wahrnehmen lassen, in § 94 KAGB in deutsches Recht umgesetzt." Im Vergleich nutzen nur acht Prozent aktivistischer Investoren deutscher Herkunft die externen Empfehlungsdienste.[10] Bei ausländischen Investoren ergeben sich allerdings kaum Unterschiede, wenn man nach dem Investorenansatz differenziert. Deren Inanspruchnahme von Stimmrechtsberater liegt zwischen 74 Prozent (passive Investoren) und 81 Prozent (aktive Investoren).

Die Befunde deuten darauf hin, dass die relative Bedeutung der Stimmrechtsberater somit nicht unbedingt nur auf passiv agierende Investoren zurückzuführen ist. Vielmehr scheint es sich um ein investorenübergreifendes Phänomen zu handeln, wenn eine höhere Informationstransparenz zu den investierten Unternehmen abverlangt wird.

Betrachtet man die Ergebnisse der multivariaten Regressionsanalyse, ergibt sich das folgende Bild (vgl. Abbildung 6). Institutionelle Investoren nutzen Stimmrechtsberater insbesondere in Hauptversammlungen von relativ kleineren Unternehmen (gemessen als natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung) und Unternehmen mit hohem „Insideranteil"[11]. Dies ist auch im Einklang mit der ökonomischen Intuition, dass größere Unternehmen ohnehin einen höheren Grad an Transparenz gewährleisten, indem *z. B. ihre Berichterstattung in englischer Sprache* erfolgt, oder durch Medienpräsenz und Analystenkonferenzen (Tesar/Werner 1995).[12] Daher haben Investoren in größeren Unternehmen im Vergleich zu kleineren mehr Chancen, ihre Stimmrechte informiert aber ohne Zuhilfenahme externer Dienstleister auszuüben. In Unternehmen mit hohem Insideranteil besteht die Gefahr, dass „Insider" ihren Informationsvorsprung über das Unternehmen auf Kosten von anderen Aktionären nutzen (Fama/Jensen 1983; La Porta et al., 1998; Thomsen/Pedersen 2000). Infolgedessen ist

10 Es ist zu betonen, dass sich die hier verwendete Definition aktivistischer Investoren an der Systematik des Datenanbieters ThomsonOne orientiert und somit weitergehender ist, als die in der Wirtschaftspresse geläufige Verwendung des Begriffs, der in der Regel vornehmlich Hedge Fonds umfasst (Definitionen im Glossar).

11 Insideranteil ist definiert als Aktien, die von (leitenden) Angestellten, Direktoren und ihren unmittelbaren Familienangehörigen gehalten werden sowie Aktien, die treuhänderisch oder von einer anderen Körperschaft, oder von der Pensionskasse, oder von Einzelpersonen (mit fünf Prozent oder mehr der ausstehenden Aktien im Besitz) gehalten werden (vgl. Thomson Reuters Financial 2007).

12 Unternehmen im Prime Standard müssen Quartalsberichte und alle Ihre Unterlagen auch in Englisch publizieren, im General Standard dagegen ist das nicht erforderlich . Siehe hierzu Bessler et al. (2021).

es anzunehmen, dass institutionelle Investoren in solchen Unternehmen auf die Informationen von Stimmrechtsberatern eher zugreifen. Innerhalb der institutionellen Investoren sind es insbesondere ausländische Investoren, welche auf Stimmrechtsberater zurückgreifen. Bei Unterscheidung nach der Investmentphilosophie zeigt sich bei deutschen Investoren mit zunehmenden Aktivitätsniveau eine geringere Bereitschaft auf Stimmrechtsberater zurückzugreifen. Umgekehrt weisen ausländische Investoren mit höherem Aktivitätsniveau auch eine höhere Bereitschaft zum Einsatz von Stimmrechtsberatern auf. Dies spiegelt wiederum die Ergebnisse wider, die die deskriptive Analyse hervorbringt.

