

Vanda Heinen

Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance



Springer Gabler

Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance

Vanda Heinen

Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance

 Springer Gabler

Vanda Heinen
Mainz, Deutschland

Dissertation der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, 2018

D077

ISBN 978-3-658-27398-9 ISBN 978-3-658-27399-6 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-27399-6>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature
Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
Teil A: Die Rolle institutioneller Investoren in der deutschen Corporate Governance unter besonderer Berücksichtigung der Aktionärsrechterichtlinie der Europäischen Union	7
I. Problemstellung	8
II. Institutionelle Investoren in der Corporate Governance vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Theorie	9
1. Bedeutung institutioneller Anleger als Anteilseigner deutscher Unternehmen	9
a) <i>Definition institutioneller Investoren</i>	9
b) <i>Zunehmender Anteilsbesitz institutioneller Investoren</i>	12
2. Theoretische Einbettung institutioneller Investoren in die Corporate Governance	14
a) <i>Definition und Bedeutung von Corporate Governance</i>	14
b) <i>Beschreibung der Prinzipal-Agenten-Theorie</i>	17
c) <i>Institutionelle Investoren in der Rolle des Prinzipals</i>	19
d) <i>Institutionelle Investoren in der Rolle des Agenten</i>	21
III. Kritische Würdigung der Einflussnahme institutioneller Investoren auf die Unternehmensleitung über die Stimmrechtsausübung	23
1. Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren auf die Unternehmensleitung 23	
a) <i>Exit-Strategie</i>	23
b) <i>Voice-Strategie</i>	25
aa) <i>Vorstellung der Voice-Instrumente</i>	25
bb) <i>Empirischer Nachweis</i>	28
2. Analyse möglicher Vorteile der Wahrnehmung des Stimmrechts	29
a) <i>Einfluss einer Gegenstimme</i>	29
b) <i>Eigene Abstimmungsvorschläge</i>	31
aa) <i>Möglichkeiten eigener Abstimmungspunkte</i>	31
bb) <i>Vorschlag eines Kandidaten zur Wahl in den Aufsichtsrat</i>	31
3. Analyse möglicher Kosten der Wahrnehmung des Stimmrechts	33

a)	<i>Prozess der Stimmabgabe</i>	33
b)	<i>Informationsbeschaffung institutioneller Investoren</i>	34
aa)	<i>Informationsbereitstellung seitens des Unternehmens</i>	34
bb)	<i>Möglichkeiten des Beziehens weiterer Informationen bei lückenhafter Informationsbereitstellung</i>	36
4.	Koordinierung institutioneller Investoren über die Stimmabgabe zur Stärkung der Einflussmöglichkeiten	37
a)	<i>Kosten-Nutzen-Abwägung der Stimmabgabe institutioneller Investoren</i>	37
b)	<i>Anreize zur Koordinierung</i>	38
c)	<i>Schwierigkeiten der Koordinierung</i>	39
d)	<i>Eigenständige Koordinierung institutioneller Investoren</i>	40
e)	<i>Koordinierung mithilfe von Stimmrechtsberatern</i>	41
IV.	Kritische Würdigung der Änderungen durch die Aktionärsrechterichtlinie der Europäischen Union	44
1.	Entwicklung einer Mitwirkungspolitik	44
a)	<i>Änderungsbestrebungen zur Aktionärsrechterichtlinie</i>	44
b)	<i>Anforderungen zur Entwicklung einer Mitwirkungspolitik</i>	45
c)	<i>Kritik an den Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie</i>	47
2.	Ausweitung der Aktionärsrechte	50
a)	<i>Abstimmung über Vergütungspolitik des Vorstands</i>	50
b)	<i>Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen</i>	52
3.	Erhöhte Transparenzanforderungen	55
a)	<i>Erhöhung der Transparenz von Stimmrechtsberatern</i>	55
b)	<i>Leichtere Identifizierung der Aktionäre</i>	57
V.	Thesenförmige Zusammenfassung	58
Teil B: Kritische Betrachtung der Rolle von Stimmrechtsberatern in der deutschen Corporate Governance		
61		
I.	Problemstellung	62
II.	Markt der Stimmrechtsberatung	64
1.	Dienstleistungsangebot von Stimmrechtsberatern	64
a)	<i>Stimmrechtsberatung</i>	64

b)	<i>Stimmrechtsvertretung</i>	66
2.	Wettbewerbsstruktur des Markts	67
a)	<i>Hauptakteure des Markts für Stimmrechtsberatung</i>	67
b)	<i>Implikationen der oligopolistischen Marktstruktur</i>	69
III.	Vorteile der Inanspruchnahme von Stimmrechtsberatern durch institutionelle Investoren	71
1.	Nutzung der Stimmrechtsberater zur Erfüllung rechtlicher Anforderungen	71
2.	Nutzung der Stimmrechtsberater zur Realisierung ökonomischer Vorteile .	73
a)	<i>Inanspruchnahme der Stimmrechtsberater zur Kostenreduktion</i>	73
b)	<i>Inanspruchnahme der Stimmrechtsberater zur Verbesserung des Informationsstands</i>	74
c)	<i>Inanspruchnahme der Stimmrechtsberater zur Verbesserung der Koordination</i>	75
IV.	Kritische Würdigung möglicher Agency-Probleme bei der Nutzung von Stimmrechtsberatern	77
1.	Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern	77
2.	Begrenzte Transparenz	78
3.	Beurteilung der Anreize zur Erbringung einer ausreichenden Sorgfalt	79
a)	<i>Anreize von Stimmrechtsberatern</i>	79
b)	<i>Auswirkungen begrenzter Anreize von Stimmrechtsberatern</i>	81
aa)	<i>Risiko fehlerhafter Empfehlungen aufgrund einer unzureichenden Informationsgrundlage</i>	81
bb)	<i>Risiko fehlerhafter Empfehlungen aufgrund einer mangelnden Berücksichtigung von Unternehmensspezifika</i>	83
4.	Mögliche Interessenskonflikte	85
a)	<i>Möglicher Einfluss Dritter</i>	85
b)	<i>Auswirkungen der gleichzeitigen Beratung des Emittenten auf die Unabhängigkeit</i>	86
V.	Kritische Würdigung der Regulierung(sbestrebungen) des Markts für Stimmrechtsberatung	88
1.	Regulierungsbestrebungen verschiedener Institutionen	88
a)	<i>Ausgangspunkt der Regulierungsbestrebungen</i>	88

