

---

Informationsintermediäre am Kapitalmarkt

# **RATING-AGENTUREN, STIMMRECHTSBERATER UND FINANZANALYSTEN**

Prof. Dr. Wolfgang Bessler (JLU Gießen), Prof. Dr. Marc Steffen Rapp (PU Marburg)

August 2021

---

Rating-Agenturen, Stimmrechtsberatern und Finanzanalysten ist gemeinsam, dass sie von außen Urteile über die Lage eines Unternehmens und dessen Entscheidungen treffen. Sie nehmen damit aber auch selbst rückwirkenden Einfluss auf die Unternehmenspolitik.

## **Inhalt**

<b>1</b>	<b>Was sind Informationsintermediäre und welche Funktion erfüllen sie?</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Welche Aufgabe haben Finanzanalysten und welche Typen sind zu unterscheiden?</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Welchen Einfluss haben (Sell-Side) Analysten auf ein Unternehmen?</b>	<b>4</b>
<b>4</b>	<b>Mögliche Problemfelder und Literaturstand dazu</b>	<b>5</b>
<b>5</b>	<b>Welche Aufgaben haben Rating-Agenturen?</b>	<b>6</b>
<b>6</b>	<b>Die Rolle von Ratingagenturen in der globalen Finanzkrise in den USA (2008/2009)</b>	<b>7</b>
<b>7</b>	<b>Wie sieht der Markt für Unternehmens-Ratings aus?</b>	<b>7</b>
<b>8</b>	<b>Was sind ESG-Ratings?</b>	<b>8</b>
<b>9</b>	<b>Mögliche Problemfelder und Literaturstand dazu</b>	<b>9</b>
<b>10</b>	<b>Welche Aufgabe haben Stimmrechtsberater und wie werden sie von institutionellen Anlegern in Anspruch genommen?</b>	<b>10</b>
<b>11</b>	<b>Wie sieht der Markt für Stimmrechtsberatung aus?</b>	<b>11</b>
<b>12</b>	<b>Mögliche Problemfelder und Literaturstand dazu</b>	<b>11</b>
<b>13</b>	<b>Einordnung mit Blick auf Mitbestimmung</b>	<b>13</b>
	Ansprechpartner in der Hans-Böckler-Stiftung	14
<b>14</b>	<b>Weiterführende Informationen</b>	<b>14</b>
	<b>Über die Autoren</b>	<b>17</b>

## 1 Was sind Informationsintermediäre und welche Funktion erfüllen sie?

Vor dem Hintergrund tiefgreifender Veränderungen in der Struktur des deutschen Finanzmarktes und der Entflechtung und Umschichtung von Eigentumsanteilen deutscher Unternehmen (Ende der Deutschland AG), zeigt sich eine immer stärkere Trennung von Zahlungsströmen (Cashflows) und Unternehmenskontrolle (Monitoring). So wird eine Vielzahl von Aufgaben, die früher gebündelt bei den in Deutschland dominierenden Banken lagen, wie die Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen oder die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen, nun von anderen Akteuren übernommen.



Sogenannte Informationsintermediäre nehmen ganz allgemein die Position zwischen Unternehmen und Investoren ein und tragen durch das Beschaffen, Kombinieren, Analysieren und Interpretieren von Informationen dazu bei, den Entscheidungsprozess und die Unternehmenskontrolle von Investoren zu unterstützen. Das Geschäftsmodell besteht also in der Senkung von Informationsasymmetrien und Informationskosten zwischen Investoren und Unternehmen (Brunnberg, 2018).

Beispiele für klassische Informationsintermediäre, sind Ratingagenturen (Informationen zur Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen), Analysten (Informationen zum Unternehmenswert) oder Stimmrechtsberater (Informationen zur optimalen Stimmrechtsausübung auf Hauptversammlungen).