Weiterhin stellt sich die Frage, ob das Abstimmungsverhalten unterschiedlicher Gruppen institutioneller Investoren je nach Nutzung von Stimmrechtsberatern variiert. Um dieser Frage nachzugehen, wird das Abstimmungsverhalten der Investoren, die einen oder mehrere Stimmrechtsberater heranziehen, dem von Investoren ohne Stimmrechtberater gegenübergestellt und mit Hilfe von multivariaten Analysen untersucht.

Den Regressionsergebnissen aus der **Abbildung 7** ist zu entnehmen, dass die Zustimmung tendenziell wahrscheinlicher wird, wenn deutsche Investoren bei den Abstimmungsentscheidungen Stimmrechtsberater heranziehen. Dabei ergeben sich keine signifikanten Unterschiede zwischen passiv, aktiv und aktivistisch agierenden Investoren. Beim Blick auf ausländische aktive und aktivistische Investoren zeigt sich ein gegensätzlicher Zusammenhang. Da die Daten nur die Aussage darüber erlauben, ob ein Investor die Abstimmungsempfehlungen von Stimmrechtberatern erhalten hat, allerdings nicht darüber, ob ein Investor bei seiner Stimmabgabe der Empfehlung folgte, sollen die Ergebnisse aus der **Abbildung 7** mit Vorsicht interpretiert werden. Dahingehend wäre anzunehmen, dass Stimmrechtsberater insbesondere auf die ausländischen Investoren, die mit dem deutschen Markt oft nur rudimentär vertraut sind, einen beträchtlichen Einfluss haben. Dabei haben die Vorkommnisse rund um die Hauptversammlungen 2019 und 2020 in Unternehmen wie Bayer oder der Deutschen Bank gezeigt, dass die Marktakteure wie ISS oder Glass Lewis zunehmend negative Empfehlungen zumindest zu den kritischen TOPs abgeben.

4 ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK

Das Ziel der vorliegenden Studie war, die Situation in deutschen Prime Standard Unternehmen bezüglich der Entwicklungen der Hauptversammlungspräsenz zu beleuchten und das Gesamtbild des Verhaltens institutioneller Investoren bei der Ausübung ihrer Stimmrechte darzustellen. Der Fokus lag dabei auf Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren und deren Inanspruchnahme von Stimmrechts-

Abbildung 7

Regressionsanalyse des Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren in Abhängigkeit deren Investmentphilosophie und geographischer Herkunft und Nutzung von Stimmrechtsberater

Sub-Sample: deutsche institutionelle Investoren/ausländische institutionelle Investoren
Model: Vote= ß*Investmentphilosophie*SRB + FE + ε
SRB (Stimmrechtsberater) ist eine Dummy Variable: Ein SRB = 1, kein SRB = 0.

		OLS Koeffizienten	
deutsche Investoren mit SRB	passive Investoren	+	+
	aktive Investoren	0	0
	aktivistische Investoren	0	0
ausländische Investoren mit SRB	passive Investoren	+	+
	aktive Investoren	–	–
	aktivistische Investoren	–	–
fixe Effekte (FE)	Jahr-FE	ja	nein
	TOP-FE; Hauptversammlung-FE	nein	ja

Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters und Proxy Insight

beratern bei der Vorbereitung der Abstimmungsentscheidungen. Hierbei wurden die institutionellen Investoren nach unterschiedlichen Gruppen differenziert und einzeln untersucht. Mit Hilfe deskriptiver sowie multivariater Regressionsanalysen wurde den Fragen nachgegangen, wie institutionelle Investoren auf den Hauptversammlungen deutscher Prime Standard Unternehmen abstimmen, wie häufig sie dabei auf die Dienste der Stimmrechtsberater zurückgreifen und wie ihre Abstimmungsentscheidungen unter Inanspruchnahme dieser Dienste ausfallen.

Die Ergebnisse der deskriptiven Analysen über die Aktionärspräsenz auf den Hauptversammlungen deutscher Prime Standard Unternehmen legen nahe, dass diese während des Untersuchungszeitraums deutlich gestiegen ist. Allerdings weisen die Unternehmen mit Großaktionären nach wie vor die höchsten Aktionärspräsenzen auf.