b)	<i>Aktuelle Regulierungsbestrebungen in den USA</i>	89
c)	<i>Konsultationsprozesse auf europäischer Ebene</i>	90
2.	Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie durch die Europäische Kommission	91
3.	Kritische Betrachtung der Regulierung(sbestrebungen) vor dem Hintergrund möglicher Agency-Probleme	92
VI.	Thesenförmige Zusammenfassung	95

Teil C: Richtlinienvergleich ausgewählter Stimmrechtsberater mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex am Beispiel der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats..... 97

I. Problemstellung 98

II. Vergleich der Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex mit den Richtlinien ausgewählter Stimmrechtsberater hinsichtlich struktureller Faktoren 100

1. Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex 100

 a) *Zielsetzung und Adressaten des DCGK*..... 100

 b) *Entwicklung des Kodex*..... 105

 c) *Aufbau und Merkmale*..... 107

2. Kritischer Vergleich der Richtlinien ausgewählter Stimmrechtsberater mit den Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex 111

 a) *Zielsetzung und Adressaten der Richtlinien der Stimmrechtsberater* 111

 b) *Entwicklung der Richtlinien*..... 113

 c) *Aufbau und Merkmale*..... 115

III. Ausgestaltung der Richtlinien von Stimmrechtsberatern hinsichtlich der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats von Aktiengesellschaften im Vergleich zu den Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex 118

1. Unabhängigkeit des Aufsichtsrats als Grundlage effizienter Kontrollausübung..... 118

2. Kritischer Vergleich konkreter Regelungen des DCGK und der Richtlinien von Stimmrechtsberater zur Berücksichtigung der Unabhängigkeit bei der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern..... 120

 a) *Unabhängigkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds* 120

 aa) *Definition der Unabhängigkeit* 120

bb)	Weitere Kriterien der Unabhängigkeit eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds	123
cc)	Vergleich der Regelungen zur Unabhängigkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds	124
b)	<i>Unabhängigkeitsanforderungen an den gesamten Aufsichtsrat</i>	126
aa)	Darstellung der Regelungen zur Unabhängigkeit des gesamten Aufsichtsrats	126
bb)	Vergleich der Regelungen zur Unabhängigkeit des gesamten Aufsichtsrats	128
c)	<i>Unabhängigkeitsanforderungen an Träger bestimmter Rollen im Aufsichtsrat</i>	130
aa)	Unabhängigkeit der Ausschüsse und deren Vorsitz	130
bb)	Unabhängigkeitsanforderungen an den Aufsichtsratsvorsitzenden..	131
d)	<i>Transparenzanforderungen hinsichtlich der Unabhängigkeit</i>	132
IV.	Empirische Untersuchung der Richtlinienbefolgung von Stimmrechtsberatern am Beispiel der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats	133
1.	Beschreibung der Datenerhebung	133
2.	Beschreibung der Konsistenz von Richtlinienbefolgung und der tatsächlichen Empfehlungsabgabe vor dem Hintergrund der Regelungen des DCGK	135
a)	<i>Unterschiede in der Bewertung der Unabhängigkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds</i>	<i>135</i>
b)	<i>Unterschiede in der Bewertung der Unabhängigkeit des gesamten Aufsichtsrats</i>	<i>137</i>
c)	<i>Unterschiede in der Bewertung der Unabhängigkeit von Trägern bestimmter Rollen im Aufsichtsrat</i>	<i>139</i>
d)	<i>Unterschiede in der Bewertung der Einhaltung der Transparenzanforderungen hinsichtlich der Unabhängigkeit</i>	<i>139</i>
e)	<i>Unterschiede im Empfehlungsergebnis</i>	<i>140</i>
V.	Thesenförmige Zusammenfassung	142
	Anhang I: Erhebungsschema der Untersuchung	144
	Anhang II: Zusammenfassung der Ergebnisse der Erhebung	150

Teil D: Do foreign proxy advisors export corporate governance views?	
Differences in coverage, recommendations and influence on voting outcome	
between foreign and domestic proxy advisors.....	161
I. Introduction.....	162
II. Research questions.....	165
1. Does the coverage of ISS, GL and IVOX differ for Germany?	166
2. Do the voting recommendations of ISS, GL and IVOX differ for German	
AGMs and across agenda items?	167
3. What is the marginal impact of against-voting-recommendations of ISS,	
GL and IVOX for German AGMs?.....	168
4. Does the impact of foreign and domestic proxy advisors differs due to	
different shareholder characteristics?.....	170
III. Data	171
IV. Results	172
1. Coverage of proxy advisors	172
2. Types of recommendations	177
3. Impact of against-recommendations on voting outcomes.....	181
4. Different impact due to different shareholder characteristics	185
V. Conclusion	192
Appendix	194
Zusammenfassung der Arbeit	199
Verzeichnis zitierter Schriften	201