## 2 Welche Aufgabe haben Finanzanalysten und welche Typen sind zu unterscheiden?

(Aktien-) Analysten werden in der betriebswirtschaftlichen Literatur in der Regel als Informationsintermediäre beschrieben (Kim & Song, 2014), welche sowohl (institutionellen) Investoren als auch Managern detaillierte und entscheidungsrelevant aufbereitete Informationen über die externe Einschätzung und die Zukunftsaussichten von Unternehmen bereitstellen (Brauer & Wiersema, 2018; Brunnberg, 2018; Diehl, 2001). Mit dem Ziel der gezielten und unabhängigen Informationsbeschaffung und der Reduzierung von möglichen Informationsasymmetrien (Frank, 2004) nehmen insbesondere institutionelle Investoren deren Dienste in Anspruch (Henze, 2004). Dadurch bieten Analystenreports neben einer verdichteten Informationsbasis auch das Fundament für ein erfolgreiches Monitoring von Unternehmen (Brauer & Wiersema, 2018) und wirken sich darüber hinaus beispielsweise durch Anlageempfehlungen auch direkt auf Kauf- beziehungsweise Verkaufentscheidungen von Kapitalgebern aus (Pietzsch, 2004; Brunnberg, 2018).

Grundsätzlich können Analysten in „Sell-Side“- und „Buy-Side“-Analysten eingeteilt werden (Fogarty & Rogers, 2005). Die Sell-Side-Analysten sind auf spezielle Branchen beziehungsweise Unternehmen spezialisiert und

erstellen meist öffentlich zugängliche Reporte, die eine Einschätzung des jeweiligen Unternehmens insbesondere auch in Bezug auf dessen zukünftige Entwicklung abgeben (Groysberg et al., 2011). Diese Beurteilung wird gleichzeitig in eine Handlungsempfehlung (kaufen, halten, verkaufen) übersetzt, was die Interpretierbarkeit der Analysen vereinfacht und sie für ein breiteres (auch weniger finanzwirtschaftlich gebildetes) Kundenspektrum nutzbar macht. Das Ziel dieses Geschäftsmodells ist es die aus der Herausarbeitung und Bereitstellung von Ideen und Beurteilungen resultierenden Orders des Kunden über die Transaktionsabteilung abwickeln zu können und dadurch Erträge zu generieren (Jackson, 2005).

BuySide-Analysten, die meist im Bereich des Asset Managements bei institutionellen Investoren angesiedelt sind, versuchen eine valide (nicht öffentliche) Informationsbasis zur Auswahl optimaler Investitionen aufzubauen und darauf fußend Anlageentscheidungen für beispielsweise Investmentfonds zu unterstützen (Brunnberg, 2018; Obersdörster, 2009).

### **3 Welchen Einfluss haben (Sell-Side) Analysten auf ein Unternehmen?**

Der Einfluss von Sell-Side Analysten auf ein Unternehmen kann grundsätzlich in vier Kanäle eingeteilt werden (Li & You, 2015; Hansen, 2015).

#### **Informations-Asymmetrie-Hypothese**

Die Abdeckung durch Analysten ermöglicht eine permanente Versorgung der Anleger mit öffentlichen Informationen, was wiederum zu sinkender Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Unternehmen führt. Dies kann wiederum sinkende Eigenkapitalkosten und erhöhte Renditen (sogenannte „positive abnormale Renditen“) seitens der Kapitalgeber hervorrufen (Bowen, Chen, & Cheng, 2008).

#### **Informationshypothese**

Ein weiterer Effekt besteht in der Identifikation und Bewertung von tatsächlich neuen Informationen durch Analysten. Die Quelle dieser Informationen kann einerseits aus Insiderkreisen, andererseits aber auch aus dem Informationsverarbeitungsprozess der Analysten stammen und neue Blickwinkel aufdecken, die zu angepassten Zukunftserwartungen für das Unternehmen führen können (Asquith, Mikhail, & Au, 2005).

#### **Monitoring-Hypothese**

Regelmäßige Analystenreports ermöglichen einen höheren Grad an Überwachung (Monitoring) des Managements durch die Investoren. Aufbauend darauf gibt das wiederum dem Management weniger Möglichkeit eigene Interessen zu verfolgen und führt damit zu geringeren sogenannten „Agency-Kosten“ für den Investor und das Unternehmen. Schlussendlich mündet dies in einer Verbesserung der Unternehmensführung, der erwarteten Gewinne und somit in einer positiven Reaktion auf den Aktienkurs des Unternehmens (Chung & Jo, 1996).