Die Regressionsanalysen des Abstimmungsverhaltens institutioneller Investoren zeigen, dass das Abstimmungsverhalten sich nach der Investmentphilosophie und deren Herkunft unterscheidet. Daher ist in den Diskussionen über Engagement und Interessen institutioneller Investoren, die sie auf den Hauptversammlungen zeigen, eine differenzierte Betrachtungsweise erforderlich.

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zeigen, dass Dienste von Stimmrechtsberatern insbesondere bei Hauptversammlungen von relativ kleinen Unternehmen und Unternehmen mit hohem Insideranteil von institutionellen Investoren nachgefragt werden. Nimmt man unterschiedliche Gruppen institutioneller Investoren unter die Lupe, sind es insbesondere ausländische Investoren, welche auf Stimmrechtsberater zurückgreifen.

Weitere Forschung ist erforderlich, um zu analysieren, ob und inwieweit institutionelle Investoren von ihren Abstimmungsrechten Gebrauch machen und somit die Unternehmen, in denen sie investiert sind, beobachten. Außerdem ist relevant, wie stark der tatsächliche Einfluss von Stimmrechtsberatern auf die Abstimmungsentscheidungen institutioneller Investoren ist. Vor allem ist zu klären, ob die Auslagerung von Abstimmungsentscheidungen und -vorschlägen Unternehmenswert schafft oder vernichtet.

5 KRITISCHE EINORDNUNG DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG

Die vorliegende Studie hat gezeigt, dass zumindest aus Perspektive der Aktionäre die Bedeutung der Hauptversammlung im Untersuchungszeitraum 2012 – 2017 zugenommen hat. Dies gilt insbesondere auch für die institutionellen Anleger, die in vielen Fällen auf eine direkte Vertretung im Aufsichtsrat verzichten und ihre Interessen somit vorrangig über die Hauptversammlung artikulieren. Insbesondere durch die Präsenz ausländischer institutioneller Anleger, deren Bedeutung in den Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen tendenziell zunimmt, erlangen Stimmrechtsberater auf diesem Wege einen erheblichen Einfluss auf die Unternehmen. Dies gilt nicht nur über die Beauftragung durch die ohnehin „verdächtigen" passiven Indexfonds, sondern auch durch Investoren mit deutlich aktiveren oder aktivistischen Anlagestrategien.

Der starke Einfluss, der sich aus der Verschränkung zwischen institutionellen Großanlegern und den oligopolistischen Anbietern aus dem Markt für Stimmrechtsberatung ergeben, erscheint bei kritischer Würdigung nicht gänzlich unproblematisch: Unter den institutionellen Anlegern wächst – insbesondere mit Blick auf die großen Aktienindizes –

Die Autoren

Prof. Dr. Wolfgang Bessler ist Deutsche Börse Seniorprofessor für empirische Kapitalmarktforschung an der Universität Hamburg, Mitglied im Center for Financial Studies an der Goethe Universität Frankfurt und forscht an der Universität Groningen. Zudem ist er Mitglied im „Institut für Kapitalmarktforschung" der DekaBank und im European Shadow Financial Regulatory Committee sowie Mitherausgeber mehrerer internationaler Journals. Er hat mehr als 130 Artikel in akademischen Journals publiziert und über 400 Vorträge auf Konferenzen gehalten. Seine Forschungsgebiete sind Corporate Finance, Börsen und Asset Management.
wolfgang.bessler@uni-hamburg.de

