

## Stellungnahme

### Konsultation: “Best Practice Principles for Governance Research Providers”

Der BDI ist die Spitzenorganisation der deutschen Industrie und der industrienahen Dienstleister. Er spricht für 38 Branchenverbände und mehr als 100.000 Unternehmen mit rund 8 Millionen Beschäftigten.

*Dokumenten Nr.*  
D 0628  
II/5-13-52 Stf

*Datum*  
20. Dezember 2013

*Seite*  
1 von 4

#### I. Einleitung

Die Deutsche Industrie begrüßt den Vorstoß der Arbeitsgruppe unter der Leitung von Prof. Dr. Dirk Andreas Zetzsche, bestehende Praxisprobleme im Umfeld der Tätigkeit sogenannter Proxy Advisors im Wege einer öffentlichen Konsultation zu ermitteln. Im Bereich der Corporate Governance macht die deutsche Unternehmenspraxis seit Jahren gute Erfahrungen mit dem Instrument der freiwilligen Selbstverpflichtung. Den zugrundeliegenden maßvollen Regulierungsgedanken, der die Befolgung von Leitlinien einer bewährten Praxis empfiehlt, im begründeten Einzelfall jedoch Abweichungen nicht nur zulässt, sondern als Teil seiner Fortentwicklung versteht („comply or explain“), halten wir für angemessen und praxisgerecht. Im Unterschied zu Corporate Governance Kodizes ist hier allerdings keine gesetzliche Pflicht der Proxy Advisors zur Abgabe einer Entsprechenserklärung vorgesehen, was aus unserer Sicht wünschenswert wäre.

Der Praxisanalyse zur Erstellung eines freiwilligen Verhaltenskodexes für Stimmrechtsberater schließen wir uns mit der Schilderung einiger Beobachtungen zu prozeduralen bzw. systematischen Fragen aus der Praxis der Hauptversammlungen an.

#### II. Ausgewählte Beispiele zur Verbesserung der Stimmrechtsberatung

1. Häufig sind die Stimmrechts-Richtlinien so allgemein gehalten oder unklar formuliert, dass sie aus sich heraus nicht verständlich sind. Dementsprechend kommt es in erheblichem Maße auf die Auslegung der Richtlinien durch die jeweils verantwortlichen Repräsentanten der Proxy Advisors an. Zum Beispiel kam es in der Vergangenheit vor, dass die Richtlinie eines Stimmrechtsberaters eine Obergrenze für den Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen von 20 Prozent vorsah. Diese Regelung legte der damalige Repräsentant dieses Stimmrechtsberaters in Deutschland bis vor einigen Jahren so aus, dass ein genehmigtes Kapital mit Möglichkeit zum er-

**Bundesverband der  
Deutschen Industrie e.V.**  
Mitgliedsverband  
BUSINESSEUROPE

*Telekontakte*  
T: +493020281560  
F: +493020282560

*Internet*  
[www.bdi.eu](http://www.bdi.eu)

*E-Mail*  
[B.Stehfest@bdi.eu](mailto:B.Stehfest@bdi.eu)

leichterten Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG) darauf nicht angerechnet werde. Zur Begründung führte er an, dass es dabei materiell nicht zum Bezugsrechtsausschluss kommen könne. Da die neuen Aktien nah am Börsenkurs ausgegeben werden, kann sich jeder Aktionär selbst über die Börse mit Aktien eindecken und so seine Verwässerung vermeiden. Der aktuelle Repräsentant eben dieses Stimmrechtsberaters bewertet diese Konstellation gänzlich anders, ohne dass zwischenzeitlich die Stimmrechts-Richtlinien insoweit geändert worden wären. Der daraus resultierenden Unsicherheit für den Emittenten könnte mit klareren Vorgaben in den Guidelines effektiv begegnet werden.

