



RA Dr. Jan Dörrwächter, Frankfurt a.M.\*

## Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit

*Stimmrechtsberater gewinnen auch in Deutschland immer mehr an Einfluss, nicht zuletzt bei der Abstimmung der Hauptversammlung über das Vergütungssystem für den Vorstand. Der Beitrag geht auf den gewachsenen Einfluss von Stimmrechtsberatern sowie auf Problemstellungen und Lösungsansätze in diesem Zusammenhang ein. Vor allem widmet er sich der parallelen Beratung zur Vorstandsvergütung und Corporate Governance durch den größten Stimmrechtsberater ISS und der Frage, ob dieser als unabhängig angesehen werden kann. Im Ergebnis wird eine Unabhängigkeit von ISS als Berater sowohl im Sinne der Rechtsprechung zur Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats als auch im Sinne des Deutschen Corporate Governance Kodex verneint.*

### I. Einführung

Nicht nur in der öffentlichen Diskussion, sondern auch auf den Hauptversammlungen der Unternehmen erfährt das Thema Vorstandsvergütung weiterhin große Aufmerksamkeit. Im Rahmen der Abstimmung der Hauptversammlung über die Billigung des Vergütungssystems gem. § 120 Abs. 4 AktG, dem sog. *Say on Pay*, hat die Bedeutung der Stimmrechtsberater, der sog. Proxy Advisors oder Proxies, zuletzt erheblich zugenommen.

Der Markt für Stimmrechtsberatung wird von nur zwei Unternehmen beherrscht: Unangefochtener Marktführer ist Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) mit einem geschätzten Marktanteil von 70 %, <sup>1</sup> der einzige ernstzunehmende Wettbewerber ist Glass Lewis. <sup>2</sup> Gemeinsam kommen beide Unternehmen auf einen Marktanteil von

über 90 %, in den USA sind es sogar 97 %. <sup>3</sup> ISS ist nach eigenen Angaben der weltweit führende Anbieter von Corporate Governance sowie Responsible Investment Lösungen für institutionelle Investoren und Anbieter von Investitionsdienstleistungen. Ein Kernelement der von ISS angebotenen kommerziellen Dienstleistungen ist die Entwicklung bzw. Zurverfügungstellung von Proxy Voting Policies, also Richtlinien zum Abstimmungsverhalten auf Hauptversammlungen, für institutionelle Investoren sowie in diesem Zusammenhang die Herausgabe von Abstimmungsempfehlungen zu den Tagesordnungspunkten der Hauptversammlung. <sup>4</sup>

In der aktuellen Hauptversammlungssaison ist vor allem der Einfluss von ISS so deutlich wie nie zuvor geworden: Nicht nur in Deutschland, sondern auch in der Schweiz und anderen europäischen Ländern wurden nicht zuletzt aufgrund der Empfehlungen von Stimmrechtsberatern und hier maßgeblich von ISS den Aktionären zur Abstimmung vorgelegte Vergütungssysteme abgelehnt. In Deutschland betraf dies etwa die Münchner Rück AG sowie die Merck KGaA.

Die Rolle gewerblicher Stimmrechtsberater im Vorfeld von und bei Abstimmungen in Hauptversammlungen ist schon Gegenstand kritischer Betrachtung geworden. Nach einer Zusammenfassung der in dieser Hinsicht vorgebrachten Bedenken konzentriert sich der vorliegende Beitrag auf einen besonderen Aspekt: der parallelen Beratung zur Stimmrechtsausübung und zur Vergütung des Vorstands. Vor allem ISS bietet nämlich über seine Tochter ISS Corporate Solutions (ICS) neben der Stimmrechtsberatung auch Beratungsleistungen zur Vorstandsvergütung an. Damit berät ISS Unternehmen zu einem Thema, zu dem es – wenn es im Rahmen des *Say on Pay* auf der

\* Der Autor ist Rechtsanwalt und Senior Partner der Unternehmensberatung hkp group. Er ist Lehrbeauftragter an der Hochschule Niederrhein.

1 S. Neue Züricher Zeitung am Sonntag vom 30.4.2017 „Aktionäre proben den Aufstand“. *Fleischer*, AG 2012, 2 (3), gab 2012 (unter Verweis auf *Belinfanti*, Caymen Financial Review July 28, 2010) den Marktanteil von ISS mit 61 % an.

2 *Fleischer*, AG 2012, 2 (3), geht von 36 % aus. S. zu den Marktanteilen auch *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149 ff.

3 *Kalss*, EuZW 2014, 441.

4 Quelle: Website von ISS [www.issgovernance.com](http://www.issgovernance.com); näher zum Dienstleistungsangebot und zur Tätigkeit von ISS auch *Uwe H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88 (89 f.); allg. *Vaupel*, AG 2011, 63 (64).

Hauptversammlung zur Abstimmung steht – selbst eine Abstimmungsempfehlung gibt. In dieser Konstellation erscheint zweifelhaft, ob es sich bei ICS um einen unabhängigen Vergütungsberater im Sinne von Ziff. 4.2.2 Abs. 3 des Deutschen Corporate Governance Kodexes bzw. um einen unabhängigen Berufsträger im Sinne der Rechtsprechung des BGH zur Sorgfaltspflicht und zur Haftung des Aufsichtsrats handelt. Der vorliegende Beitrag untersucht daher die Unabhängigkeit von ICS aufgrund möglicher Interessenkonflikte und geht auf potentielle Folgen einer fehlenden Unabhängigkeit ein.

## II. Der Einfluss von Stimmrechtsberatern

Gemäß § 118 Abs. 1 Satz 1 AktG üben die Aktionäre ihre Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft in der Hauptversammlung aus, soweit das Gesetz nichts anderes bestimmt.<sup>5</sup> Anders als für die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrates nach § 118 Abs. 3 AktG besteht für die Aktionäre allerdings keine Teilnahmepflicht und auch keine Pflicht, ihr Stimmrecht wahrzunehmen. Andererseits schreiben immer mehr Länder institutionellen Anlegern vor, ihr Stimmrecht auszuüben.<sup>6</sup> Insbesondere kleineren und mittelgroßen Fonds- und Vermögensverwaltern fehlen jedoch die Zeit und die Ressourcen, etwa die Vergütungsberichte der Unternehmen zu analysieren, um hierauf ihr Votum zum Vergütungssystem zu stützen.<sup>7</sup> Angelsächsische professionelle Anleger verlassen sich daher im Wesentlichen auf die Empfehlungen von ISS sowie Glass Lewis.<sup>8</sup>