Prof. Dr. Marc Steffen Rapp ist Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Controlling an der Philipps-Universität Marburg. Forschungsschwerpunkte im Bereich Unternehmensfinanzierung, -strategie und Corporate Governance. Wissenschaftlichen Beirat der Hans-Böckler-Stiftung, wiss. Ko-Direktor des Marburg Centre for Institutional Economics (MACIE), affiliiert mit dem Center for Corporate Governance an der Copenhagen Business School (Dänemark) und Partner der Beratungsboutique „The Business and Governance Consultants".
msr@m-s-rapp.de

der Anteil passiver Indexfonds, deren Markt sich v. a. auf einige sehr große US-Anbieter, namentlich *BlackRock*[13]*, Vanguard und StateStreet*, konzentriert. Das Corporate Governance Verständnis dieser Investoren, ist stark durch das US-System geprägt, dem u. a. eine verbindliche Einbindung von Arbeitnehmerinteressen fremd ist. Andererseits konzentriert sich auch der Markt für Stimmrechtsberatung im Wesentlichen auf zwei Anbieter: Institutional Shareholder Services, kurz ISS, inzwischen eine Tochter der Deutschen Börse AG sowie Glass Lewis, die sich in den Händen zweier kanadischer Pensionsfonds befinden.

Durch die Konzentrationsprozesse in den beiden Branchen sind eine kleine Zahl äußerst dominanter Anbieter entstanden, die über die Festlegung von Abstimmungsrichtlinien (voting guidelines) für die von ihnen gehaltenen oder beratenen Unternehmen die Rolle von „Quasi-Gesetzgebern" im Bereich von Corporate Governance übernommen haben. Die Tatsache, dass es sich hier um privatwirtschaftliche Unternehmen handelt, die aber gleichzeitig defacto Standards für Unternehmensführungsprinzipien in den großen börsennotierten Gesellschaften weltweit setzen, erscheint angesichts des breiten öffentlichen Interesses an diesen Unternehmen als nicht unproblematisch. Auch treten solche Guidelines in Konkurrenz zum Deutschen Corporate Governance Kodex und setzen seinen gesetzlich legitimierten Geltungsanspruch unter Druck.

Verschärft wird diese Problematik auch durch die Risiken von Interessenskonflikten, die sich besonders am Marktführer für Stimmrechtsberatung, ISS, deutlich machen lassen: Einerseits ist dieses Unternehmen bereits seit längerer Zeit auch im Bereich der Vergütungsberatung aktiv, berät aber zeitgleich auch Aktionäre bei der Abstimmung über diese Systeme. Ferner ist ISS seit der Übernahme der deutschen Tochtergesellschaft Oekom Research auch einer der maßgeblichen Akteure im Geschäft mit Nachhaltigkeits-Ratings (ESG) und ESG-Beratung. Auch hier handelt es sich um ein staatlich noch weitestgehend unreguliertes Marktsegment, dass aber über seinen Einfluss auf die Verteilung von Investorengeldern die künftige Ausrichtung von Unternehmen und Wirtschaft stark prägen wird. Auch in diesem Bereich kann kritisch nachgefragt werden, ob die Rolle privater Oligopole als Standardsetter hier tatsächlich wünschenswert sein kann.

Insgesamt sollte vor dem Hintergrund der Ergebnisse dieser Studie und des dargestellten Kontexts zu einigen der Akteure auf den Märkten für Vermögensverwaltung und Stimmrechtsberatung kritisch hinterfragt werden, ob eine zunehmende institutionelle Stärkung des Organs Hauptversammlung wirklich einer verbesserten Unternehmensführung dienlich sein kann, wie dies offenbar mit Initiativen wie „Say on Pay" über die Vorstandsvergütung angestrebt wurde. Gerade die sich häufenden Bekenntnisse zu einer nachhaltigen, Stakeholder-orientierten Wirtschaft lassen sich mit diesen Hintergründen nur schwer überein bringen.

---

13 Siehe hierzu die Anteile von BlackRock an deutschen Unternehmen in Bessler und Hockmann (2016, S. 418, und 2021, S. 473), die bei 7 Prozent bis 8 Prozent liegen. In den U.S.A. liegen die Anteile der drei Vermögensverwalter zusammen bei knapp 25 Prozent.

GLOSSAR

Aktivistische Investoren: Eine Untergruppe der institutionellen Investoren, welche neben aktiver Aktienauswahl, realisiert über Long- und Shortpositionen, auch die Kommunikation und Interaktion mit dem Management und weiterer Stakeholder des Unternehmens als Teil des operativen Geschäftsmodels ansieht. In der empirischen Analyse wurde diese Gruppe auf Basis der ThomsonONE Investor Types and Sub-Types Klassifikation konstruiert und fasst dabei „pure play" Hedge-Fonds und Anlagegesellschaft, die sowohl „traditionelle" als auch „alternative" Anlagetechniken einsetzen, zusammen [vgl. Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types].

