

Hauptversammlungen Konzerne beklagen den wachsenden Einfluss der Stimmrechtsberater

Die Einflüsterer im Dax

Viele Großinvestoren vertrauen auf die Analysen von Beratern wie ISS und Glass Lewis. Sind die eine stille Macht?

VON VICTOR GOJDKA

Es war zu später Stunde an einem heißen Sommerabend vor zwei Jahren, als das Schicksal von Martin Abend feststand. Die Servicemitarbeiter waren schon gegangen, Getränke gab es nicht mehr auf der Hauptversammlung des Pharmakonzerns Stada. Selbst, dass der Konzern in den Tagungssaal „Harmonie“ geladen hatte, nutzte Abend am Ende nichts. Die Aktionäre wählten den Aufsichtsratschef mehrheitlich ab.

In einem 26-seitigen Papier hatte der Stimmrechtsberater ISS das zuvor empfohlene Stada entwickelt sich schlechter als viele Konkurrenten, dafür müsse Abend Verantwortung übernehmen, hieß es in dem Traktat. Eine Empfehlung, die vor allem mächtige Großinvestoren bei Stada genau zur Kenntnis nahmen.

Die Schlappe für den Aufsichtsratschef lenkte ein Schlaglicht auf Unternehmen, von denen auch viele Kleinaktionäre noch nie etwas gehört haben dürften: Stimmrechtsberater wie ISS und Glass Lewis. Diese Unternehmen empfehlen großen institutionellen Investoren, wie sie auf Hauptversammlungen abstimmen sollen. Allein ISS durchleuchtet jährlich 42.000 Unternehmen weltweit – von A wie Adidas bis Z wie Zalando.

Auch die US-Börsenaufsicht wirft einen kritischen Blick auf die Branche

Dabei geht es um wichtige Fragen für Aktionäre: Wer zieht in den Aufsichtsrat ein, wie fällt die Dividende aus – und was ist eigentlich von der Vergütung der Topmanager zu halten? In Deutschland bestellt und bezahlt unter anderem die Fondsgesellschaft Union Investment Analysen der Berater. Experten schätzen, dass alleine die beiden größten Berater ISS und Glass Lewis mit ihren Empfehlungen indirekt etwa 30 Prozent der Stimmen auf Hauptversammlungen weltweit bewegen können.

Sind die Berater im Hintergrund zu mächtig geworden? Die Frage beunruhigt viele. Am späten Donnerstagabend war der Einfluss dieser Berater Thema eines runden Tisches der US-Börsenaufsicht. Und amerikanische Politiker diskutieren derzeit einen Gesetzesentwurf, der den Einfluss der Berater begrenzen soll.

In der Karlsruher Innenstadt sitzt Anke Zschorn an ihrem Computer. Sie arbeitet als Analystin für die deutsche Tochtergesellschaft Ivox des amerikanischen Stimmrechtsberaters Glass Lewis. 500 Hauptversammlungen sagenden aktern Zschorn und ihrer vier Analystenkollegen jedes Jahr durch, Punkt für Punkt. Arbeiten sich durch Vergütungssysteme, checken die Lebensläufe der Kandidaten für den Aufsichtsrat. In den Geschäftsberichten der Unternehmen markiert die Analystin jeden einzelnen Quellenverweis. „Das ist alles Handarbeit“, sagt Zschorn. Auf der Basis von Kriterienkatalogen erhalten die Kunden dann Ratschläge. Pünktlich, 21 Tage vor der Hauptversammlung. Manchmal rufen danach aufgebrachte Unternehmensvertreter an, wenn Zschorn mal wieder ihren Daumen gesenkt hat, und reden auf sie ein.

Das zeigt: Die Stimmrechtsberater schauen den Unternehmen auf die Finger. Doch viele Experten fürchten inzwischen den Einfluss der Stimmrechtsberater selbst. Vor allem, wenn Investoren die Empfehlungen der Berater nicht selbst noch einmal prüfen, sondern blind übernehmen.