Tabellenverzeichnis

Tabelle C1: Unabhängigkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds (DCGK).....	144
Tabelle C2: Unabhängigkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds (ISS)	145
Tabelle C3: Unabhängigkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds (GL).....	146
Tabelle C4: Unabhängigkeitsanforderungen an den gesamten Aufsichtsrat (DCGK)	147
Tabelle C5: Unabhängigkeitsanforderungen an den gesamten Aufsichtsrat (ISS).....	147
Tabelle C6: Unabhängigkeitsanforderungen an den gesamten Aufsichtsrat (GL)	147
Tabelle C7: Unabhängigkeit der Träger bestimmter Rollen im Aufsichtsrat (DCGK)	148
Tabelle C8: Unabhängigkeit der Träger bestimmter Rollen im Aufsichtsrat (ISS).....	148
Tabelle C9: Unabhängigkeit der Träger bestimmter Rollen im Aufsichtsrat (GL)	148
Tabelle C10: Transparenz hinsichtlich der Unabhängigkeit (DCGK).....	149
Tabelle C11: Transparenz hinsichtlich der Unabhängigkeit (GL).....	149
Tabelle C12: Zusammenfassung der Ergebnisse der Erhebung.....	150
Table D1: Sample selection.....	172
Table D2: Proxy firm-year coverage.....	174
Table D3: Coverage probit-regressions.....	176
Table D4: Proxy advisor recommendations.....	179
Table D5: Proxy advisor recommendations and voting outcomes.....	184
Table D6: Effect of shareholder structure and shareholder origin.....	187
Table D7: Sample coverage description.....	194
Table D8: AGAINST and voting regressions	195
Table D9: Diff-in-diff regression	196
Table D10: Fixed-effect regression interaction with shareholder structure.....	197

Abbildungsverzeichnis

Figure D1: AGM turnout DAX 30	191
-------------------------------------	-----

Abkürzungsverzeichnis

AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AMR	The Academy of Management Review
ARUG	Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BPPG	Best Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
CMLJ	Capital Markets Law Journal
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DStR	Deutsches Steuerrecht
EAR	European Accounting Review
EFM	European Financial Management
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ESMA	European Securities and Markets Authority
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EY	Ernst & Young GmbH
GAO	United States Government Accountability Office
GL	Glass Lewis
HBR	Harvard Business Review
IAS	International Accounting Standards
ISS	Institutional Investor Services
IVOX	Internet Voting Execution
IRRC	Investor Responsibility Research Center Institute
JACF	Journal of Applied Corporate Finance
J. Corp. L	Journal of Corporation Law

JFE	Journal of Financial Economics
J. Manag. Gov.	Journal of Management and Governance
JoF	Journal of Finance
JPE	Journal of Political Economy
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Züricher Zeitung
o. Jg.	ohne Jahrgang
o. S.	ohne Seite
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
QJE	Quarterly Journal of Economics
RFS	The Review of Financial Studies
SEC	Securities and Exchange Commission
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
UCLA	University of California Los Angeles
UMAG	Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht



Einleitung

Die Auswirkungen einer ineffektiven Corporate Governance zeigten sich u. a. während internationaler Bilanzskandale rund um die Jahrtausendwende sowie in der Finanz- und Weltwirtschaftskrise.¹ Die in der Aufarbeitung identifizierten Schwächen der Unternehmensüberwachung sollen in Zukunft vermieden werden. Neben einer besseren Kontrolle durch den Aufsichtsrat wird insbesondere eine stärkere Wahrnehmung der Aktionärsrechte der institutionellen Investoren gefordert.²

Die Bedeutung institutioneller Investoren ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen.³ In Deutschland hielten sie zuletzt 60% aller Unternehmensanteile des DAX 30.⁴ Als wichtigste Gruppe der Kapitalgeber kommt ihnen zur Sicherstellung einer effektiven Corporate Governance daher eine besondere Rolle zu.⁵

Die Motivation institutioneller Investoren zur aktiven Einflussnahme über ihr Stimmrecht ist aufgrund ihres meist kleinen Anteilsbesitzes jedoch gering.⁶ Institutionelle Investoren halten vorwiegend breit diversifizierte Portfolios mit z. T. mehreren hundert oder tausenden internationalen Beteiligungen.⁷ Eine informierte Stimmabgabe auf allen Hauptversammlungen der im Portfolio gehaltenen Unternehmensanteile ist daher mit hohen Kosten der Informationsbeschaffung und der Logistik verbunden. Dieser Aufwand steht selten im Verhältnis zum resultierenden Nutzen einer möglichen Unternehmenswertsteigerung, da Investoren nur in Höhe ihres Anteilsbesitzes von ihr profitieren.⁸

Der Aufforderung zur Abgabe einer informierten Stimme auf der Hauptversammlung folgen institutionelle Investoren vermehrt durch den Bezug der Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern, sogenannten „proxy advisor“. Diese bieten institutionellen Investoren neben konkreten Abstimmungsempfehlungen auch die Informationsbeschaffung sowie die vollständige Auslagerung des Stimmrechts an.⁹ Mit der zunehmenden Bedeutung institutioneller Investoren und

¹ Vgl. *Mallin, Chris*: Institutional investors: the vote as a tool of governance, in: *J. Manag. Gov.*, 16. Jg. (2012), S. 177–196, hier S. 178.

² Vgl. ebenda.

³ Vgl. *Bew, Robyn/Fields, Richard*: Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers, IRRC Institute, New York 2012, abrufbar unter https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/Voting_Decisions_at-US_Mutual_Funds1.pdf (abgerufen am 03.04.2018), hier S. 4; OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 9.

⁴ Vgl. Ipreo Ltd /DIRK e.V.: Investoren der Deutschland AG 4.0 – Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX, 2017, abrufbar unter https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170612_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0_DAX-Studie-2016-Ipreo_DIRK.pdf (abgerufen am 03.04.2018), hier S. 7.

⁵ Vgl. OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 21.

⁶ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: *ZGR*, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 713 f.

⁷ Vgl. *Black, Bernard S.*: Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, in: *UCLA Law Review*, 39. Jg. (1992), S. 811–893, hier S. 834.

⁸ Vgl. Europäische Kommission: Grünbuch – Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, Brüssel 2010, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_de.pdf (abgerufen am 03.04.2018), hier S. 9.