Der Einfluss von Glass Lewis auf Hauptversammlungen wird auf 5–10 % der Stimmen geschätzt,<sup>9</sup> der von ISS sogar auf bis zu 30 %.<sup>10</sup> Bereits vor Jahren wurde angenommen, dass 80 % der ausländischen Aktionäre den Empfehlungen von ISS folgen,<sup>11</sup> wodurch diese Empfehlungen

wegen der erheblichen Anteile vor allem angelsächsischer Investoren an deutschen (und auch schweizerischen) Unternehmen sowie einer in der Regel deutlich unter 100 % liegenden Hauptversammlungspräsenz oft den entscheidenden Ausschlag geben dürften. Aufgrund seines hohen Marktanteils in der Stimmrechtsberatung kontrolliert ISS über seine Abstimmungsempfehlungen faktisch in einem erheblichen Maße das Stimmverhalten auf den Aktionärs-treffen europäischer Unternehmen.<sup>12</sup> Inzwischen dürfte als gesichert gelten, dass ISS über seine faktische Stimm-macht das Abstimmungsergebnis bei umstrittenen Tages-ordnungspunkten beeinflussen kann und in vielen Fällen auch tatsächlich beeinflusst.<sup>13</sup> Dies gilt auch für die Billigung des Vergütungssystems für den Vorstand gem. § 120 Abs. 4 Satz 1 AktG, bei der es auf vielen Hauptversamm-lungen zunehmend zu knappen Zustimmungen oder sogar Ablehnungen kommt. Zwar begründet ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss gem. § 120 Abs. 4 Satz 2 AktG weder Rechte noch Pflichten, jedoch entfaltet er eine starke faktische Wirkung, weil sich kaum ein Auf-sichtsrat einer Publikums-gesellschaft leisten kann, ein ne-gatives Votum der Aktionäre zum Vergütungssystem zu ignorieren.<sup>14</sup> Die Bedeutung eines ablehnenden Beschlus-ses der Hauptversammlung liegt also ähnlich wie bei einer Entlastungsverweigerung in der negativen Öffent-lichkeitswirkung.<sup>15</sup> Gerade im Bereich der Vorstandsvergü-tung setzen ISS und Glass Lewis zunehmend den Hebel an und haben hierbei ein ausgeprägtes Selbstbewusstsein entwickelt.<sup>16</sup>

Über die von ihnen entwickelten Stimmrechts-Richtlinien haben vor allem die beiden großen Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis einen maßgeblichen Einfluss auf die Corporate Governance etwa deutscher und schweizerischer börsennotierter Unternehmen. Bereits 2007 wurde angenommen, dass den von ISS gesetzten Standards die gleiche Bedeutung zukommt wie den Empfehlungen des DCGK.<sup>17</sup>

5 Wobei trotz des Wortlauts von § 118 Abs. 1 Satz 1 AktG nicht alle Aktionärsrechte auf der Hauptversammlung auszuüben sind, sondern nur die sog. versammlungsgebundenen Rechte. Zu den sog. nicht versammlungsgebundenen Rechten, die außerhalb der Hauptversammlung ausgeübt werden, zählen vor allem, aber nicht nur, sämtliche Vermögensrechte der Aktionäre, s. dazu näher *Hoffmann* in Spindler/Stilz, 3. Aufl. 2015, § 118 AktG Rz. 7 ff.

6 So verpflichtet etwa Frankreich bereits seit 2005 im *Code Monétaire et Financier* Investmentfonds zur Stimmrechtsausübung; In der Schweiz sind nach der sog. Minder-Initiative Pensionskassen seit 2014 verpflichtet, bei bestimmten Tagesordnungspunkten abzustimmen, etwa bei der Vergütung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat. In den USA müssen Investment-Fonds nach dem *Investment Companies Act* seit 2003 ihr Stimmverhalten und ihre Stimmrechts-politik offenlegen. S. dazu näher *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149 (151 m.w.N.).

7 *Vaupel*, AG 2011, 63; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543; s. dazu auch *Fleischer*, AG 2012, 2 f.

8 Vgl. schon *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (169 f.). Daneben gibt es eine Reihe kleinerer Stimmrechtsberater wie z.B. SWIPRA und Ethos in der Schweiz.

9 *Osman*, „Ohrfeige des Aktionärsberaters“, Handelsblatt v. 2.5.2017.

10 S. die Nachweise bei *Fleischer*, AG 2012, 2 (7). Nach einer Analyse der Abstimmungsergebnisse der Generalversammlungssaison 2016 in der Schweiz durch SWIPRA sollen Stimmrechtsberater insgesamt einen Stimmenanteil von bis zu 30 % beeinflussen, s. [http://swipra.ch/wp-content/uploads/SWIPRA-Analysis-AGMs2016\\_newsletter.pdf](http://swipra.ch/wp-content/uploads/SWIPRA-Analysis-AGMs2016_newsletter.pdf), dazu *Zuckschwerdt*, „Stimmrechtsberater gewinnen an Einfluss“, Die Volkswirtschaft v. 22.9.2016.

11 *Vaupel*, AG 2011, 63 (64), sowie *Fleischer*, AG 2012, 2 (3), jeweils

unter Verweis auf *Döring*, Börsenzeitung v. 10.3.2007 S. 8, sowie (*Fleischer*) auf eine Studie der OECD; s. ferner weitere Belege bei *Vaupel*, AG 2011, 63 (64 Fn. 14).

12 Weitsichtig bereits *Uwe H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88 (89); *Bachmann*, WM 2011, 1301 (1307) vergleicht die Marktmacht der Stimmrechtsberater mit derjenigen der Ratingagenturen und nimmt an, dass aufgrund dieser Marktmacht „vom Wettbewerb kein heilsamer Regulierungsdruck ausgeht“.

13 Zurückhaltend noch *Fleischer*, AG 2012, 2 (3 f.); kritisch auch *Zetz-schel/Preiner*, AG 2014, 685 (695 f.) m.w.N.

14 S. etwa *Milbert* in *Großkomm/AktG*, 5. Aufl. 2017, § 120 AktG Rz. 176; dies entspricht auch der ausdrücklichen Zielsetzung des Gesetzgebers, s. BT-Drucks. 16/13433, 12; vgl. ferner *Fleischer/Bedkowski*, AG 2009, 677 (686).

15 *Kubis* in *MünchKomm/AktG*, 3. Aufl. 2013, § 120 AktG Rz. 47.