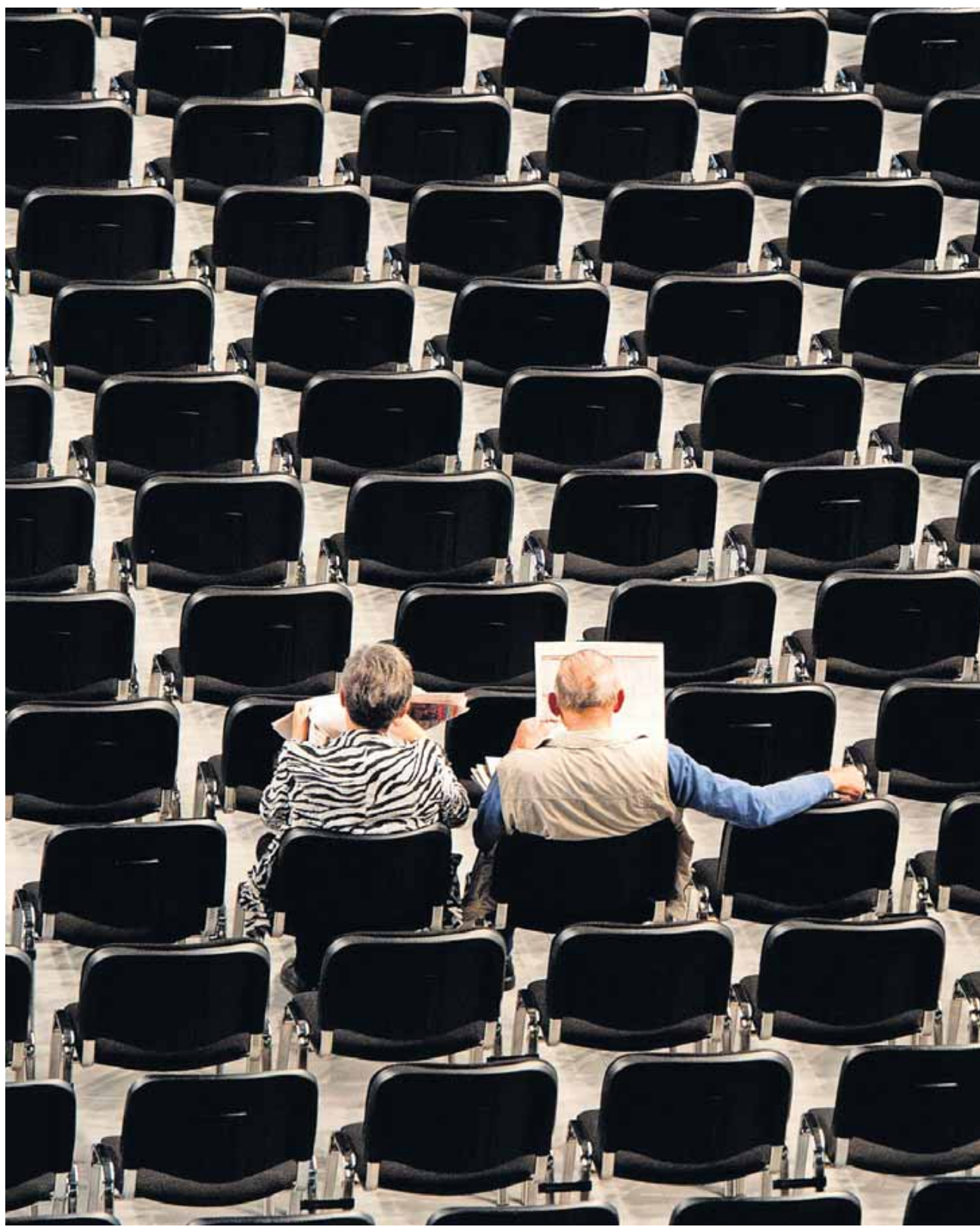
„Gerade kleine Investmentgesellschaften folgen den Stimmberatern oft blind“, sagt Michael Kramarsch von der Beratungsgesellschaft Hkp, die Konzerne in Sachen Unternehmensführung berät. Sie hätten gar nicht das Personal, um für mehrere Hundert Aktiengesellschaften durchschnittlich etwa zehn Abstimmungspunkte pro Hauptversammlung durchzukämmen. „Aber auch manches Schlachtschiff macht sich keine eigenen Gedanken.“ Kramarsch und andere Experten stellen sich daher eine Frage: Folgt bei den Hauptversammlungen eine große Stimmmasse wie ein Echo den Empfehlungen der Berater?