## Nachfrage-Hypothese

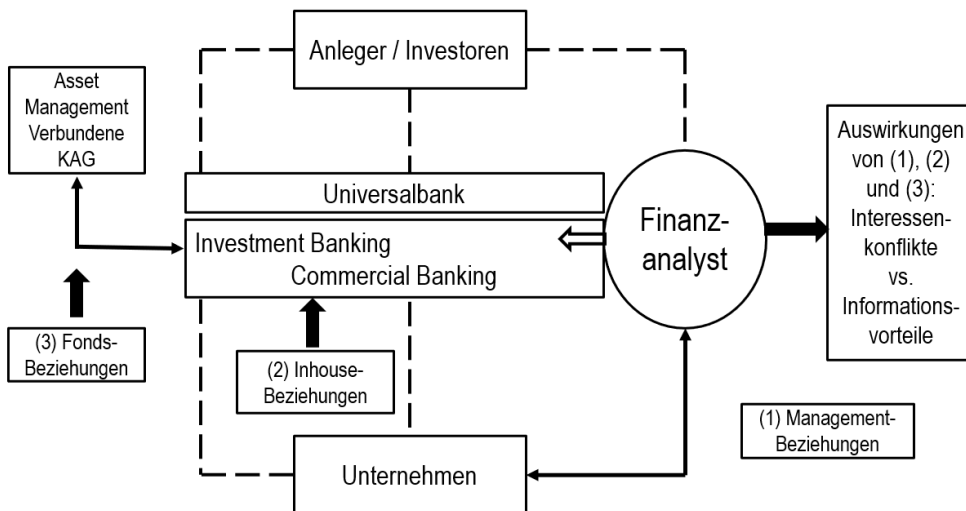
Schließlich wird viertens durch erstmals erstellte Analystenreporte der Bekanntheitsgrad des Unternehmens gesteigert, was wiederum zu erhöhter Aktiennachfrage und schließlich zu einem positiven Kurseffekt führt (Li & You, 2015; Merton, 1987).

## 4 Mögliche Problemfelder und Literaturstand dazu

Mögliche Problemfelder in Hinblick auf Finanzanalysten gründen sich im Wesentlichen auf Interessenkonflikten durch deren Position zwischen der Führungsebene des Zielunternehmens (1), dem eigenen Unternehmen (2) und der Investoren (3), wie in der Abbildung dargestellt (Stanzel, 2007). Dies ist dann insbesondere für Investoren nachteilig, wenn Interessenkonflikte der Hauptfunktion des Analysten, der Bereitstellung entscheidungsrelevanter Informationen, entgegenstehen. Dies kann durch den direkten Kontakt mit dem Management des Zielunternehmens (1) einerseits oder einer Investment-Banking nahen Abteilungen des eigenen Unternehmens (2) andererseits, entstehen. Das Resultat wäre dann eine verzerrte Analyse.

Beispiele für derartige Interessenkonflikte können zum einen mit Blick auf das Management des Zielunternehmens am sogenannten „Earnings-Game“, in der BRD deutlich aufgezeigt werden (Bessler & Stanzel, 2010). Dieses Phänomen beschreibt die Kommunikation eher pessimistischer Erwartungen des Analysten, wodurch dem Management des Zielunternehmens die Möglichkeit gegeben wird diese niedrigen Erwartungen leicht zu erfüllen (Bessler und Stanzel, 2007). Zum anderen lässt sich weitere Evidenz in Bezug auf die Verbindungen des Analysten zur Investment Bank (2) insbesondere bei Börsengängen am Neuen Markt eindeutig feststellen (Bessler & Stanzel, 2006, 2009). Zur Auflösung des Interessenkonfliktes zwischen Analyst und Investment-Bank wurden beispielsweise in den USA und Europa Regulierungen, wie das Konzept der „Chinese Wall“, eingeführt, wonach die Research und Investment Banking Bereiche strikt voneinander getrennt werden sollen.

## Interessenkonflikte im Geschäftsmodell von Finanzanalysten



Quelle: Stanzel (2007)

Hans Böckler  
Stiftung

## 5 Welche Aufgaben haben Rating-Agenturen?

Die Funktion von Ratingagenturen ist die Bereitstellung einer unabhängigen Einschätzung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen und Finanzprodukten. Nach Rhee (2015) findet eine Informationsunterstützung der Investoren bereits durch die Sortierung und Aufbereitung öffentlich zugänglicher Informationen durch die Ratingagenturen statt. So können auf Basis dieser Information die Investoren in einem ersten Schritt eine Vorauswahl (Screening) von Investitionsprojekten mit zutreffendem Risikoprofil durchführen und unter Einbezug dieser präzisen Informationen entscheidungsrelevante Schlüsse, beispielsweise für die Vorteilhaftigkeit eines Investitionsprojekts, ziehen (Sangiorgi & Spatt, 2017).