16 S. das Zitat eines Vertreters von ISS bei *Hesse* „Zoff in der Wohl-fühllose“ in *Der Spiegel* v. 30.4.2017, „Wir können fast keinem Ver-gütungssystem eines deutschen Konzerns uneingeschränkt zustim-men“; hiernach soll ISS bei zwei Dritteln der bisher analysierten Unternehmen eine Ablehnung des Vergütungssystems empfehlen.

17 *Uwe H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88 (89).

### III. Die Beurteilung der Tätigkeit von Stimmrechtsberatern

#### 1. Probleme bei der Tätigkeit von Stimmrechtsberatern

In der Vergangenheit sind bereits zahlreiche rechtliche Probleme im Zusammenhang mit der Tätigkeit von Stimmrechtsberatern thematisiert worden. So wird zunächst die Entkoppelung von Investition bzw. Kapitalanlage einerseits und Stimmrechtsausübung andererseits moniert. Denn Stimmrechtsberater üben zumindest *de facto* Stimmrechte aus, ohne – mangels Eigentum – einem wirtschaftlichen Risiko ausgesetzt zu sein.<sup>18</sup> Auch sind sie keinerlei treuhänderischen Pflichten gegenüber dem emittierenden Unternehmen oder dessen Aktionären unterworfen, so dass eine Haftung diesen gegenüber für Abstimmungsempfehlungen kaum in Betracht kommen dürfte.<sup>19</sup> Des Weiteren werden die schematische, besondere lokale Anforderungen sowie die Besonderheiten einer Branche oder gar eines einzelnen Unternehmens außer Acht lassende Vorgehensweise der großen Proxy Advisors, die Intransparenz bezüglich der Entstehung ihrer Abstimmungspolicies sowie auch eine unzureichende Qualität ihrer Analysen und Stimmrechtsempfehlungen beklagt;<sup>20</sup> Letzteres nimmt angesichts von ca. 12.000 Unternehmen, welche ISS nach eigenen Angaben analysiert, und der damit verbundenen Schwierigkeit, ausreichend geeignete Ressourcen in einem saisonal geprägten Geschäft zu finden, nicht Wunder. Ferner wird überlegt, ob die Abstimmung von Aktionären aufgrund der Stimmrechtsempfehlung eines Stimmrechtsberaters als „abgestimmtes Verhalten“ i.S.v. § 22 Abs. 2 WpHG mit der Folge der Zurechnung von Stimmrechten qualifiziert werden kann.<sup>21</sup>

Schließlich werden Interessenkonflikte gesehen, wenn ein Stimmrechtsberater neben dieser Dienstleistung auch Beratungsleistungen bei der Gestaltung von Vergütungssystemen anbietet, wie vor allem ISS es über seine Beratungstochter ICS tut.<sup>22</sup> Daher werden Zweifel an der Unabhängigkeit der Abstimmungsempfehlungen von Stimmrechtsberatern mit Bezug auf Vergütungssysteme geäußert, an deren Konzeption sie – ggf. über eine Tochtergesellschaft – selbst mitgewirkt haben. Hier sei fraglich, ob vom Stimmrechtsberater eine unabhängige Ab-

stimmungsempfehlung erwartet werden könne oder er nicht eher geneigt sei, in jedem Falle eine positive Empfehlung abzugeben, um sein Beratungsgeschäft nicht zu gefährden.<sup>23</sup> Zu diesen Zweifeln tragen Berichte über bedenkliche Geschäftspraktiken bei.<sup>24</sup>

#### 2. Lösungsansätze

Es gibt zahlreiche Ansätze aus der Wissenschaft wie von Seiten der Gesetzgebungs- bzw. Aufsichtsorgane, den beschriebenen Problemen im Zusammenhang mit gewerblichen Stimmrechtsberatern zu begegnen. Von den Versuchen zur „Einhegung“ der Stimmrechtsberater seien hier nur einige erwähnt. Neben der Forderung nach einem Verhaltenskodex<sup>25</sup> wird vor allem – oft unter Verweis auf die Parallelität zur Situation bei den Ratingagenturen – eine Regulierung der Tätigkeit von Stimmrechtsberatern erwogen,<sup>26</sup> wobei hinsichtlich Intensität und Inhalt ein breites Spektrum besteht. Dabei werden u.a. Offenlegungspflichten der Stimmrechtsberater zu ihrer Methodik, zu ihrer Stimmrechtspolitik (*voting policies*) sowie zu möglichen Interessenkonflikten diskutiert.<sup>27</sup> Mit Blick auf die beschriebenen Interessenkonflikte wird zudem ein Verbot der gleichzeitigen Beratung von Investoren zur Stimmrechtsausübung sowie von Unternehmen in Fragen der Corporate Governance vorgeschlagen.<sup>28</sup>

Die am 14.3.2017 durch das Europäische Parlament verabschiedete sog. Aktionärsrechterichtlinie,<sup>29</sup> welcher der Rat der EU am 3.4.2017 formell zugestimmt hat,<sup>30</sup> greift

18 S. Kalss, EuZW 2014, 441; Fleischer, AG 2012, 2 (4); Fleischer, ZGR 2011, 155 (171 f.).

19 S. BGH v. 20.3.1995 – II ZR 205/94, AG 1995, 368 (371) zum Stimmrechtsvertreter nach § 135 AktG; dies muss dann erst recht für den bloßen Stimmrechtsberater gelten; dazu näher Vaupel, AG 2011, 63 (65 ff.), der unter bestimmten Voraussetzungen jedoch eine Schadensersatzpflicht aufgrund der Schutzwirkung des Vertrages zwischen Investor und Stimmrechtsberater sowie nach deliktischen Grundsätzen für möglich hält; s. ferner Zetsche/Preiner, AG 2014, 685 (689).

20 Zetsche/Preiner, AG 2014, 685 (690); Fleischer, AG 2012, 2 (4 f.); Plagemann/Rahlmeyer, NZG 2015, 895 (897); Hommelhoff, ZIP 2013, 2177 (2179).

21 Vaupel, AG 2011, 63; einschränkend Kocher/Heydel, AG 2011, 543.

22 S. schon Uwe H. Schneider/Anzinger, NZG 2007, 88 (91 f., 93); ferner Plagemann/Rahlmeyer, NZG 2015, 895 (897). Fleischer, ZGR 2011, 155 (171) spricht von einem „Doppelspiel“; Hommelhoff, ZIP 2013, 2177 (2179) von einem „intellektuellen In-sich-Geschäft“.