⁹ Vgl. *Schneider, Uwe H./Anzinger, Heribert M.*: Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru’s enormous clout“, in: *NZG*, 10. Jg. (2007), S. 88–96, hier S. 89.

deren gestiegener Inanspruchnahme der Dienste von Stimmrechtsberatern geht auch ein steigender Einfluss der Stimmrechtsberater einher.¹⁰ Zahlreiche empirische Studien zeigen, dass sich das Abstimmungsergebnis bei Vorlage einer negativen Empfehlung von Stimmrechtsberatern im Vergleich zu einer positiven Bewertung zwischen 6% und 30% reduziert.¹¹

Der Markt für Stimmrechtsberatung wird kontrovers diskutiert.¹² Es wird kritisiert, dass Stimmrechtsberater einen hohen Einfluss auf das Abstimmungsergebnis von Hauptversammlungen haben ohne selbst an den Unternehmen beteiligt zu sein.¹³ Gleichzeitig besteht der Vorwurf einer zu geringen Transparenz, einer fehlenden Unabhängigkeit und einer nicht ausreichenden Anpassung der Abstimmungsempfehlung international agierender Stimmrechtsberater an länder- und unternehmensspezifische Gegebenheiten. Auf der anderen Seite kann die Inanspruchnahme der Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern die kritisierte Passivität der institutionellen Investoren reduzieren. Hierbei wird jedoch eine Übernahme der Abstimmungsempfehlung ohne Prüfung seitens der institutionellen Investoren angenommen.¹⁴

Diese Kritik führte seitens verschiedener Marktteilnehmer zu der Forderung einer Regulierung des Markts für Stimmrechtsberatung.¹⁵ Die Wertpapieraufsichtsbehörde European Securities and Markets Authority (ESMA) sprach sich nach umfangreichen Untersuchungen 2013 für eine Selbstverpflichtung in Form eines Verhaltenskodex aus. Eine Regulierung sah sie u. a. aufgrund fehlender Informationen zum tatsächlichen Einfluss der Stimmrechtsberater als nicht notwendig an.¹⁶ So wird diskutiert, dass die empirisch gezeigte Korrelation zwischen einer negativen Stimmrechtsempfehlung und einem niedrigen Abstimmungsergebnis auf der Hauptversammlung lediglich eine Abbildung der Präferenzen institutioneller Investoren sei, da beide ihre Abstimmung bzw. Abstimmungsempfehlung auf der Grundlage der gleichen Informationsquellen tätigten und unabhängig voneinander zum gleichen Ergebnis kämen.¹⁷ Die Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie, die 2017 verabschiedet wurden und innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht umgewandelt werden müssen, führen seitens der Europäischen Union zu einer sanft-

¹⁰ Vgl. *Choi, Stephen/Fisch, Jill E./Kahan, Marcel: Director Elections and the Role of Proxy Advisors*, in: *Southern California Law Review*, 82. Jg. (2009), S. 649–702, hier S. 655.

¹¹ Vgl. bspw. *Ertimur, Yonca/Ferri, Fabrizio/Oesch, David: Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say and Pay*, in: *JAR*, 51. Jg. (2013), S. 951–996, hier S. 953; *Malenko, Nadya/Shen, Yao: The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, in: *RFS*, 29. Jg. (2016), S. 3394–3427, hier S. 3424; *Choi, Stephen/Fisch, Jill E./Kahan, Marcel: Director Elections and the Role of Proxy Advisors*, in: *Southern California Law Review*, 82. Jg. (2009), S. 649–702, hier S. 685.

¹² Vgl. *Malenko, Nadya/Shen, Yao: The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, in: *RFS*, 29. Jg. (2016), S. 3394–3427, hier S. 3424.

¹³ Vgl. *Securities and Exchange Commission: Concept Release on the U.S. Proxy System*, Washington 2010, abrufbar unter <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> (abgerufen am 26.11.2017), hier S. 114.

¹⁴ Vgl. *OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 59.

¹⁵ Vgl. *DIRK: Stimmrechte auf der Hauptversammlung – Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors* DIRK IR-GUIDE BAND IX, Frankfurt 2014, abrufbar unter https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/IR%20Guide%20Proxy%20Advisor_FINAL.pdf (abgerufen am 27.11.2017), hier S. 16.

¹⁶ Vgl. *ESMA: Final Report – Feedback statement on the consultation regarding the role of proxy advisory industry*, Paris 2013; abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf> (abgerufen am 15.11.2017), hier S. 22.

¹⁷ Vgl. *Malenko, Nadya/Shen, Yao: The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, in: *RFS*, 29. Jg. (2016), S. 3394–3427, hier S. 3395.

ten Regulierung des Markts. Mit dem Ziel der stärkeren Einbeziehung institutioneller Investoren und einer Erhöhung der Transparenz zwischen Unternehmen und Investoren werden institutionellen Investoren mehr Möglichkeiten zur Interaktion gegeben und Transparenzanforderungen an Stimmrechtsberater formuliert.¹⁸

Vor dem Hintergrund der aufgeworfenen Problematiken stellt die vorliegende Arbeit eine kritische Würdigung der Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren über das Stimmrecht und die Rolle der Stimmrechtsberater als Unterstützer einer informierten Stimmabgabe dar. Dabei soll der geäußerten Kritik an international agierenden Stimmrechtsberatern bezüglich einer nicht ausreichend angepassten Abstimmungsempfehlung an die Besonderheiten des deutschen Corporate-Governance-Systems besondere Beachtung geschenkt werden.