Ivox-Analystin Anke Zschorn wehrt sich gegen diese Sichtweise. „Unsere Kunden sind ja keine Schafherde, sondern haben eigene Gehirnwindungen“, sagt sie. Soll heißen: Die Unternehmen könnten die Berichte sehr wohl selbst überprüfen – und anders votieren. Beim Mutterkonzern Glass Lewis, der Nummer zwei weltweit, ließen inzwischen gute 60 Prozent der Kunden die Auswertungen nicht mehr nach Schema F machen, sondern legten eigene Kriterien an. Nach denen müssen die Analysten dann prüfen.

Ihren Anfang hat die Geschichte der Stimmrechtsberater in den Vereinigten Staaten der 1980er-Jahre. Im Weißen Haus sitzt zu dieser Zeit Ronald Reagan und macht Robert A. Monks zu seinem Rentenberater. Monks fällt schnell auf: Viele Aktienernehmen schalten und walten, wie sie wollen. Große Pensionsfonds folgen bei Aktionärsentscheidungen bisweilen blind den Empfehlungen des Managements. Monks will die Fonds animieren, den Unternehmen, in die sie investiert haben, stärker auf die Finger zu schauen, und gründet den heutigen Marktführer Institutional Shareholder Services, ISS. Auf Deutsch: Service für institutionelle Investoren.

Aus der Idee von Monks ist inzwischen ein Koloss geworden, der 2000 Kunden weltweit bedient und jährlich Zehntausende Unternehmen durchleuchtet. Inzwischen wurde ISS mehrfach verkauft, ist nun in den Händen des Private-Equity-Unternehmens Genstar Capital. Und prüft inzwischen nicht nur für Investoren, ob sich Unternehmen korrekt verhalten – sondern berät die Aktiengesellschaften mit der Tochterunternehmenstochter ISS Corporate Solutions auch, wie sie Abstimmungen bestehen können. „Interessenkonflikte sind da programmiert“, sagt Unternehmensberater Michael Kramarsch. ISS argumentiert, zwischen den eigenen Analysten und ihren Beratern bestünde eine „chinesische Mauer“. Analysten wüssten nicht einmal, für wen der Beratungsarm des Unternehmens arbeite. Am Ende bleibt für Governance-Berater Kramarsch jedoch ein fader Beigeschmack: „Sie können den Apfelstrudel nicht von beiden Seiten essen“, sagt er. „Das geht einfach nicht.“

Fondsmanager Ingo Speich kennt diese Kritik. Für die genossenschaftliche Fondsgesellschaft Union Investment ist Speich auf vielen Hauptversammlungen präsent. In der Finanzszene eilt ihm der Ruf voraus: Speich ist einer, der sich einmischt, der eine Haltung hat. „In fast jedem Papier der Stimmrechtsberater stoße ich auf interessante Aspekte“, sagt Speich. Denn die Daten zu Hunderten Hauptversammlungen kann auch Speich nicht alle im Kopf haben. Elf Leute arbeiten inzwischen in seinem Team daran, die Empfehlungen der Berater zu prüfen. Eigene Daten und Quellen dazuzufügen. Und sich am Ende eine eigene Meinung zu bilden. Das, sagt Speich, sei die beste Versicherung gegen eine Übermacht der stillen Stimmberater.



Zwei Aktionäre studieren vor Beginn einer Hauptversammlung die Unterlagen und die Zeitung. Große Investoren lassen sich für ihre Voten hingegen oft beraten – von Stimmrechtsberatern.

FOTO: SEBASTIAN KAHNERT / DPA

Stimmgewaltig

Auch in Deutschland sorgen die Empfehlungen der Spezialisten oft für Wirbel

München – Stimmrechtsberater empfehlen großen Investoren, wie sie auf Hauptversammlungen abstimmen sollen: Ob der Aufsichtsrat entlastet werden kann, ob Kandidaten Ämter häufen und sich zu viel zumuten. Vor allem die beiden Anbieter ISS und Glass Lewis bestimmen das Geschäft mit den Empfehlungen. Im Vorfeld von Hauptversammlungen sorgen sie immer wieder für Aufregung. Eine Übersicht über besonders aufsehenerregende Fälle.