23 S. Fleischer, AG 2012, 2 (4); Fleischer, ZGR 2011, 155 (171 m.w.N.); Klöhl/Schwarz, ZIP 2012, 149 (152 f.); weitsichtig schon Uwe H. Schneider, EuZW 2006, 289.

24 Fleischer, AG 2012, 2 (4) nimmt Bezug auf Berichte, wonach ein Stimmrechtsberater Emittenten angeblich im Voraus gegen Bezahlung über das Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren unterrichtet hat. In der schweizerischen Presse wird berichtet, dass ISS den Verwaltungsräten Unternehmen, die parallel seine Dienste zur Vergütungsberatung in Anspruch nehmen, umfangreicher Gelegenheit gibt, sich vor der Generalversammlung zu erklären. Des Weiteren wird berichtet, dass ein ISS-Berater einem unter Verweis auf eine negative Abstimmungsempfehlung von ISS nachdrücklich die Beratungsleistungen von ISS/ICS anbietet, „damit Sie auf die andere Seite kommen.“ S. Valda in Der Bund v. 28.4.2017, „CS-Boni-Pläne stammten vom US-Berater ISS“.

25 Dazu Zetsche/Preiner, AG 2014, 685; Fleischer, AG 2012, 2 (6); s. auch Klöhl/Schwarz, ZIP 2012, 149 (155).

26 Dazu Bachmann, WM 2011, 1301 (1307); Fleischer, AG 2012, 2 (7 ff.); Klöhl/Schwarz, ZIP 2012, 149 (154 ff.).

27 S. Fleischer, AG 2012, 2 (8); Center on Executive Compensation, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry – The Case for Greater Accountability and Oversight, January 2011, S. 85 f.; krit. Klöhl/Schwarz, ZIP 2012, 149 (155 f.); zur Offenlegung der Abstimmungspolitik von institutionellen Investoren s. Fleischer/Strothotte, AG 2011, 221 (228 ff.).

28 Uwe H. Schneider/Anzinger, NZG 2007, 88 (96); Center on Executive Compensation (Fn. 27), S. 85; auch Glass Lewis, die keine Corporate Governance Beratung anbieten, befürworten ein solches Verbot, s. Glass Lewis, Response to the Green Paper on the EU corporate governance framework, July 22, 2011, S. 13; abl. Klöhl/Schwarz, ZIP 2012, 149 (157); krit. auch Fleischer, AG 2012, 2 (9 f.).

29 Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, s. den Link über die Bundesrechtsanwaltskammer <http://www.brak.de/zur-rechtspolitik/newsletter/nachrichten-aus-bruessel/2017/ausgabe-07-2017-vom-06042017.news.html#hl84441>.

30 S. Pressemitteilung des Rates der EU <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/04/03-shareholder-rights-eu-companies>.

viele der beschriebenen Forderungen auf. Sie widmet sich in ihrem Art. 3j den Stimmrechtsberatern. Nach dessen Abs. 1 stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass Stimmrechtsberater öffentlich auf einen Verhaltenskodex Bezug nehmen, den sie anwenden, sowie über dessen Anwendung Bericht erstatten. Wenden Stimmrechtsberater keinen Verhaltenskodex an oder weichen sie von dessen Empfehlungen ab, müssen sie dies erklären und begründen. Art. 3j Abs. 2 verpflichtet die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass Stimmrechtsberater zur angemessenen Information ihrer Kunden über die Richtigkeit und Zuverlässigkeit ihrer Tätigkeiten bestimmte Informationen veröffentlichen, u.a. zu ihren Methoden und ihrer Stimmrechtspolitik. Art. 3j Abs. 3 schließlich sieht die Verpflichtung der Mitgliedstaaten vor, sicherzustellen, dass Stimmrechtsberater tatsächliche oder potentielle Interessenkonflikte, die die Vorbereitung der Stimmrechtsempfehlungen beeinflussen können, identifizieren und ihre Kunden und die betroffenen Unternehmen unverzüglich darüber sowie über ergriffene Gegenmaßnahmen informieren. Damit reagiert der europäische Gesetzgeber auf die besondere Gefahr von Interessenkonflikten bei Stimmrechtsberatern.

#### IV. Unabhängigkeit eines Stimmrechtsberaters als Vergütungsberater – ISS Corporate Services

Bei der Wiedergabe der im Zusammenhang mit der Tätigkeit von Stimmrechtsberatern vorgebrachten Bedenken wurden bereits die Zweifel an der Unabhängigkeit der Abstimmungsempfehlung vor allem von ISS erwähnt, wenn seine Beratungstochter ICS am Vergütungssystem mitgewirkt hat. Nicht betrachtet wurde in der Diskussion, soweit ersichtlich, bislang jedoch der umgekehrte Aspekt, nämlich ob ICS mit Blick auf die von seinem Mutterunternehmen ISS angebotene Stimmrechtsberatung als unabhängig angesehen werden kann. Zwar ist ICS nur einer von vielen Anbietern von Beratung auf dem Feld der Vorstandsvergütung, mit Blick auf seine überragende, ja beherrschende Marktstellung in der Stimmrechtsberatung sowie die beschriebenen Aktivitäten zur Gewinnung von Beratungsmandaten in der Vorstandsvergütung handelt es sich hierbei dennoch um eine auch für die Praxis sehr relevante Fragestellung. Der zweite große Stimmrechtsberater Glass Lewis betreibt hingegen keine parallele Vergütungsberatung.

Die Unabhängigkeit ist vor allem unter zwei Gesichtspunkten von Bedeutung, nämlich unter dem Aspekt einer möglichen Enthaltung des Aufsichtsrates durch die Einschaltung eines unabhängigen Experten sowie mit Blick auf die Unabhängigkeit von ICS im Sinne des DCGK.