Hedge Fond: Ein Hedge-Fond ist eine Verwaltungsgesellschaft, die über ihre Produkte aggressive Strategien anwenden darf, die für Investmentfonds nicht verfügbar sind, darunter Leerverkäufe, Hebelgeschäfte, Programmhandel, Swaps, Arbitragegeschäfte und Derivate. Oft sind Hedge-Fonds eher intransparent, weil sie riskante Anlagestile verwenden und auch hohe Nettoinvestoren einbeziehen. Da sie gesetzlich auf weniger als 100 Anleger beschränkt sind, beträgt die Mindestinvestition in der Regel 1 Million US-Dollar. [Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types]

Institutionelle Investoren: Institutionelle Investoren sind als Unternehmen organisierte Kapitalsammelstellen, gegründet mit dem Ziel, das Kapital der Kapitalgeber entsprechend bestimmter Regeln und Ziele zu investieren. Institutionelle Investoren finden sich beispielsweise unter den in § 67 Abs. 2 WpHG definierten „professionellen Kunden" von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welche „über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können". In der empirischen Analyse wurde diese Gruppe auf Basis der ThomsonONE Investor Types Klassifikation konstruiert [vgl. Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types].

Multivariate Analysenmethoden: Multivariate Analysemethoden beschäftigen sich mit der Betrachtung mehrdimensionalen Daten (Merkmalsausprägungen). Multivariate oder mehrdimensional bedeutet hier, dass ein Objekt durch mehr als ein Merkmal ausgeprägt ist. D. h., mit multivariaten Analysenmethoden kann ein z. B. vermuteter Zusammenhang zwischen Daten (bspw. der Dauer der Arbeitslosigkeit und Ausbildungsniveau) geprüft oder gar erst entdeckt werden. (vgl. https://www.faes.de/Basis/Basis-Lexikon/Basis-Lexikon-Multivariate/basis-lexikon-multivariate.html [26.09.2019])

Prime Standard: Das höchste Transparenzlevel für börsennotierte Unternehmen, das über die gesetzlichen Mindestanforderungen des regulierten Marktes hinausgeht. Der Prime Standard ist auf Unternehmen des regulierten Marktes zugeschnitten, die sich auch auf internationale Investoren ausrichten wollen. Sie müssen über das Maß des General Standard hinaus hohe internationale Transparenzanforderungen erfüllen. So müssen sie quartalsweise über ihr Geschäft berichten (Quartalsfinanzbericht oder Quartalsmitteilung), Ad-hoc-Mitteilungen auch in Englisch veröffentlichen und mindestens eine Analystenkonferenz pro Jahr abhalten. Nur Unternehmen, die zum Prime Standard zugelassen sind, können in die Auswahlindizes Dax, MDax, TecDax oder SDax aufgenommen werden. (vgl. https://boerse.ard.de/boersenwissen/boersenlexikon/prime-standard-100.html [26.09.2019])

LITERATUR

Aggarwal, Reena / Saffi, Pedro A. C. / Sturgess, Jasson (2015): The Role of Institutional Investors in Voting. Evidence from the Securities Lending Market. In: The Journal of Finance 70, S. 2309–2346.

Alhashel, Bader (2015): Sovereign wealth funds. A literature review. In: Journal of Economics and Business 78, S. 1–13.

Balp, Gaia (2017): Regulating Proxy Advisors Through Transparency. Pros and Cons of the EU Approach. In: European Company and Financial Law Review 14(1), S. 1–36.

Barkow Consulting (2019): HV-Präsenz auf neuem Hoch, https://www.barkowconsulting.com/hv-praesenz-auf-neuem-allzeithoch/ [27.01.2020].