Das Geschäftsmodell von Rating Agenturen besteht darin die Kreditwürdigkeit von Ländern, Unternehmen und Finanzprodukten gegen Bezahlung zu bewerten. Darüber hinaus gehören aber auch beispielsweise Beratungsdienstleistungen zur Verbesserung der Ratings zum Angebotsportfolio der Agenturen. Das Evaluierungsergebnis der Unternehmen wird dann in zehn einfach interpretierbare und standardisierte Klassen von AAA (höchste Bonität) bis D (Zahlungsunfähigkeit) eingeteilt (Smeets & Cüppers, 2015). Die Einschätzungen von Ratingagenturen hielten darüber hinaus Einzug in mehr und mehr, insbesondere regulatorische, Bereiche, ob als Einflussfaktor auf Kapitalanforderungen der Banken, Financial Covenants in Kreditverträgen oder als Investitionsvoraussetzungen bestimmter institutioneller Investoren, bei denen beispielsweise nur in „Investmentgrade“-Anlagen investiert werden darf. Daher bieten Ratings, losgelöst vom eigentlichen Informationsgehalt, auf Grund ihrer wachsenden regulatorischen Dimension oftmals bereits eine notwendige Grundlage um überhaupt Verträge über Unternehmenswerte abschließen zu können (contracting) (Sangiorgi & Spatt, 2017). Hierin sieht eine weitere Strömung in der Literatur, angefangen bei Partnoy (1999), die eigentliche Funktion von Ratingagenturen, nämlich weniger in der

Bereitstellung von präzisen und entscheidungsrelevanten Informationen, sondern mehr als Verkäufer von Lizenzen, mit Hilfe derer die regulatorischen Rahmenbedingungen erfüllt werden können (regulatory license).

## **6 Die Rolle von Ratingagenturen in der globalen Finanzkrise in den USA (2008/2009)**

Insbesondere in der globalen Finanzkrise in den USA (2008/2009) wurde die fatale Wirkung des Zusammenspiels von Investmentbanken und Ratingagenturen sowie die Bewertungsprobleme der Ratingagenturen in Bezug auf spezielle verbriefte Produkte deutlich. Bei diesen Produkten können Schulden verschiedener Emittenten oder Schuldner gebündelt, gestückelt, weiterverkauft und bei Bedarf nochmals gebündelt werden. Durch diesen Prozess der Risikotransformation konnten Kredite mit relativ hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten in verbriefte Anleihen mit gutem Rating transformiert werden (Jeon & Lovo, 2013). Dieser ansonsten ökonomisch sehr sinnvolle Risikotransformationsprozess führte in diesem Fall jedoch zu mehreren Problemen, weil zum einen die Modelle der Ratingagenturen zwar für Anleihen geeignet waren, aber nicht für die Auszahlungsprofile von z.B. Asset-Backed Securities (ABS). Zum anderen waren aufgrund des starken Wachstums dieses ABS-Marktes nicht genügend ausreichend qualifizierte Mitarbeiter vorhanden, so dass es hier zu Fehlern in der Bewertung kam. Schließlich war aufgrund der mehrstufigen Risikotransformation für den Anleger, auch für den institutionellen Anleger, nicht immer ersichtlich, welche Assets genau die Sicherheit für die Anleihe bildeten.

Ein weiterer ausschlaggebender Aspekt für das Ausmaß der Verluste waren Interessenkonflikte (White, 2018), die die Agenturen dazu verleiteten ein zu positives Rating auszusprechen, was in dem vorliegenden Bezahlmodell der Ratingleistung durch den Emittenten (*Issuer-Pays Model*) begründet ist. Hierbei versucht die Ratingagentur durch positiv verzerrte Ratings weitere Geschäfte durchzuführen, um daraus auch zukünftig Erlöse zu generieren. Im Vorfeld der Finanzkrise wurden insbesondere bei und wegen (White, 2018) dieser speziellen strukturierten Produkte derartige Praktiken angewandt. Daher konnte bereits ein zweiprozentiger Rückgang der Immobilienpreise, aufgrund der viel zu positiven Modellannahmen der Ratingagenturen, den Ausschlag für eine einschneidende Herabstufung der viel zu hoch klassifizierten Finanzprodukte auslösen und damit einen entscheidenden Grund für den Ausbruch der globalen Finanzkrise liefern (Benmelech & Dlugosz, 2009; Jeon & Lovo, 2013).