Teil A beleuchtet die Rolle der institutionellen Investoren in der deutschen Corporate Governance. Identifizierte Schwächen in der Unternehmensüberwachung während vergangener Krisen führten dazu, dass institutionellen Investoren verstärkte Aufmerksamkeit zuteil wurde. Dies zeigt u. a. die aktuelle Änderung der Aktionärsrechterichtlinie durch die EU. Der Forderung einer informierten Stimmabgabe steht die rationale Apathie der institutionellen Investoren gegenüber. Vor diesem Hintergrund behandelt dieser Beitrag nach der Vorstellung institutioneller Investoren als einen Mechanismus der Corporate Governance die Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren auf die Unternehmensleitung über die Stimmrechtsausübung. Mit dieser gehen insbesondere Kosten der Informationsbeschaffung einher. Aufgrund der Abhängigkeit der Kosten-Nutzen-Abwägung vom jeweiligen Anteilsbesitz ist meist eine Koordinierung mit weiteren Investoren oder über Stimmrechtsberater sinnvoll. Diese ist jedoch mit der Herausforderung der Identifizierung weiterer Aktionäre und rechtlichen Schwierigkeiten bei Vorlage eines abgestimmten Verhaltens verbunden. Die Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie durch die EU verfolgen die Ausweitung der Aktionärsrechte in Form der Abstimmung institutioneller Investoren über die Vergütungspolitik des Vorstands und über Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen. Hierbei wird eine mögliche Kompetenzverschiebung von Vorstand und Aufsichtsrat hin zu den institutionellen Investoren kritisiert. Darüber hinaus streben die Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie eine verbesserte Informationsgrundlage der Aktionäre durch eine erhöhte Transparenz von Stimmrechtsberatern und eine leichtere Identifizierung der Aktionäre an. Diese Regelungen werden begrüßt, auch wenn sie als nicht vollumfänglich angesehen werden.

In Teil B wird die Rolle der Stimmrechtsberater als Unterstützer einer informierten Stimmabgabe in der deutschen Corporate Governance gewürdigt. Der gestiegene Einfluss der Stimmrechtsberater durch den verstärkten Rückgriff institutioneller Investoren auf deren Dienstleistungen führte zu einer öffentlichen Diskussion der Rolle der Stimmrechtsberater. Einerseits unterstützt die Inanspruchnahme der Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern institutionelle Investoren bei der Erfüllung ihrer treuhänderischen Pflichten gegenüber ihren Anlegern. Gleichermaßen sprechen aus Sicht der institutionellen Investoren Kostensenkungspotenziale,

¹⁸ Vgl. Europäische Union: Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, Brüssel 2017, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=DE> (abgerufen am 31.03.2018), hier S. 1.

eine leichtere Informationsbeschaffung und die Möglichkeit einer Koordinierung mit weiteren Investoren für die Nutzung. Auf der anderen Seite liegt zwischen den institutionellen Investoren und den Stimmrechtsberatern eine Prinzipal-Agenten-Beziehung vor, die aufgrund von Informationsasymmetrien und mangelhafter Transparenz zu Agency-Problemen führen kann. Nicht ausreichende Anreize können opportunistisches Handeln in Form fehlerhafter Abstimmungsempfehlungen aufgrund einer unzureichenden Informationsgrundlage oder mangelnder Berücksichtigung von Unternehmensspezifika begünstigen. Daneben können Interessenskonflikte durch den Einfluss Dritter oder einer gleichzeitigen Beratung der Emittenten, wie es der Marktführer Institutional Shareholder Service (ISS) anbietet, die Unabhängigkeit bei der Empfehlungserstellung einschränken. Seitens der Stimmrechtsberater wird u. a. durch die Veröffentlichung von Richtlinien als Grundlage der Abstimmungsempfehlung sowie die Betonung der Einzelfallbetrachtung diesen Gefahren entgegengewirkt. Dennoch bleibt die Forderung einer weiteren Regulierung des Markts für Stimmrechtsberatung bestehen. Die Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie auf EU-Ebene verfolgen durch Offenlegungspflichten und die Entwicklung eines Verhaltenskodex insbesondere die Sicherstellung der Richtigkeit der Empfehlungen und eine erhöhte Transparenz. Eine weitere Regulierung wird als nicht sinnvoll erachtet.

Teil C führt am Beispiel der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats einen Vergleich der Richtlinien von Stimmrechtsberatern mit dem für gute Unternehmensführung entwickelten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) durch. Der Ausgangspunkt dazu ist der Vorwurf, international agierende Stimmrechtsberater importierten ihr monistisch geprägtes Corporate-Governance-Verständnis uneingeschränkt auf das deutsche dualistische Corporate-Governance-System. Dies wird anhand einer Gegenüberstellung überprüft. Der allgemeine Vergleich des DCGK mit den Richtlinien der Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis (GL) zeigt u. a. unterschiedliche Zielsetzungen und eine präzisere Formulierung der Richtlinien der Stimmrechtsberater auf. Durch eine vage Formulierung gewähren die Regelungen des DCGK Spielraum für Anpassungen an unternehmensspezifische Gegebenheiten. Für einen konkreten Vergleich hinsichtlich der Anpassung der international agierenden Stimmrechtsberater an das deutsche Corporate-Governance-System eignen sich die Vorschriften zur Unabhängigkeit des Aufsichtsrats durch die unterschiedlichen Corporate-Governance-Systeme und die Besonderheiten der in Deutschland gesetzlich festgelegten Mitbestimmung besonders. Dabei können die allgemeinen Unterschiede dahingehend bestätigt werden, dass die Stimmrechtsberater präzisere und dadurch strengere Vorschriften zur Unabhängigkeit formulieren. Der Vergleich der tatsächlichen Empfehlungen der Stimmrechtsberater mit eigens für diese Untersuchung entwickelten Empfehlungen zeigt, dass die Stimmrechtsberater nicht grundsätzlich den Empfehlungen, die sich aus den Richtlinien ergeben, folgen. Dazu werden auf Basis der Richtlinien der Stimmrechtsberater sowie des DCGK eigene Empfehlungen zu den Tagesordnungspunkten zur Wahl der Aufsichtsratskandidaten der Hauptversammlungssaison 2015, die aufgrund von mindestens einer negativen Empfehlung eines Stimmrechtsberaters ausgewählt wurden, entwickelt und mit der tatsächlichen Empfehlung verglichen. Die Verwendung eines „one-size-fits-all“-Ansatzes kann anhand der resultierenden Erkenntnisse nicht bestätigt werden.