##### 1. Unabhängigkeit des Beraters im Rahmen der Haftung des Aufsichtsrates nach §§ 116, 93 AktG

Gemäß § 116 Satz 1 AktG bestimmen sich die Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit des Aufsichtsrates nach § 93 AktG. Dessen Abs. 1 Satz 2 statuiert die sog. *Business Judgement Rule*, wonach eine Pflichtverletzung nicht vor-

liegt – und damit keine Schadensersatzpflicht nach § 93 Abs. 2 AktG eintritt – wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise davon ausgehen konnte, auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft zu handeln. Verfügt das Vorstandsmitglied nicht über die erforderliche Sachkunde, so muss es, um seiner Sorgfaltspflicht zu genügen und eine eventuelle spätere Haftung auszuschließen, den Rat eines unabhängigen, fachlich qualifizierten Berufsträgers einholen.<sup>31</sup>

Nach § 116 Satz 3 AktG haftet der Aufsichtsrat namentlich dann, wenn er eine unangemessene Vorstandsvergütung festlegt. Zwar liegt hierin nur eine Klarstellung bzw. Betonung der besonderen Verantwortung des Aufsichtsrates für die Vorstandsvergütung,<sup>32</sup> so dass auch hier die allgemeinen Grundsätze zur Enthaltungsmöglichkeit durch die Einholung fachkundigen Rats gelten.<sup>33</sup> Der Aufsichtsrat muss also auch bei Vergütungsfragen den fachkundigen Rat eines Vergütungsexperten einholen, soweit er selbst nicht über die notwendige Fachexpertise verfügt.<sup>34</sup> Allerdings tritt eine Enthaltung des Aufsichtsrates nach der zur Einholung von Rechtsrat bzw. von Rat durch einen Wirtschaftsprüfer ergangenen Rechtsprechung des BGH<sup>35</sup> nur dann ein, wenn neben der fachlichen Qualifikation auch die Unabhängigkeit des Beraters gewährleistet ist. Diese ist nur dann gegeben, wenn der Berater keinem Interessenkonflikt unterliegt.<sup>36</sup> Denn ein Interessenkonflikt, vor allem also die Beeinflussung durch sachwidrige Interessen des Beraters selbst oder eines Dritten stellt die Neutralität des Beraters, die alleinige Ausrichtung seines Mandats auf das Wohl der Gesellschaft, welchem der Aufsichtsrat ausschließlich verpflichtet ist (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG), und damit die Belastbarkeit des durch ihn erteilten Rats in Zweifel.<sup>37</sup> Ein derartiger Interessenkonflikt kann sich beispielsweise aus einer Abhängigkeit vom Vorstand

- 31 BGH v. 20.9.2011 – II ZR 234/09, AG 2011, 876 = NZG 2011, 1271; v. 14.5.2007 II ZR 48/06, AG 2007, 548 = NZG 2007, 545; zum GmbH-Geschäftsführer BGH v. 27.3.2012 – II ZR 171/10, GmbHR 2012, 746 = NZG 2012, 672; *Hopt/Roth* in *Großkomm/AktG*, 5. Aufl. 2015, § 93 AktG Rz. 109; *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, 3. Aufl. 2015, § 93 AktG Rz. 209. Weitere Erfordernisse sind daneben die umfassende Information des Beraters über den zu beurteilenden Sachverhalt sowie eine sorgfältige Plausibilitätskontrolle des erteilten Rats.
- 32 Allg. M., s. etwa *Seibert*, WM 2009, 1489 (1491); *Habersack* in *MünchKomm/AktG*, 4. Aufl. 2014, § 116 AktG Rz. 3, 42a; *Drygala* in *K. Schmidt/Lutter*, 3. Aufl. 2015, § 116 AktG Rz. 61.
- 33 Dazu ausführlich *Gaull/Janz*, NZA 2009, 809 (814).
- 34 S. *Fuhrmann* in *Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann*, DCGK, 2016, Ziff. 4 Rz. 167; *Kort* in *Großkomm/AktG*, 5. Aufl. 2015, § 87 AktG Rz. 111; vgl. ferner *Spindler* in *MünchKomm/AktG*, 4. Aufl. 2014, § 87 AktG Rz. 129; *Fleischer*, NZG 2009, 801 (804); *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, 3. Aufl. 2015, § 93 AktG Rz. 209.
- 35 BGH v. 20.9.2011 – II ZR 234/09, AG 2011, 876 = NZG 2011, 1271; v. 14.5.2007 – II ZR 48/06, AG 2007, 548 = NZG 2007, 545. *Spindler* in *MünchKomm/AktG*, 4. Aufl. 2014, § 93 AktG Rz. 80; *Peters*, AG 2010, 811 (815); *Fleischer* ZHR 172 (2008), 538 (548); *Fleischer*, NZG 2010, 121 (123); vgl. auch BGH v. 11.12.2006 – II ZR 243/05, NZG 2007, 188 Rz. 13 = AG 2007, 167; *Uwe H. Schneider*, DB 2011, 99 (102); allg. *Selter*, AG 2012, 11 (14 f.).
- 37 Speziell für den Vergütungsberater ähnlich *Weber-Reyl/Buckel*, NZG 2010, 761 (763, 766); *Fleischer*, BB 2010, 67 (70 f.); vgl. zum Rechtsberater in diesem Sinne *Wagner*, BB 2012, 651 (656); ferner *Merkt/Mylich*, NZG 2012, 525 (528).

des Unternehmens oder dem Unternehmen im Übrigen ergeben, worauf insbesondere der Wortlaut von Ziff. 4.2.2 Abs. 3 des Deutschen Corporate Governance Kodex abzielt.<sup>38</sup>

Aber auch andere Interessenkonflikte können der Unabhängigkeit des Beraters entgegenstehen. Insbesondere aus einer Beratung für Investoren durch die Abgabe von Stimmrechtsempfehlungen können erhebliche Interessenkonflikte eines Vergütungsexperten resultieren. Denn der Vergütungsberater hat sich bei seiner Beratungstätigkeit ausschließlich nach den Vorgaben des Aktiengesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, nach den Empfehlungen des DCGK sowie nach dem Unternehmensinteresse zu richten.<sup>39</sup> Der Stimmrechtsberater ist hingegen bei der Beratung von Investoren allein deren Interessen verpflichtet.<sup>40</sup> Diese decken sich aber nicht notwendigerweise mit denen des Unternehmens, in das sie investieren (wollen). Schon grundsätzlich wird unabhängig von unterschiedlichen Ansätzen im Detail eine Gleichsetzung von Aktionärsinteressen und dem Unternehmensinteresse<sup>41</sup> – abgesehen allenfalls von den Vertretern des engen Shareholder Value Konzepts – überwiegend abgelehnt, weil das Unternehmensinteresse neben den Interessen der Aktionäre auch diejenigen der übrigen Stakeholder (Arbeitnehmer, Gläubiger, Kunden etc.) umfasst<sup>42</sup> und eben nicht nur an der „individuellen Wohlfahrt des Aktionärs“ (Spindler) ausgerichtet ist.<sup>43</sup> Auch der DCGK definiert in seiner Ziff. 4.1.1 das Unternehmensinteresse als „Belange der Aktionäre, der Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder), die der Vorstand mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung berücksichtigt“.<sup>44</sup> Bei der Gestaltung der Vorstandsvergütung muss daher dem Umstand Rechnung getragen werden, dass der Vorstand dem Unternehmensinteresse und nicht nur dem Interesse der Aktionäre oder gar einzelner Aktionäre verpflichtet ist.<sup>45</sup> Damit wäre ein Vergütungssystem, das den Vorstand einseitig auf die Interessen der Aktionäre im Sinne eines eng verstandenen Shareholder Value Prinzips incentiviert, regelmäßig als unangemessen i.S.v. § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG zu qualifizieren, bzw. jedenfalls wäre die Vergütungsstruktur nicht auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet, wie es § 87 Abs. 1 Satz 3 AktG für börsennotierte Aktiengesellschaften fordert.<sup>46</sup> Denn hierzu ist eine für den langfristigen Erfolg des Unternehmens unerlässliche Beachtung