## **7 Wie sieht der Markt für Unternehmens-Ratings aus?**

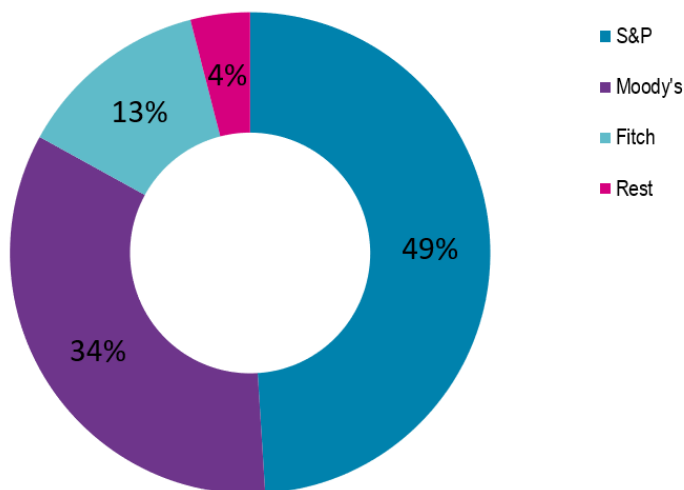
Vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen, die aus einer engen Verzahnung von Ratings und regulatorischen Rahmenbedingungen (Stichwort „regulatory license“, siehe zu Details Karte 1.5) resultieren können, stellt sich die Frage, wer diese Regulierungsmacht letztendlich ausübt.

Im Wesentlichen wird der gesamte Rating-Markt (Stand 2016) von den drei größten Anbietern Standard & Poors (S&P), Moody's und Fitch mit einem Gesamtanteil von 96% dominiert. Als Gründe für die Machtverlagerung hin zu privaten Agenturen identifiziert Kruck (2017) die treibenden Faktoren Größe der aktuellen Verhandlungsmacht (1), Zahl der übertragenen Befugnisse auf die Ratingagenturen (2) und die Dauer für die sich Regulatoren auf die Intermediäre verlassen (3).

Darüber hinaus zeigt sich bei einem weiteren Blick auf die Eigentümerstruktur der Agenturen, dass die größten Anteilseigner von Moody's und Standard & Poors, die gleichen global agierenden Fondsgesellschaften, wie Vanguard, Capital World, State Street und BlackRock sind, für welche wiederum selbst Ratings angefertigt werden, was daher einen Interessenkonflikt impliziert.

Zur Adressierung der Interessenkonflikte von Ratingagenturen wurden Regulierungen in den USA und Europa umgesetzt, welche in der Literatur aber oft noch als erweiterungswürdig erachtet werden (Smeets & Cüppers, 2015; White, 2010).

### Ratingagenturen Marktanteile nach ausgestellten Ratings



Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an U.S. Securities and Exchange Commission (2016)

Hans Böckler  
Stiftung

## 8 Was sind ESG-Ratings?

Neben den klassischen Kredit-Ratingbestandteilen wie Verschuldungsgrad, Return on Investment oder Stabilität der Gewinne (Pinches & Mingo, 1975) fokussiert sich ein aktueller Trend mehr und mehr auf die Evaluierung von Umwelt-, Sozial- und Unternehmensverantwortung (Environmental, Social, Governance Ratings / ESG Ratings) als Risikofaktoren. Den Grundstein für diese Entwicklung legte ein Aufruf des damaligen UN Generalsekretärs Kofi Annan an 50 CEOs zur Integration von ESG-Faktoren in den Kapitalmarkt (Kell, 2018).



Spezialisierte ESG-Ratingagenturen wie Sustainalytics, das Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft oder Inrate erstellen aufbauend darauf ein Risikomaß inwieweit ein Unternehmen den ESG-Faktoren entspricht. So sind Beispiele für ESG-Faktoren in Bezug auf Umwelt („E“) CO<sub>2</sub>-Emission (Carbon emission) oder Wasserverbrauch (Water management), hinsichtlich sozialer Themen („S“) die Beziehungen zu Mitarbeitern (Employee relation) oder Gewerkschaften (Union relationship) und in Hinblick auf Governance („G“) Bereiche wie Vorstandsvergütungssysteme (Executive compensation schemes) oder Eigentümerstrukturen (Ownership structures) (Clark, Feiner & Viehs, 2015).