Abschließend untersucht Teil D den Einfluss negativer Empfehlungen international und national agierender Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsergebnis von deutschen Hauptversammlungen empirisch. Daneben werden vor dem Hintergrund einer möglichen Übertragung des monistischen Corporate-Governance-Verständnisses der international agierenden Stimmrechtsberater ISS und GL weitere Determinanten des Einflusses betrachtet. Innerhalb der Diskussionen um eine verstärkte Regulierung des Markts für Stimmrechtsberater wurde eine mangelnde Informationsgrundlage hinsichtlich des tatsächlichen Einflusses der Stimmrechtsberater aufgezeigt. Hier knüpft dieser Beitrag an. Es kann gezeigt werden, dass Stimmrechtsberater zwischen 2013 und 2015 rund zwei Drittel der CDAX gelisteten Unternehmen mit einer gesamten Marktkapitalisierung von 99,5% des CDAX abdecken. Die Anzahl der negativen Empfehlungen unterscheidet sich zwischen den Stimmrechtsberatern, wobei der nationale Stimmrechtsberater Internet Voting Execution (IVOX)¹⁹ am häufigsten negative Empfehlungen ausspricht, die vor allem die Kategorien Entlastung und Wahl des Aufsichtsrats betreffen. Negative Empfehlungen aller betrachteten Stimmrechtsberater gehen signifikant mit einem niedrigeren Abstimmungsergebnis auf der Hauptversammlung einher, wobei der Einfluss von ISS mit 11,6% am größten ist. Der Einfluss negativer Empfehlungen hängt dabei von der Eigentümerstruktur ab, da ein höherer Streubesitz ihn verstärkt. Gleichzeitig kann die Herkunft der Aktionäre nicht als Determinante des Einflusses nachgewiesen werden. Die Ergebnisse der Untersuchung bieten keine Anhaltspunkte dafür, dass über international agierende Stimmrechtsberater ein monistisches Corporate-Governance-Verständnis auf Deutschland übertragen wird.

Der letzte Teil dieser Arbeit fasst die wesentlichen Ergebnisse zusammen.

¹⁹ IVOX wurde im Juni 2015 von Glass Lewis übernommen und operiert seitdem unter dem Namen IVOX Glass Lewis. Innerhalb dieser Arbeit wird abhängig vom jeweiligen zeitlichen Bezug daher von IVOX (vor der Übernahme) und von IVOX Glass Lewis (nach der Übernahme) gesprochen.



Teil A

Die Rolle institutioneller Investoren in der deutschen Corporate Governance unter besonderer Berücksichtigung der Aktionärs-rechterichtlinie der Europäischen Union

Vanda Heinen, M.Sc.

Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Jakob-Welder-Weg 9

55128 Mainz

I. Problemstellung

„Institutionelle Anleger sind für die Unternehmen von besonderer Bedeutung. Von ihnen wird erwartet, dass sie ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben.“ (Präambel Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)). Die Neuaufnahme dieser direkten Ansprache institutioneller Investoren in die aktuelle Fassung des DCGK im Jahr 2017 zeigt die Aktualität der Diskussion um die Rolle institutioneller Investoren und ihrer Bedeutung für die deutsche Corporate Governance. Auch die Aufarbeitung der Finanz- und Weltwirtschaftskrise identifizierte institutionelle Investoren als einen wichtigen Mechanismus effektiver Corporate Governance eines Unternehmens.²⁰ Dieser hat in der Krise nur begrenzt gewirkt, da institutionelle Investoren in der Vergangenheit ihre Überwachungs- und Einflussmöglichkeiten nur eingeschränkt wahrgenommen haben.²¹

Der Anteilsbesitz institutioneller Investoren ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen.²² In Deutschland hielten sie zuletzt 60% aller Unternehmensanteile des DAX 30.²³ Als wichtigste Gruppe der Kapitalgeber kommt ihnen daher zur Sicherstellung einer effektiven Corporate Governance eine besondere Rolle zu.²⁴

Obwohl institutionelle Investoren sich meist darüber bewusst sind, dass durch die Mechanismen des Kapitalmarkts oftmals keine ausreichende Überwachung der Unternehmensleitung sichergestellt ist, ist ihre Motivation der Einflussnahme insbesondere bei kleinem Anteilsbesitz gering.²⁵ Dem Aufwand einer informierten Stimmabgabe in Form von hohen Kosten der Informationsbeschaffung und der Logistik steht ein nur anteiliger Nutzen der dadurch möglicherweise generierten Unternehmenswertsteigerung in Höhe des Anteilsbesitzes gegenüber.²⁶

Dieser rationalen Apathie soll entgegengewirkt werden, da das derzeitige Überwachungsverhalten und Engagement von Anlegern und Vermögensverwaltern als zu gering angesehen

²⁰ Vgl. *Mallin, Chris*: Institutional investors: the vote as a tool of governance, in: *J. Manag. Gov.*, 16. Jg. (2012), S. 177–196, hier S. 178.

²¹ Vgl. *Drobetz, Wolfgang/Schillhofer, Andreas/Zimmermann, Hein*: Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, in: *EFM*, 10. Jg. (2004), S. 267–293, hier S. 291.

²² Vgl. *Bew, Robyn/Fields, Richard*: Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers, IIRC Institute, New York 2012, abrufbar unter https://irrinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/Voting_Decisions_at-US_Mutual_Funds1.pdf (abgerufen am 03.04.2018), hier S. 4; OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 9.

²³ Vgl. Ipreo Ltd/DIRK e.V.: Investoren der Deutschland AG 4.0 – Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX, 2017, abrufbar unter https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170612_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0_DAX-Studie-2016-Ipreo_DIRK.pdf (abgerufen am 03.04.2018), hier S. 7.

²⁴ Vgl. OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 21.

²⁵ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: *ZGR*, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 707, 713 f.