der Interessen der verschiedenen Stakeholder erforderlich.<sup>47</sup>

Im Übrigen dürften nicht einmal die Interessen der Aktionäre durchweg gleichgerichtet und damit einer verallgemeinernden Zusammenfassung zugänglich sein.

Auch *in concreto* sind die Interessen von Investoren und Unternehmen oft nicht deckungsgleich. Im Gegenteil können sich die Interessen zumal einzelner Investoren und die des Unternehmens erheblich widersprechen. Dies gilt auch und gerade für Fragen der Vorstandsvergütung: So kann es im Interesse eines Investors liegen, den Vorstand für eine kurz- bis mittelfristige Steigerung des Börsenwerts des Unternehmens zu honorieren. Dies ist schon deswegen keine nur theoretische Annahme, weil Aktionäre die Aktien eines Unternehmens im Durchschnitt nur rd. 6–8 Monate halten.<sup>48</sup> Stimmrechtsberater und Investoren dringen häufig auf eine maßgeblich an der relativen Kapitalmarktperformance ausgerichtete langfristige Vergütung des Vorstands. Um eine Auszahlung aus einer solchen Vergütung zu erhalten, muss der Vorstand nach diesem Konzept mindestens eine ebenso hohe Aktienrendite wie seine Wettbewerber oder eine andere Vergleichsgruppe erzielen, wobei die Vergütung des Vorstands umso höher steigt, je mehr die Aktienrendite die der Vergleichsunternehmen übersteigt. Um eine höhere Aktienrendite als andere Unternehmen zu erzielen und damit eine hohe eigene Vergütung zu erhalten, können Vorstände jedoch versucht sein, höhere Risiken einzugehen. Geht dies auf Kosten der nachhaltigen Entwicklung des Unternehmens oder gefährdet es gar dessen Existenz, so steht das Unternehmenswohl dem entgegen.<sup>49</sup> Die von ISS als Grund für die Ablehnung von Vergütungssystemen häufig genannte mangelnde Transparenz der aus der Unternehmensplanung abgeleiteten Zielwerte für die (kurzfristige und langfristige) variable Vergütung kann umgekehrt deswegen im ureigenen Interesse des Unternehmens liegen, weil es Wettbewerbern keine Rückschlüsse auf seine Planung gewähren möchte. Und schließlich muss auch eine ohne Flexibilität an Unternehmenskennzahlen geknüpfte variable Vergütung des Vorstands, wie sie von vielen Investoren gefordert wird, nicht im umfassend verstandenen, d.h. z.B. auch die Belange der Mitarbeiter einschließenden Unternehmensinteresse<sup>50</sup> liegen.

38 Dazu näher unter 2.

39 *Weber-Rey/Buckel*, NZG 2010, 761 (763).

40 Ebenso *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685 (689 f.).

41 S. dazu BGH v. 5.6.1975 – II ZR 156/73, NJW 1975, 1412 (1413).

42 Ganz h.M., s. nur *Hüffer/Koch*, 12. Aufl. 2016, § 76 AktG Rz. 28 m.w.N.; im Zusammenhang mit der Vergütungsberatung *Weber-Rey/Buckel*, NZG 2010, 761 (764).

43 S. hierzu *Spindler* in MünchKomm/AktG, 4. Aufl. 2014, § 76 AktG Rz. 60 ff., 71 ff.

44 Dazu *Weber-Rey*, WM 2009, 2255 (2257).

45 Ganz h.M., s. etwa die Gesetzesbegründung zum Entwurf des Aktiengesetzes 1965, zu BT-Drucks. IV/3296, 12 f.; *Spindler* in MünchKomm/AktG, 4. Aufl. 2014, § 76 AktG Rz. 59 ff.; *Hüffer/Koch*, 12. Aufl. 2016, § 76 AktG Rz. 28 ff., 36; vgl. zum Aufsichtsrat *Schilling*, BB 1997, 1909; aus arbeitsrechtlicher Sicht *Feudner*, DB 1999, 742.

46 Vgl. *Ringleb* in *Ringleb u.a.*, DCGK, 5. Aufl. 2014, Rz. 721; *Velte*, NZG 2016, 294 (297).

47 *Seibert*, WM 2009, 1489 (1490); *Ringleb* in *Ringleb u.a.* DCGK, 5. Aufl. 2014, Rz. 722; s. auch *Thüsing*, AG 2009, 517 (520), der, soweit nichts Spezielles vorgesehen ist, das Unternehmensinteresse als Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung heranziehen möchte. Im Einzelnen ist hier noch vieles ungeklärt und z.T. auch umstritten, s. etwa *Kort* in *Großkomm/AktG*, 5. Aufl. 2015, § 87 AktG Rz. 116 ff.

48 Bezogen auf die Jahre 2009 bis 2015, s. Information der Bundeszentrale für Politische Bildung, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien>, m.w.N.

49 Vgl. nur *Mertens/Cahn* in *KölnKomm/AktG*, 3. Aufl. 2010, § 93 AktG Rz. 24 m.w.N.; ferner *Weber-Rey/Buckel*, NZG 2010, 761 (764 f.).

50 So schwer fassbar und problematisch das Konzept des Unternehmensinteresses auch sein mag, dazu *Spindler* in *MünchKomm/AktG*, 4. Aufl. 2014, § 76 AktG Rz. 59 ff.