Beck, Thorsten / Kaserer, Christoph / Rapp, Marc Steffen (2015): Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem. Zustand und Entwicklungsperspektiven. In: Forschungsbericht für das BMWi.

Bessler, Wolfgang / Drobetz, Wolfgang / Holler, Julian (2015): The Returns to Hedge Fund Activism in Germany. In: European Financial Management 21, S. 106–147.

Bessler, Wolfgang / Beyenbach, Johannes / Rapp, Marc-Steffen / Vendrasco, Marco (2021): The Global Financial Crisis and Stock Market Migrations: An Analysis of Family and Non-Family Firms in Germany. In: International Review of Financial Analysis 74, 2021, 101692.

Bessler, Wolfgang / Hockmann, Heinz (2016): The Growth and Changing Role of Passive Investments: A Critical Perspective on Index Mutual Funds and Exchange Traded Funds. In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 28, S. 406–426.

Bessler, Wolfgang / Hockmann, Heinz (2021): Passive Investments. In: Investment Banking, hrgg. von H. Hockmann and F. Thiessen, S. 357–380

Cahn, Andreas / Donald, David c. (2012): Comparative Company Law. Text a Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA. In: Cambridge University Press (2010).

Chang, Saeyoung / Mayers, David (1995): Who Benefits in a Negotiated Block Trade? In: Financial Management 41, S. 703–731.

Dimeg, Jörg / Asmussen, Jörg / Mentré, Gilles (2017): „Shareholder Activism" ist ein Verhalten, keine Investorenklasse. In: Board 2/2017, S. 92–94.

DIRK (2016): Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat. In: Initiative „Developing Shareholder Communication", https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/pressemitteilungen/2016-07-05%20Leitsaetze%20fuer%20den%20Dialog%20zwischen%20Investor%20und%20Aufsichtsrat.pdf [27.01.2020].

Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R. (1991): The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press.

Ernst & Young (2016): Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/pressemitteilungen/2016-07-05%20Leitsaetze%20fuer%20den%20Dialog%20zwischen%20Investor%20und%20Aufsichtsrat.pdf (Abruf am 27.01.2020).

Fama, Eugene F / Jensen, Michael C. (1983): Separation of ownership and control. In: Journal of Law and Economics 26, S. 301–325.

Faust, Michael / Thamm, Lukas (2015): Wie viel „Finanzmarktkapitalismus" gibt es in Deutschland? Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung von 1990 bis heute, in: soeb-Working-Paper, 2015-5. Göttingen: Forschungsverbund sozioökonomische Berichterstattung; Soziologisches Forschungsinstitut an der Universität Göttingen e.V. (SOFI).

Fink, Larry (2017): A Fundamental Reshaping of Finance. In: Annual Letters to CEOs, www.blackrock.com/corporate/en-no/investor-relations/larry-fink-ceo-letter [27.01.2020].

Grossman, Sanford J. / Hart, Oliver D. (1980): Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. In: The Bell Journal of Economics 11, S. 42–64.

Hermann, Herald (2017): Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt. Börsengänge und ihre Auswirkungen. BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (BBR): https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=5 [14.02.2022].

Holderness, Clifford G. (2003): A Survey of Blockholders and Corporate Control. In: Economic Policy Review 9, S. 51–64.

La Porta, Rafael / Lopez de Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1998): Law and finance. In: Journal of Political Economy 106, S. 1113–1155.

Larker, David F. / McCall, Allan L. / Ormazabal, Gaizka (2013): Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing. In: Journal of Accounting and Economics 56, S. 149–169.

Larker, David F. / McCall, Allan L. / Ormazabal, Gaizka (2015): Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms. In: Journal of Law and Economics 58 (1), S. 173–204.

Larker, David F. / McCall, Allan L. / Tayan, Brian (2013): And Then A Miracle Happens! How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations? In: Stanford Closer Look Series: Topics, Issues, and Controversies in Corporate Governance and Leadership.

McCahery, Joseph a. / Sautner, Zacharias / Starks, Laura T. (2016): Behind the Scenes. The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. In: The Journal of Finance 71, S. 2905–2932.