Laut „Global Sustainable Investment Review“ waren ESG-Kriterien im Jahr 2016 weltweit für professionell verwaltetes Vermögen im Umfang von 22.890 Mrd. USD von Relevanz was einem jährlichem Wachstum von knapp 15% pro Jahr seit 2012 entspricht (Global Sustainable Investment Alliance, 2014, 2016). Vor dem Hintergrund der genannten Entwicklungen wenig überraschend, finden eine Reihe von Studien, dass Asset Manager sich zunehmend offen zeigen, ESG-Kriterien in den Investitionsprozess zu integrieren.

Zusammenfassend zeigt sich, dass ESG-Faktoren und -Ratings insbesondere bei institutionellen Investoren deutlich an Bedeutung gewinnen und somit deren Investitionsentscheidung beeinflussen und Anreize zur aktiven Einflussnahme zur Integration dieser Faktoren in die Unternehmenspolitik setzen.

## **9 Mögliche Problemfelder und Literaturstand dazu**

Neben den wichtigen Funktionen von Ratingagenturen wie der Senkung von Informationsasymmetrien, lassen sich auch einige Problemfelder identifizieren.

Erstens, aus der Perspektive insbesondere kleinerer Investoren sinkt der Anreiz zur eigenen Analyse deutlich, was wiederum die kritische Auseinandersetzung mit dem aktuellen Rating reduziert und zu blindem Vertrauen auf die Rating Agenturen und deren Einschätzungen führen kann.

Zweitens kann durch die starke Koppelung regulatorischer Anforderungen an Ratings, beispielsweise in Kreditverträgen, ein sogenannter Feedback-Effekt ausgelöst werden (Boot et al., 2006; Kraft, 2015; Manso, 2013). Sinkt in diesem Zusammenhang das Rating eines Unternehmens, steigen die Fremdkapitalkosten, was wiederum zu Liquiditätsproblemen und zu einem niedrigeren Rating führen kann.

Drittens können insbesondere bei institutionellen Investoren wie Geldmarkt- oder Pensionsfonds die beispielsweise nur Beteiligungen mit mindestens Investmentgrade halten dürfen, Herabsetzungen des Ratings zu einer Kettenreaktion von Notverkäufen führen, die dann weitere Verkäufe und wiederum „Downgrades“ auslösen können (Sangiorgi & Spatt, 2017b).

Viertens besteht ein weiterer Kritikpunkt darin, dass auch ungerechtfertigte Ratings gleichsam einer selbsterfüllenden Prophezeiung erst die Bedingungen schaffen, welche dann das Rating wieder rechtfertigen (Gärtner & Griesbach, 2016).

Schließlich besteht fünftens ein zusätzlicher Aspekt in den Interessenkonflikten (White, 2018), die die Agenturen dazu verleiteten ein zu positives Rating auszusprechen, was in dem vorliegenden Bezahlmodell der Ratingleistung durch den Emittenten (*Issuer-Pays Model*) begründet ist. Hierbei besteht ein Anreiz der Ratingagentur darin, durch positiv verzerrte Ratings Folgegeschäfte zu akquirieren, um daraus auch zukünftig Erlöse zu generieren.

## **10 Welche Aufgabe haben Stimmrechtsberater und wie werden sie von institutionellen Anlegern in Anspruch genommen?**

Eine Herausforderung insbesondere für institutionelle Investoren besteht darin, an den mit der Anzahl an Beteiligungen wachsenden Zahl von Hauptversammlungen teilzunehmen und der damit einhergehenden Verpflichtung Stimmrechte auszuüben nachzukommen. Ausübung der Stimmrechte impliziert aber auch, dass vorher ein Informations- und Entscheidungsprozess stattgefunden hat, in dem als Ergebnis festgelegt wird, wie zu einem Tagesordnungspunkt abzustimmen ist, entweder unterstützend oder ablehnend. Einerseits könnten durch die Ausübung des Stimmrechts unter Umständen negative Entwicklungen und zukünftige Kosten vermieden werden, die erst durch die unterlassene Einflussnahme in der Hauptversammlung (*do not vote*) entstehen. Ein Beispiel wäre die Wahl eines wenig qualifizierten Mitgliedes des Aufsichtsrates, der seinen Kontrollpflichten nicht hinreichend nachkommt. Andererseits stellen die Überwachung und Evaluation der Arbeit des Vorstands und Aufsichtsrates, sowie die davon abgeleitete Meinungsbildung bezüglich der Stimmabgabe auf der Hauptversammlung für jede einzelne Unternehmensbeteiligung enorme Informationsbeschaffungs- und Überwachungskosten dar. Darüber hinaus wird dieser Aufwand auch durch länderspezifische Besonderheiten der oft weltweiten Unternehmensbeteiligungen gesteigert (Hitz & Lehmann, 2017; Sauerwald et al., 2016).