Erbringt ein Stimmrechtsberater wie ISS aber gleichzeitig auch Beratungsleistungen im Bereich der Vorstandsvergütung, so ist zu erwarten, dass er die Unternehmen in Fragen der Vorstandsvergütung im Sinne der von ihm an die beratenen Investoren gegebenen bzw. mit diesen gemeinsam erarbeiteten Empfehlungen, also entsprechend der Proxy Voting Policies beraten wird. Denn ansonsten würde er sich ja in Widerspruch zu diesen seinen eigenen Empfehlungen zum Abstimmungsverhalten von Investoren auf Hauptversammlungen setzen. Aufgrund dieses permanenten und strukturellen Interessenkonflikts kann von ICS eine unabhängige Beratung im Unternehmensinteresse nicht mit hinreichender Sicherheit erwartet werden.

Daran vermag auch die – z.B. auf den Flyern befindliche – Aussage von ICS nichts zu ändern, dass ISS keine Beschlussvorschläge (Proxy Proposals) bevorzugt behandeln wird, unabhängig davon, ob das jeweilige Unternehmen Leistungen von ICS bezogen hat oder nicht.<sup>51</sup> Denn dies könnte – wenn überhaupt – nur für die Unabhängigkeit von ISS bei der Bewertung von Beschlussvorschlägen ins Feld geführt werden, nicht jedoch umgekehrt für die hier in Rede stehende Unabhängigkeit von ICS von den Voting Policies von ISS. Im Gegenteil: Gerade wenn man der zitierten Aussage von ICS glaubt, also nicht von einer Beeinflussung der Tätigkeit von ISS durch die von ICS angebotene Beratung ausgeht, besteht umso mehr die Besorgnis, dass sich ICS, um einen möglichen Konflikt mit den Abstimmungsempfehlungen von ISS zu vermeiden, umgekehrt einseitig an den auf Investoreninteressen fokussierten Empfehlungen von ISS orientiert und damit eben nicht unabhängig ist.<sup>52</sup> Dieser Befund wird durch Angebote von ICS bestätigt, in denen ICS explizit damit wirbt, Vergütungssysteme von Unternehmen mit der ISS Policy und den entsprechenden Abstimmungsempfehlungen von ISS in Einklang zu bringen.<sup>53</sup>

Ein Stimmrechtsberater wie ISS wird aufgrund seiner Beratungsleistung für Investoren – welche den Schwerpunkt seiner Geschäftstätigkeit ausmacht – im Zweifel vor allem deren Interessen verfolgen, wenn es um die Beratung eines Unternehmens zur Vergütung des Vorstands geht. Damit ist die Gefahr einer einseitigen Orientierung der

Vorstandsvergütung an den Belangen der Aktionäre und damit eines Verstoßes gegen das Gebot der Ausrichtung auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung groß. Mit anderen Worten: Nicht nur ist es dem Aufsichtsrat mangels Unabhängigkeit von ICS als Vergütungsberater verwehrt, sich im Falle eines Verstoßes insbesondere gegen § 87 AktG bei Entscheidungen zur Vorstandsvergütung zu seiner Entlastung auf die Beratung durch ICS zu berufen. Ein solcher Verstoß gegen die Vorschriften zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung ist aufgrund der strukturellen Ausrichtung von ISS/ICS auf die Interessen von Investoren auch durchaus möglich und keinesfalls fernliegend.

## 2. Unabhängigkeit im Sinne des Deutschen Corporate Governance Kodex

Zieht der Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung einen externen Vergütungsexperten hinzu, soll er nach der Empfehlung des DCGK in Ziff. 4.2.2 Abs. 3 auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen achten. Ähnliche Maßgaben enthalten die Empfehlungen der EU-Kommission vom 30.4.2009 zu Abschnitt III – Vergütungsausschuss (Ziff. 9.2.) sowie die Empfehlungen des holländischen Corporate Governance Codes (Ziff. III.5.13). Der Wortlaut der Kodex-Empfehlung spricht zunächst lediglich von Unabhängigkeit „vom Vorstand bzw. vom Unternehmen“. Dies wird allgemein schon auf konzernverbundene Unternehmen ausgedehnt.<sup>54</sup> Zweck und Hintergrund des Unabhängigkeitserfordernisses legen jedoch eine deutlich weiter gehende Auslegung und Anwendung desselben nahe: Die Unabhängigkeit des Vergütungsexperten soll eine möglichst fachkundige, objektive und allein dem Unternehmen sowie der Einhaltung der regulatorischen Vorgaben verpflichtete Beratung in der Frage der Angemessenheit der Vergütung sicherstellen, indem mögliche Interessenkonflikte des Vergütungsexperten von vornherein vermieden werden.<sup>55</sup> Solche Interessenkonflikte können aus einer vorangegangenen oder sogar parallelen Beratungstätigkeit für den Vorstand oder das Unternehmen im Übrigen (das ja durch den Vorstand geführt und vertreten wird, s. §§ 76-78 AktG) folgen, weshalb der DCGK hierauf ein besonderes Augenmerk legt.<sup>56</sup>

Sie können sich aber, wie gezeigt, auch aus anderen Konstellationen ergeben, bei denen ebenso die Neutralität und Unvoreingenommenheit des Beraters sowie die Belastbarkeit des durch ihn erteilten Rats in Zweifel stehen. Daher erscheint der Begriff der Unabhängigkeit im Kodex-Wortlaut zu eng gefasst. Sinn und Zweck der Kodex-Empfehlung, nämlich eine möglichst fachkundige und neutrale Beratung im Unternehmensinteresse zu gewährleisten, legen ein über den reinen Wortlaut hinausgehendes, umfassenderes Verständnis der Unabhängigkeit nahe: Unabhängig auch im Sinne der Kodex-Empfehlung kann nur ein

51 Der vollständige Wortlaut der unter „ICS Policies & Practices“ bzw. unter „Legal Information“ stehenden Erklärung lautet: „ISS Corporate Solutions, Inc. (ICS) is a wholly owned subsidiary of Institutional Shareholder Service Inc. (ISS). ICS provides advisory services, analytical tools and publications to issuers to enable them to improve shareholder value and reduce risk through the adoption of improved corporate governance practices. ISS' Institutional Global Research Department, which is separate from ICS, will not give preferential treatment to, and is under no obligation to support, any proxy proposal of a corporate issuer (whether or not that corporate issuer has purchased products or services from ICS). No statement from an employee of ICS should be construed as a guarantee that ISS will recommend that its clients vote in favor of any particular proxy proposal.“

52 Zur Vermeidung von Interessenkonflikten durch interne organisatorische Maßnahmen s. etwa Weber-ReylBuckel, NZG 2010, 761 (764).