Monopolkommission (2016): Wettbewerb 2016 – Einundzwanzigstes Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB, www.monopolkommission.de/images/HG21/HGXXI_Gesamt.pdf [27.01.2020)].

LITERATUR

Posavac, Andreas / Frank, Frederik / Bommer, Kay (2016): Investoren der Deutschland AG 3.0. Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30. In: Gemeinschaftsstudie der Ipreo Ltd. und des DIRK, www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/160512%20-%20Die%20Investoren%20der%20Deutschland%20AG%203.0%20%20-%20DAX%20Studie%202015%20Ipreo_DIRK.pdf [27.01.2020].

Powell, Daniel / Rapp, Marc S. (2015): Non-Mandatory Say on Pay Votes and AGM Participation. Evidence from Germany. In: SAFE Working Paper No. 107.

Rapp, Marc S. / Wolff, Michael (2010): Determinanten der Vorstandsvergütung. Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 80, S. 1075–1112.

Rose, Paul (2014): On the Role and Regulation of Proxy Advisors. In: Michigan Law Review First Impressions 109, S. 62–68.

Sauerwald, Steve / van Oosterhout, J. Hans / van Essen, Marc / Peng, Mike W. (2016): Proxy Advisors and Shareholder Dissent. A Cross-Country Comparative Study. In: Journal of Management 44, S. 3364–3394.

Strickland, Deon / Wiles, Kenneth W. / Zenner, Marc (1996): A requiem for the USA. Is small shareholder monitoring effective? In: Journal of Financial Economics 40, S. 319–338.

Tesar L.L. / Werner I. M. (1995): Home Bias and High Turnover. In: Journal of International Money and Finance 14, S. 467–493.

Thomsen, Steen / Pedersen, Torben (2000): Ownership structure and economic performance in the largest European companies. In: Strategic Management Journal 21, S. 689–705.

Das I.M.U. (Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung der Hans-Böckler-Stiftung) berät und qualifiziert Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, Betriebs- und Personalräten sowie Arbeitsdirektorinnen und Arbeitsdirektoren. Demokratie lebt von Mitbestimmung. Wir fördern eine Kultur, in der Menschen sich einbringen, mitentscheiden und mitgestalten können. Im Alltag und am Arbeitsplatz.

TWITTER

Wie wollen wir morgen arbeiten und leben? Wie können wir Mitbestimmung im Zeitalter von Digitalisierung und Globalisierung sichern? Mehr Informationen über #zukunftmitbestimmung auf unserem Twitterkanal:

https://twitter.com/ZukunftMB

MITBESTIMMUNGSPORTAL

Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter benötigen umfangreiches Orientierungs- und Handlungswissen: aktuell, kompakt und passgenau auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten. Das bietet das Mitbestimmungsportal der Hans-Böckler-Stiftung.

https://www.mitbestimmung.de

MITBESTIMMUNG DURCH PRAXISWISSEN GESTALTEN

Betrieb- und Dienstvereinbarungen zeigen: Betriebliche Praxis gestaltet heute gute Arbeit von morgen. Wir stellen Beispiele vor, bei denen sich Mitbestimmungsakteure und Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber auf Regelungen verständigt haben, um Folgen digitaler und technologischer Entwicklungen positiv im Sinne der Beschäftigten mitzubestimmen.

https://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen

WWW.BOECKLER.DE

IMPRESSUM

Herausgeber
Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)
der Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf
Telefon +49 (2 11) 77 78-172

https://www.mitbestimmung.de

Pressekontakt:
Rainer Jung, +49 (2 11) 77 78-150
rainer-jung@boeckler.de

Satz: digiteam, Ratingen

Redaktion
Alexander Sekanina, Referat Wirtschaft Hans-Böckler-Stiftung,
Telefon: +49 (2 11) 77 78-168
alexander-sekanina@boeckler.de

Ausgabe
Mitbestimmungsreport Nr. 72, 03.2022

ISSN 2364-0413

CC BY

„Die Hauptversammlung im Zeitalter institutioneller Investoren" von Wolfgang Bessler und Marc Steffen Rapp ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:
https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.