2. Die Stimmrechts-Richtlinien (Guidelines) sind teilweise nicht auf die nationale Rechtslage zugeschnitten. So nachvollziehbar der Wunsch nach globalen Ansätzen ist, wäre es hilfreich, wenn Stimmrechtsempfehlungen auch auf die lokalen Verhältnisse Rücksicht nehmen. Ein Beispiel hierfür ist die fehlende Kenntnis der Regelung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG (vgl. Ziff. 1), der im Fall einer Bareinlage bei Kapitalerhöhungen in Höhe von zehn Prozent des Grundkapitals den Bezugsrechtsausschluss gesetzlich zulässt, wenn der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet. Guidelines, die vor diesem Hintergrund eine dem Aktiengesetz widersprechende, abweichende Schranke vorsieht, sind offenbar in Unkenntnis der deutschen Rechtslage erstellt worden. Der Verhaltenskodex sollte daher eine Selbstverpflichtung enthalten, nach der die Proxy Advisors vor einer Abstimm-Empfehlung die Besonderheiten des jeweiligen nationalen Rechts prüfen und diese bei den Empfehlungen mit berücksichtigen.
3. Teilweise bekommen die Emittenten Stimmrechtsempfehlungen vorab zugesandt, teilweise wird dies von den Stimmrechtsberatern gar nicht oder nur gegen die Zahlung eines beträchtlichen Entgelts gemacht. Hier wäre zur interessensgerechten Vereinheitlichung der Praxis eine Empfehlung hilfreich, die eine vorherige Zusendung der Stimmrechtsempfehlungen an die Unternehmen zum Inhalt hat. Nur in diesem Fall besteht für die Emittenten Gelegenheit zur Korrektur sachlicher Fehler.
4. Weiter möchten wir ein positives Praxisbeispiel benennen, welches bei regelmäßiger Anwendung die Zusammenarbeit von Stimmrechtsberatern und Gesellschaften deutlich erleichtern würde. Gerade bei schwierigen Corporate-Governance-Fragen, die vorab zwischen Unternehmen und Proxy Advisor diskutiert wurden, war es in dem Falle, dass sich ein eher negatives Votum (aber keine Ablehnung) des Stimmrechtsberaters abzeichnete, hilfreich für das Unternehmen, die Möglichkeit zu einer kurzen Stellungnahmen eingeräumt zu bekommen. Diese Erklärung des Unternehmens konnte der Stimmrechtsberater sodann in seine Analyse mit aufnehmen und an die Kunden verteilen. Aus unserer Sicht ist dies ein mus-

tergütiges Vorgehen. Unser Vorschlag wäre daher die Empfehlung an die Stimmrechtsberater, insbesondere im Falle ablehnender Voten, eine kurze Stellungnahme des Emittenten zuzulassen und diese mit zu verteilen. Mit einem entsprechenden Recht zur Prüfung und Kommentierung von Guidelines oder konkreten Abstimmungsempfehlungen könnten die Emittenten Fehler und Missverständnisse in den Abstimmungsempfehlungen als solche kennzeichnen. Die Anteilsinhaber wären auf diese Weise umfassend informiert. Etwaige Fehleinschätzungen von Stimmrechtsberatern könnten zeitnah behoben und die Handlungsfähigkeit des betroffenen Unternehmens nachhaltig gestärkt werden.

5. Die Transparenz auf dem Feld der Stimmrechtsberatung lässt deutlich zu wünschen übrig. Es besteht bisher für die Emittenten keinerlei Transparenz darüber, welche Aktionäre sich von welchen Proxy Advisors beraten lassen. Die entsprechende Selbstverpflichtung zur Offenlegung der Kommunikationspolitiken auch mit dem Emittenten ist daher aus Sicht der Praxis begrüßenswert.

### **III. Materielle Rechtsfragen**

Im Folgenden wird noch auf konkrete inhaltliche Aspekte im Rahmen der Stimmrechtsberater-Dienstleistungen hingewiesen, die aus Sicht der Emittenten revisionsbedürftig wären.

1. Ein weiteres Praxisthema betrifft das Thema Vorzugsaktie: Die Proxy Advisors stehen der Vorzugsaktie kritisch gegenüber und handeln meist generell nach der Devise „one share one vote“. Es wäre wünschenswert, wenn die Proxy Advisors das Instrument der Vorzugsaktie in Deutschland, welches strukturell fundamental von Vorzugsaktien z. B. in den USA abweicht, akzeptieren würden. In jedem Fall sollten Stimmrechtsberater künftig jedoch Hauptversammlungsbeschlüsse zu Kapitalmaßnahmen basierend auf dieser Logik nicht mehr blockieren. Dies würde aus unserer Sicht durch die Empfehlung zumindest einer Enthaltung statt einer Gegenstimme in diesem Falle gewährleistet werden.
2. Ein weiteres Anliegen der Deutschen Industrie ist es, die bisher sehr eng gefasste Sicht der Proxy Advisors zur Definition des unabhängigen Aufsichtsrats-Mitglieds praxisnah zu erweitern. So werden bisher etwa Mitarbeitervertreter, wie Gewerkschaftsvertreter, als auch alle Vertreter von Großaktionären als abhängige Aufsichtsrats-Mitglieder eingestuft. Hier wäre es wünschenswert, wenn der geplante Verhaltenskodex für Stimmrechtsberater eine gewisse Flexibilität in der Praxis vorsehen würde.

#### **IV. Fazit**

Der Dialog zwischen Investoren und Emittenten im Vorfeld von Hauptversammlungen muss nachhaltig verbessert werden. Den Stimmrechtsberatern kommt dabei eine zentrale Rolle zu. Ihre faktische Stimmmacht muss jedoch künftig verstärkt mit Kontroll- und Richtigstellungsmöglichkeiten der betroffenen Emittenten korrespondieren. Wesentliche Strukturbeschlüsse und andere weitreichende Entscheidungen von Hauptversammlungen dürfen künftig nicht mehr an allzu pauschalen Guidelines oder der Unkenntnis unternehmens- oder länderspezifischer Besonderheiten der Proxy Advisors scheitern. Insoweit ist die Etablierung eines Verhaltenskodexes für Stimmrechtsberater ein Schritt in die richtige Richtung, der um weitere Prinzipien ergänzt werden könnte.