Deutsche Börse

Für viele Anleger war der ehemalige Börsenchef Carsten Kengeter ein Ärgernis geworden. Die Fusion mit der Londoner Börse LSE? Gescheitert. Dazu Ermittlungen der Staatsanwaltschaft gegen Kengeter wegen des Verdachts auf Insiderhandel. Kengeter hatte im Herbst 2017 seinen Posten geräumt. „Angesichts der Schwere der Anschuldigungen und Entwicklungen in dem Fall in der zweiten Jahreshälfte 2017 empfehlen wir, dieses Mal gegen eine Entlastung von Kengeter zu stimmen“, hieß es im Papier des Stimmberaters ISS. Auch Glass

Lewis empfahl, den ehemaligen Vorstandschef nicht zu entlasten.

SAP

Im vergangenen Jahr legten sich die Stimmrechtsberater mit SAP-Chef Bill McDermott an. Insbesondere das Vergütungssystem für das Top-Management wurde kritisiert. Bei SAP sei die maximale mögliche Vergütung unangemessen hoch, gab der kleinere Stimmrechtsberater Hermes EOS zu Protokoll. Auch ISS empfahl seinen Kunden deswegen, den Aufsichtsrat nicht zu entlasten.

Norma

Im beschaulichen Maintal ging es in diesem Mai hoch her: Bei der Hauptversammlung des Verbindungstechnik-Produzenten Norma wählten die Aktionäre Aufsichtsratschef Stefan Wolf ab. Denn Wolf war nicht nur Norma-Chefkontrolleur, sondern auch Vorstandschef beim Autozulieferer Erling Klingler. Für den Stimmrechtsberater ISS offenbar eine unguete Doppelfunktion.

Münchener Rück

Bei der Hauptversammlung 2017 legte sich Aufsichtsratschef Bernd Pischetsrieder ins Zeug: Das Vergütungssystem für die Manager sei „für das Geschäftsmodell richtig“, die Boni orientierten sich an langfristigen Zielen. Stimmrechtsberater hatten zuvor allerdings empfohlen, das Vergütungssystem abzulehnen. Fast zwei Drittel der Aktionäre folgten dieser Empfehlung. Eine „Aktionärsrebellion“, wie später Kommentatoren schrieben.

Deutsche Bank

Diese Meldung sorgte im April dieses Jahres für Aufsehen: Der Stimmberater Ivox Glass Lewis empfahl, den Aufsichtsratschef der Bank, Paul Achleitner, nicht zu entlasten. Ivox kritisierte, die Bank habe in sechs Jahren drei Mal den Vorstandschef ausgewechselt. Da stelle sich die Frage, wie gut Achleitner mit der Vorstandsspitze zusammenarbeite. Der größte Stimmrechtsberater ISS stellte sich zwar auf Achleitners Seite, sprach jedoch von einer „letzten Chance“ für ihn. VICTOR GOJDKA

AUGSTEINS WELT



Im wilden Osten

Als die DDR und die Bundesrepublik vereint waren, galt es, die Zukunft der ostdeutschen Staatsbetriebe zu regeln. Die Treuhandanstalt wurde gegründet.

Sie brachte den Leuten bei, wie es sich anfühlt, ohnmächtig zu sein.

Ihr spätes Erbe sind Rassismus und Nationalismus

senverkäufe“ von DDR-Unternehmen seien, „im Nachhinein ein Riesenfehler“ gewesen. Man habe die Chance vertan, einen Sinn für Marktwirtschaft zu schaffen; Anteilscheine an den Unternehmen hätten an die Bevölkerung verteilt werden sollen.

Die Verteilung der Treuhand sehen das natürlich anders. Wer wissen will, was sich zutrug, sollte das dicke Buch von Marcus Böick lesen, der ganz neutral die Geschichte der Treuhand recherchiert und aufgeschrieben hat („Die Treuhand“, Wallstein Verlag, 2018).