53 S. u.a. die Angaben auf der Website von ICS [www.isscorporatesolutions.com](http://www.isscorporatesolutions.com).

54 Bachmann in Kremer u.a., DCGK, 6. Aufl. 2016, Rz. 982.

55 Ringleb in Ringleb u.a., DCGK, 5. Aufl. 2014, Rz. 716; Fuhrmann in Fuhrmann/Linnerz/Pohlmann, DCGK, 2016, Ziff. 4 Rz. 169.

56 Bachmann in Kremer u.a., DCGK, 6. Aufl. 2016, Rz. 983.

Vergütungsexperte sein, der keinen Interessenkonflikten unterliegt, welche geeignet sind, das Beratungsergebnis zu beeinflussen und damit eine Beratung, die sich ausschließlich am Interesse des Unternehmens ausrichtet, in Zweifel zu ziehen.<sup>57</sup> Nur dieses Verständnis wird der Intention der Kodex-Empfehlung gerecht und bringt den Begriff der Unabhängigkeit im Sinne des DCGK in Einklang mit dem zur Sorgfaltspflicht und zur Haftung nach § 93 AktG entwickelten Verständnis, welches eine Einschränkung der Unabhängigkeit auf einzelne Bezugspersonen (Vorstand und Unternehmen) gerade nicht enthält.

Somit ist nach dem unter 1. Gesagten ein Stimmrechtsberater, der parallel Beratungsleistungen zur Vorstandsvergütung anbietet, nicht als unabhängig im Sinne der Empfehlung gem. Ziff. 4.2.2 Abs. 3 DCGK anzusehen. Hat eine börsennotierte Aktiengesellschaft einen solchen Berater zur Beurteilung der Angemessenheit der Vorstandsvergütung hinzugezogen, muss sie insoweit gem. § 161 AktG eine Abweichung vom DCGK erklären.

57 So im Ergebnis auch *Weber-Reyl/Buckel*, NZG 2010, 761 (763), „Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters ist hingegen gefährdet, wenn aus den sonstigen Beziehungen zu Vorstand und Unternehmen, aber auch zu Dritten herrührende sachfremde Interessen Einfluss auf das Beratungsergebnis haben“.

## V. Zusammenfassung

Kommerzielle Stimmrechtsberater üben einen immer größeren Einfluss auf das Abstimmungsverhalten von Investoren auf den Hauptversammlungen börsennotierter Unternehmen aus, wobei der Markt von zwei großen Stimmrechtsberatern beherrscht wird, von denen dem größten, Institutional Shareholder Services (ISS), ein Marktanteil von rd. 70 % zugeschrieben wird. Neben zahlreichen Problemfeldern im Zusammenhang mit der Tätigkeit von Stimmrechtsberatern wirft vor allem die parallele Beratung durch ISS Corporate Solutions (ICS), einer Tochtergesellschaft von ISS, zur Corporate Governance und insbesondere zur Vorstandsvergütung Fragen auf. Aufgrund der von ISS betriebenen Stimmrechtsberatung und deren einseitiger Orientierung an den Interessen von Investoren handelt es sich bei ICS nicht um einen unabhängigen Berater im Sinne der zur Sorgfaltspflicht und Haftung des Aufsichtsrats nach § 93 AktG ergangenen Rechtsprechung bzw. im Sinne eines am Zweck der Empfehlung orientierten Verständnisses von Ziff. 4.2.2 Abs. 3 des Deutschen Corporate Governance Kodexes. Damit scheidet eine Enthaltung des Aufsichtsrates im Falle des Einsatzes von ICS als Vergütungsberater aus, ferner muss eine Abweichung vom DCGK erklärt werden.

ottoschmidt

---

Sebastian Klein, LL.M. (Köln), London\*

## Die Rechtsstellung der Emissionsbank bei der Aktien- und Wandelanleiheemission und ihre Auswirkung auf die Unterpariemiission nach § 199 Abs. 2 Satz 1 AktG

*Bei der Fremdemission von Aktien und Wandelanleihen erwirbt in der Regel ein Kreditinstitut oder ein Emissionskonsortium die Wertpapiere, um sie anschließend an die mittelbar bezugsberechtigten Aktionäre weiterzuleiten oder freihändig zu verkaufen. Bis zum MoMiG ging die Rechtsprechung dabei von einer kapitalerhaltungsrechtlichen Privilegierung des Finanzintermediärs bei der Aktienemission aus. Aufgrund der ausdrücklichen Neuregelung des Rechtsinstituts der verdeckten Sacheinlage durch eine Anrechnungsmöglichkeit stellt sich die Frage, ob die Privilegierung aufrecht erhalten werden kann. Des Weiteren untersucht dieser Beitrag die bislang in der Literatur noch nicht thematisierte Rechtsstellung des Kreditinstituts bei der Fremdemission von Wandelanleihen. Hieran anknüpfend wird beleuchtet, ob die Vergütung der Emissionsbank bei der Ermittlung des Ausgabebetrags nach § 199 Abs. 2 Satz 1 AktG zu berücksichtigen ist. Dies hat nicht nur enorme Bedeutung für die Haftungsrisiken der Erwerber der Wertpapiere und die Organe des Emittenten, sondern hat auch unmittelbare Auswirkungen auf die*

*Eignung der Fremdemission von Aktien und Wandelanleihen als Sanierungsinstrument.*

### I. Einleitung

Die Aktien- und die Anleiheemission sind beliebte Instrumente der Unternehmensfinanzierung. Die Basis des Leistungsversprechens von Wandelanleihen stellt die Begründung eines Anspruchs auf feste Verzinsung für ihre Gläubiger dar. Abhängig von ihrer Ausgestaltung im Einzelfall vermittelt die Anleihe ihren Gläubigern oder dem Emittenten ein Wahlrecht (Convertible Bond), ein Bezugsrecht (Warrant Bond) oder eine Wandlungspflicht (Mandatory Convertible) hinsichtlich der Beteiligungsmöglichkeit an der Gesellschaft.<sup>1</sup>

In der Praxis vollzieht sich die Emission von Aktien und Wandelanleihen im Regelfall im Wege der Fremdemission.<sup>2</sup> Hierbei wird ein Kreditinstitut bzw. ein Emissions-

\* Der Autor ist Promotionsstudent an der Universität Hamburg.

1 Vgl. *Reiner* in MünchKomm/HGB, 3. Aufl. 2013, § 272 HGB Rz. 75.  
2 *Oulds* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011, Rz. 14.66; *Singhof* in MünchKomm/HGB, 3. Aufl. 2013, Emissionsgeschäft Rz. 10.