Als Lösung dieses Dilemmas werden mehr und mehr die Dienste von Stimmrechtsberatern (englisch: Proxy Advisor) in Anspruch genommen, welche Informationsbeschaffungs- und Überwachungsaufwand für die Stimmrechtsinhaber gegen Gebühr übernehmen.

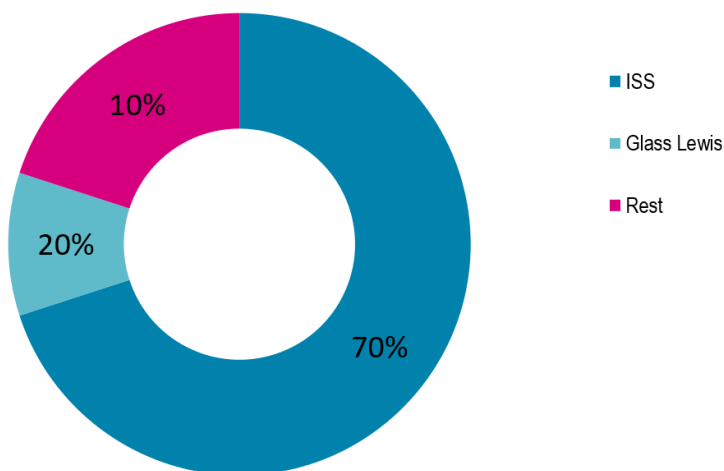
Das Geschäftsmodell von Stimmrechtsberatern gliedert sich im Wesentlichen in zwei Bereiche. Einerseits dem Verkauf von Abstimmungsempfehlungen an institutionelle Investoren und andererseits der Anfertigung von Forschungsprojekten im Bereich Corporate Governance sowie die Organisation von Hauptversammlungen der Zielunternehmen (Choi, Fisch, & Kahan, 2010; Hitz & Lehmann, 2017). Auf Grund der stark gestiegenen Inanspruchnahme dieser Dienste durch Aktionäre und insbesondere institutionelle Investoren erhalten die Empfehlungen der Stimmrechtsberater ein gewisses Gewicht, das umso höher ist und an Bedeutung gewinnt je mehr Aktionäre und Investoren der Empfehlung folgen.

## 11 Wie sieht der Markt für Stimmrechtsberatung aus?

Vor dem Hintergrund der großen Anzahl an Stimmrechten, die durch die Empfehlung von Stimmrechtsberatern potentiell beeinflusst werden können, stellt sich die Frage, wer diese Abstimmungsempfehlungen letztendlich ausübt. Die folgende Abbildung gibt einen Einblick in die Marktaufteilung zwischen den Beratungshäusern (Stand 2017).

Ähnlich wie bei Ratingagenturen zeigt sich ein äußerst konzentrierter Markt, gleichsam einer Duopol-Struktur, auch bei Proxy Advisorn. So hat das mit Abstand größte Beratungshaus Institutional Shareholder Services (ISS) einen Marktanteil von ca. 70% am weltweit verwalteten und beratenden Vermögen, gefolgt vom zweiten Akteur Glass Lewis, der einen Marktanteil von ca. 20% auf sich vereint. Dadurch wird die enorme Machtposition zweier dominierender Stimmrechtsberater sehr deutlich, und zwar erstens direkt auf institutionelle Anleger wie Investment Fonds und passive Investmentvehikel wie Indexfonds und ETFs, und zweitens indirekt auf eine Vielzahl von Unternehmensentscheidungen. Aufgrund eines stark wachsenden Marktes für ETFs, deren Anbieter aufgrund ihres Geschäftsmodells und aus Kostengründen verstärkt auf die Dienste der Berater zurückgreifen müssen, wird sich der Einfluss von Proxy Advisorn in Zukunft weiter ausweiten.