Detlev Rohwedder, der die Treuhand bis zu seiner Ermordung 1991 führte, schätzte, „der ganze Salat“ sei wohl 600 Milliarden D-Mark wert. Was mögen die Beschäftigten gedacht haben, als sie erfuhren, dass ihr Unternehmen aus westdeutscher Sicht nicht mehr wert ist als ein paar Salatblätter? Die Beteiligung der Bürger an den Staatsunternehmen hielt Rohwedder für eine „Wunschvorstellung“. Damals florierte das neoliberale Denken: Nur die Privatwirtschaft könne ordentlich wirtschaften. Deshalb sollten die DDR-Betriebe möglichst schnell privatisiert werden.

In Wahrheit herrschte das Konzept: Augen zu und durch. Böick zitiert einen, der dabei war: „Unwahrscheinliche Entscheidungen, über Millionenbeträge, wurden per Zuruf über den Flur gemacht.“ Das war praktisch, denn anfangs gab es nicht einmal ein ordentliches Telefonsystem; von Hand hektografierte Telefonlisten gab es. Ein Interessent erzählte, er habe drei Tage gebraucht, um bei der Treuhand überhaupt einen Ansprechpartner zu finden.

Nachdem die Wiedervereinigungs-Euphorie abgeflaut war und die Treuhand aber mehr Mitarbeiter brauchte, weil das Tempo der Privatisierungen gesteigert werden sollte, wurde quasi jeder Frischling eingestellt, der irgendetwas studiert hatte, was mit Wirtschaft zu tun hat.

Inkompetenz traf auf Ideologie. Die CDU-Politikerin Birgit Breuel, die 1991 zur Chef der Treuhand bestellt wurde (und später die Gelegenheit erhielt, die Expo 2000 in Hannover mit großem Minus abzuschließen), folgte ihrer Überzeugung: Privatisieren was das Zeug hält. Sie fand das „alternativlos“. Dabei ging die Treuhand selbstherrlich vor. Böick erwähnt die Kaligrube „Thomas Müntzer“: Der Betriebsrat hatte einen westfälischen Investor gefunden, der die Grube übernehmen wollte.

1991 lag die Erwerbslosenquote in den ostdeutschen Ländern bei 40 bis 45 Prozent

Aber da „zeigte sich die Treuhand nicht zu Konzessionen bereit“. Als – nicht zuletzt auf Betreiben der SPD – endlich ein parlamentarischer Untersuchungsausschuss eingesetzt wurde, der das Agieren der Treuhand prüfen sollte, wurden die Unterlagen zu „Thomas Müntzer“ nicht freigegeben.

Privatisieren hieß sehr oft, auch wenn das so nicht beabsichtigt war, dass jemand einen Betrieb für einen Apfel und ein Ei erwarb, die Angestellten entließ und dann die Gebäude samt Grundstücken veräußerte. 1991 lag die Erwerbslosenquote in den

PERSONALIEN

Selber schlecht

Giovanni Tria, 70, Italiens Wirtschaftsminister, wird in Europa häufig kritisiert, auch aus Deutschland. Jetzt macht er's andersrum – und kritisiert Deutschland, weil die Wirtschaft hierzulande schwächele. Die jüngsten Quartalszahlen zum Bruttoinlandsprodukt sehen für die Bundesrepublik nämlich nicht so gut aus. Die Wirtschaft schrumpfte um 0,2 Prozent; das ist das erste Minus seit drei Jahren. Italien schaffte immerhin 0,0 Prozent Wachstum, schlechter als der Länderschnitt. Insgesamt geht das Wachstum der Euro-Zone zurück. „Das ist ein europäisches Problem, das gemeinsam angegangen werden muss und nicht einzeln“, sagte Tria (FOTO: AP). Der wirtschaftliche Abschwung in Deutschland sei außerdem nicht ermutigend und habe auch negative Auswirkungen auf Italien. Die Regierung in Rom hat in dieser Woche bekräftigt, weiterhin wie geplant mehr Schulden zu machen als die Vorgängerregierung. Dem Land droht ein Defizitverfahren. sz