²⁶ Vgl. Europäische Kommission: Grünbuch – Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, Brüssel 2010, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_de.pdf (abgerufen am 03.04.2018), hier S. 9.

wird.²⁷ Nicht zuletzt aus diesem Grund beschäftigte sich die Europäische Kommission mit der Entwicklung einer Mitwirkungspolitik von institutionellen Investoren.²⁸ Seit 2014 wurde ein Änderungsvorschlag zur Aktionärsrechterichtlinie „im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre“²⁹ diskutiert. Dieser ist 2017 verabschiedet worden und muss innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht umgewandelt werden. Aus deutscher Sicht sind die darin enthaltenen Regelungen mit der derzeitigen Gesetzesgrundlage zum Teil bereits abgedeckt, die Implementierung der neuen Regelungen stellt jedoch aufgrund rechtlicher Hindernisse eine gewisse Herausforderung dar.

Aus diesem Grund liegt das Ziel des vorliegenden Beitrags in der kritischen Würdigung der Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren vor dem Hintergrund der Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie. Dazu werden in Kapitel II institutionelle Investoren zunächst vorgestellt und deren Rolle in der Corporate Governance aufgezeigt. Das dritte Kapitel zeigt die Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren auf die Unternehmensleitung und stellt dem Nutzen der Einflussnahme die resultierenden Kosten gegenüber. Zur Abschwächung dieser wird eine mögliche Koordinierung institutioneller Investoren diskutiert. Kapitel IV überträgt die zuvor gewonnenen Ergebnisse auf die Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie. Die wesentlichen Inhalte der Änderungen der Aktionärsrechterichtlinie werden vorgestellt und vor dem Hintergrund der erarbeiteten Einflussmöglichkeiten, der deutschen Gesetzgebung sowie der damit einhergehenden Hindernisse gewürdigt. Im letzten Kapitel werden die wesentlichen Ergebnisse des Beitrags thesenförmig zusammengefasst.

II. Institutionelle Investoren in der Corporate Governance vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Theorie

1. Bedeutung institutioneller Anleger als Anteilseigner deutscher Unternehmen

a) Definition institutioneller Investoren

Institutionelle Investoren werden von Privatanlegern mit der Verwaltung ihres Vermögens zur Erreichung einer maximalen Rentabilität bei einem kalkulierbaren Risiko und einer festgelegten Fälligkeit beauftragt.³⁰ Sie sammeln das ihnen anvertraute Kapital und legen es in eigenem Namen, aber auf Rechnung der privaten Anleger am Kapitalmarkt an.³¹ Wegen ihrer Stellung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer werden institutionelle Investoren auch als Finanzintermediäre bezeichnet.³² Durch die Bündelung der Anlagen sind sie im Vergleich zu privaten

²⁷ Vgl. Europäische Union: Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, Brüssel 2017, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=DE> (abgerufen am 31.03.2018), hier S. 1.

²⁸ Vgl. ebenda.

²⁹ Ebenda.

³⁰ Vgl. Davis, E. Philip/Steil, Benn: *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 2001, hier S. 12.

³¹ Vgl. OECD: *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 9.

³² Vgl. Blommestein, Hans J.: *The impact of institutional investors on OECD financial markets*, in: *Financial Market Trends*, 68. Jg. (1997), S. 15–54, hier S. 24.

Investoren in der Höhe ihrer Investition weniger beschränkt, sodass sie Skaleneffekte nutzen können.³³ Das Risiko des Investments kann durch ein breit diversifiziertes Portfolio, das von vielen institutionellen Investoren verfolgt wird, verringert werden.³⁴ Auch eine höhere finanzwirtschaftliche Expertise und eine umfangreichere Marktkennntnis bevorteilt institutionelle Investoren gegenüber privaten Anlegern bei Investitionsentscheidungen.³⁵

Aufgrund von Abgrenzungsschwierigkeiten existiert bisher keine einheitliche Definition institutioneller Investoren.³⁶ In der Literatur ist allen Beschreibungen institutioneller Investoren gemein, dass es sich bei ihnen im Gegensatz zu privaten Investoren nicht um natürliche, sondern um juristische Personen handelt.³⁷ Gleichzeitig wird von einer professionellen Vermögensverwaltung ausgegangen und die Uneigennützigkeit des Investments unterstellt.³⁸

Eine Vielzahl an unterschiedlichen Ausprägungen institutioneller Investoren begründet engere und breitere Definitionen.³⁹ Zur Vereinfachung erfolgt in der Literatur die Definition institutioneller Investoren häufig anhand einer Aufzählung unterschiedlicher Institutionen.⁴⁰ Die Europäische Kommission versteht unter institutionellen Investoren Lebensversicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung,⁴¹ die OECD unterteilt institutionelle Investoren in Investmentgesellschaften, Versicherungen, Pensionsfonds und andere Formen institutionellen Sparens.⁴² Eine in weiteren Studien häufig verwendete Kategorisierung ist die der Thomson Financial Ownership Database (ehemals CDA/Spectrum), die institutionelle Investoren in Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften, unabhängige Investment Advisor und Sonstige (Stiftungen, Pensionsfonds) aufteilt.⁴³

³³ Vgl. *Davis, E. Philip/Steil, Benn*: Institutional Investors, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 2001, hier S. 12 f.

³⁴ Vgl. OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 9.

³⁵ Vgl. *Davis, E. Philip/Steil, Benn*: Institutional Investors, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 2001, hier S. 13.

³⁶ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: ZGR, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 704 f.

³⁷ Vgl. *Çelik Serdar/Isaksson, Mats*: Institutional investors and ownership engagement, in: OECD Journal: Financial Market Trends, 2. Jg. (2014), S. 93–114, hier S. 95 f.

³⁸ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: ZGR, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 705.

³⁹ Vgl. *Bassen, Alexander*: Institutionelle Investoren und Corporate Governance, Wiesbaden 2002, hier S. 14–16.

⁴⁰ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: ZGR, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 705.

⁴¹ Vgl. Europäische Union: Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, Brüssel 2017, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=DE> (abgerufen am 31.03.2018), hier S. 12.

⁴² Vgl. OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 26; *Gonnard, Eric/Kim, Eun Jung/Ynesta, Isabelle*: Recent trends in institutional investors statistics, in: OECD Journal: Financial Market Trends, 2. Jg. (2008), S. 1–22, hier S. 2.

⁴³ Vgl. *Dietrich, Christian*: Corporate Governance aus der Sicht institutioneller Growth- und Value-Investoren, Wiesbaden 2014, hier S. 43; als Beispiele: *Parrino, Robert/Sias, Richard/Starks, Laura*: Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover, in: JFE, 68. Jg. (2003), S. 3–46, hier, S. 12 oder *Chen, Xia/Harford, Jarrad/Li, Kai*: Monitoring: Which institutions matter?, in: JFE, 86. Jg. (2007), S. 279–305, hier S. 286.

Grundsätzlich ist eine Unterscheidung in „traditionelle“ institutionelle Investoren wie z. B. Investmentfonds, Banken, Versicherungen oder Pensionsfonds und „moderne“ institutionelle Investoren wie bspw. Private-Equity-Gesellschaften⁴⁴ oder Hedge-Fonds⁴⁵ möglich.⁴⁶ Traditionelle institutionelle Investoren sind in der Regel langfristig orientiert, wohingegen der Anlagehorizont von Private-Equity-Fonds eher mittelfristig ist und Hedge-Fonds tendenziell eine kürzere Anlagestrategie verfolgen.⁴⁷ Private Equity-Fonds bezwecken einen Kauf unterdurchschnittlich bewerteter oder performender Unternehmen mit dem Ziel, diese wieder gewinnbringend zu verkaufen.⁴⁸ Sie investieren meist in nicht börsennotierte Unternehmen und bringen neben Eigenkapital oft auch Beratungsunterstützung ein.⁴⁹ Hedge-Fonds nehmen kurzfristig hohe Risiken in Kauf, um die Chance auf hohe Renditen nutzen zu können.⁵⁰ Beide Gruppen konzentrieren sich auf eine kleine Anzahl von Unternehmen und sind an einer größeren Beteiligung bzw. am gesamten Unternehmen interessiert. Traditionelle institutionelle Investoren hingegen beinhalten in ihrem Portfolio teilweise über tausend Unternehmen.⁵¹ Dabei ist der von ihnen gehaltene Anteil an einem einzelnen Unternehmen im Vergleich zu seinem gesamten Aktienumlauf und in Relation zum Anteilsbesitz moderner institutioneller Investoren gering.⁵² Im Vergleich zum durchschnittlichen Aktienbesitz privater Anleger sind die Anteile dennoch deutlich höher.⁵³

Da der Aktivitätsgrad zwischen den verschiedenen Typen institutioneller Investoren variieren kann, lassen sich Investoren hinsichtlich ihres Engagements in aktive und passive Investoren

⁴⁴ Siehe zur Definition von Private-Equity-Fonds *Cumming, Douglas*: Private Equity – Fund Types, Risks and Returns, Hoboken 2010, hier S. 54–60.

⁴⁵ Siehe zur Definition von Hedge-Fonds *Prokop, Jörg*: Aktive Finanzinvestoren: Ein Einblick in Formen und Motive des Anteilseigneraktivismus am Beispiel der Hedge Fonds, in: *Finanz-Betrieb*, 10. Jg. (2008), S. 169–175, hier S. 171.

⁴⁶ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: *ZGR*, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 706; *Prokop, Jörg*: Aktive Finanzinvestoren: Ein Einblick in Formen und Motive des Anteilseigneraktivismus am Beispiel der Hedge Fonds, in: *Finanz-Betrieb*, 10. Jg. (2008), S. 169–175, hier S. 170; siehe zur Definition von Investment- und Pensionsfonds *Davis, E. Philip/Steil, Benn*: *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 2001, hier S. 15–17.

⁴⁷ Vgl. *Schmolke, Klaus U.*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, in: *ZGR*, 36. Jg. (2007), S. 701–744, hier S. 712; *Strenger, Christian*: Aktionärsrechte und –pflichten: Die Sicht des institutionellen Investors (redigierte Vortragsfassung), Berlin 2006, abrufbar unter <http://www.capital-governance-advisory.com/060517HumboldtUniAktionaersrechteundPflichten.pdf.pdf> (abgerufen am 08.06.2018), hier S. 4 f.

⁴⁸ Vgl. *Strenger, Christian*: Aktionärsrechte und –pflichten: Die Sicht des institutionellen Investors (redigierte Vortragsfassung), Berlin 2006, abrufbar unter <http://www.capital-governance-advisory.com/060517HumboldtUniAktionaersrechteundPflichten.pdf.pdf> (abgerufen am 08.06.2018), hier S. 5.

⁴⁹ Vgl. *Prokop, Jörg*: Aktive Finanzinvestoren: Ein Einblick in Formen und Motive des Anteilseigneraktivismus am Beispiel der Hedge Fonds, in: *Finanz-Betrieb*, 10. Jg. (2008), S. 169–175, hier S. 170.

⁵⁰ Vgl. *Davis, E. Philip/Steil, Benn*: *Institutional investors*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 2001, hier S. 18.

⁵¹ Vgl. OECD: *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Paris 2011, abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (abgerufen am 21.03.2018), hier S. 9.

⁵² Vgl. ebenda; *Schneider, Uwe H.*: Abgestimmtes Verhalten durch Institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?, in: *ZGR*, 41. Jg. (2012), S. 518–534, hier S. 521 f.

⁵³ Vgl. Ernst & Young: *Wem gehört der Dax? Analyse der Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen 2014, 2015*, abrufbar unter [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Wem-gehoert-der-DAX-2015/\\$FILE/EY-Wem-gehoert-der-DAX-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Wem-gehoert-der-DAX-2015/$FILE/EY-Wem-gehoert-der-DAX-2015.pdf) (abgerufen am 17.12.17), hier S. 14.