„Es kann alles sein“

Cecilia Malmström, 50, EU-Handelskommissarin, ist vorbereitet. Sie hat bereits einen Entwurf für eine Liste von Vergeltungsmaßnahmen für den Fall erstellt, dass die USA Sonderzölle auf Auto-Importe erheben sollten. Die Liste müsse jedoch noch mit den Mitgliedsstaaten abgestimmt werden, sagte Malmström (FOTO: DPA) nach einem Gespräch mit dem US-Handelsbeauftragten Robert Lighthizer in Washington. „Es könnten Autos sein, es könnte der Agrarsektor sein, es kann alles sein“, sagte Malmström. Die große Hoffnung bleibe jedoch, dass die USA auf die Sonderzölle auf EU-Autos verzichten. Eine Entscheidung sei noch nicht gefallen, sie liege bei US-Präsident Donald Trump. Dieser Wunsch werde auch von US-Autobauern geäußert. Studien zufolge würden Tausende Jobs in der US-Autobranche in Gefahr geraten, sollte es zu den Autozöllen kommen. „Ich bin nicht der Auffassung, dass diese Zölle gerechtfertigt wären“, sagte Malmström. DPA



Aufgerückt

Birgit Dietze, 45, Gewerkschafterin, soll an die Spitze der Berliner IG Metall rücken. Sie wäre die erste Frau in diesem Amt. Die Volkswirtin und Juristin soll zum 1. Januar Erste Bevollmächtigte der IG Metall Berlin werden, wie die Gewerkschaft mitteilte. Der Ortsvorstand habe sie nominiert. Der langjährige Berliner IG-Metall-Chef Klaus Abel scheidet zum Jahresende aus diesem Amt und übernimmt eine neue Aufgabe im Auftrag des Gewerkschaftsvorstands. Als Projektleiter soll der 60-Jährige bis zum Gewerkschaftstag in einem Jahr ein Konzept für die Organisation entwickeln, damit sie beim schnellen Wandel der Industrie mithalten kann. Dietze (FOTO: DPA) ist bei der IG Metall derzeit unter anderem Unternehmensbeauftragte für Volkswagen und Audi. Sie sitzt auch im Aufsichtsrat von VW. Bei der Berliner IG Metall würden sie und die Zweite Bevollmächtigte Regina Katerndahl eine weibliche Doppelspitze bilden. DPA



Chefnitz und Dresden sind arm dran: Dort toben Rassisten und Neonazis sich aus. Die allermeisten Einwohner interessiert das wenig, oder sie sind entsetzt. Aber Konzerne überlegen sich zweimal, ob sie in diesen Städten eine Dependence einrichten; sie wollen nicht damit rechnen müssen, dass Mitarbeiter auf der Straße verprügelt werden, weil sie irgendwie fremdländisch aussehen.

Warum passiert das in ostdeutschen Städten? Die Ursachenforscher sind unterwegs. Irgendetwas muss es mit der Vergangenheit zu tun haben. Eine große Rolle spielt dabei sicherlich die Treuhandanstalt, die zwischen März 1990 und Dezember 1994 etwa 8000 DDR-Staatsbetriebe „abwickelte“. Bei dem, was sich damals abspielte, wurde eine der Konnotationen des an sich unschuldigen Verbums „abwickeln“ schwer belastet, seither steht das Wort für: niedermachen, kaputtmachen.

1992 hat der verstorbene Schriftsteller Stefan Heym, ein paar Jahre lang Politiker und Alterspräsident des Bundestags, gesagt: „Wenn die Leute sich nicht artikulieren können, dann werden sie Häuser anzünden. Und wenn man ihnen nicht eine demokratische Lösung anbieten kann, eine linke Lösung, dann werden sie nach rechts gehen, werden wieder dem Faschismus folgen.“ Was die Treuhand angeht, sagte Heym: „Warum müssen wir (...) vor dieser Institution hocken wie das Kaninchen vor der Schlange und uns, früher oder später, von ihr schlucken lassen?“

Der gar nicht linke Ökonom Hans-Werner Sinn sagte später: Die „forcierten Mas-

DI Digital: Alle Rechte vorbehalten – Süddeutsche Zeitung GmbH, München
Jegliche Veröffentlichung und nicht-private Nutzung exklusiv über www.sz-content.de

An dieser Stelle schreiben jeden Freitag Franziska Augstein und Nikolaus Piper im Wechsel.

Goidka
SZ20181116S565141