Proxy Advisor Marktanteile am verwalteten Vermögen weltweit



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Dörrwächter, Kramarsch, & Siepmann (2017)

Hans Böckler  
Stiftung

## 12 Mögliche Problemfelder und Literaturstand dazu

Vor dem Hintergrund des entscheidenden und stark gewachsenen Einflusses von Stimmrechtsberatern auf die Corporate Governance muss die Wirkung dieser Gruppe noch recht neuer Informationsintermediäre differenziert betrachtet werden. Einerseits können sie dazu beitragen, dass Anleger besser informiert sind und damit zu wertschaffenden Unternehmensentscheidungen beitragen.

Andererseits findet jedoch neben der Erfüllung dieser Informationsfunktion auch eine Machtverschiebung weg von öffentlichen und hin zu (im Grunde genommen zwei) privaten Beratungshäusern statt (Fleischer, 2011), welche durch das derzeitige Wachstum insbesondere passiver Anlageformen weiter befeuert wird. Zudem ist die Machtkonstellation und Marktkonzentration von ETF-Anbietern und Proxy Advisors sowie deren Eigentümerstruktur deutlich herauszustellen.

Darauf aufbauend könnte sich daraus aber auch die Entwicklung ergeben, dass die Rahmenbedingungen für gute Corporate Governance nicht mehr von Gesetzgebern gesetzt werden, sondern von Stimmrechtsberatern indem sie höhere Anforderungen stellen und einfordern, wie beispielsweise einen höheren Anteil von unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern, mehr „Diversity on the Board“, Berücksichtigung von Umweltkriterien (ESG), oder Vorgaben zur Vorstandsvergütungen. Obwohl das alles Aspekte sind, die auf den ersten Blick mehr oder weniger vernünftig erscheinen, gibt es kaum empirische Evidenz, die den positiven Einfluss auf den Unternehmenswert, auf den langfristigen Erfolg von Unternehmen sowie auf Wachstum und Beschäftigung aufzeigen kann. Eine intensive Forschung zu diesen speziellen Aspekten mit einer Analyse der Vor- und Nachteile dieser neuen Konstellationen hat gerade erst begonnen.

Allerdings liegt mittlerweile einzelne Evidenz vor, dass die institutionellen Investoren größtenteils den Abstimmungsvorschlägen der Stimmrechteberater folgen, so dass die Stimmrechtsberater durch Ihre Empfehlungen das Abstimmungsverhalten substantiell beeinflussen und damit auch bei wichtigen Entscheidungen ein angestrebtes Ergebnis herbeiführen können. Solange die Vorschläge auf einer sachgerechten und unabhängigen Analyse der „Proxy Advisor“ beruhen und sich an den Interessen der Aktionäre und des Unternehmens orientieren, erfüllen diese Informationsintermediäre eine wichtige Kapitalmarktfunktion. Die Abstimmungsvorschläge können allerdings auch durch das Eigeninteresse der Stimmrechteberater geprägt sein, insbesondere dann, wenn Interessenkonflikte bestehen. Solche liegen beispielsweise dann vor, wenn die Stimmrechtsberater auch Corporate Governance Beratungen anbieten und dann zum einen das Management bei der Erstellung bestimmter Governance Vorschläge berät und andererseits den Aktionären empfiehlt, diesen Vorschlägen zuzustimmen. Zudem haben bestimmte Investorengruppen, wie z.B. Hedgefonds und andere aktivistische Investoren ein großes Interesse daran, dass die Stimmrechtsberater ihre Vorschläge unterstützen und somit empfehlen im Sinne der Hedgefonds abzustimmen. Daraus ergibt sich faktisch eine substantielle Erhöhung der oftmals geringen Stimmrechte der Hedgefonds. STADA ist ein solcher Fall, in dem ISS empfohlen hat, die aktivistischen Aktionäre zu unterstützen und der Abwahl des Aufsichtsratsvorsitzenden zuzustimmen.

Auch den Regulatoren ist diese Problematik einer möglichen Stimmrechtskonzentration bewusst und man hat sich deshalb dieser Thematik angenommen und erste Gesetzgebungsverfahren initiiert. Eine abschließende Beurteilung möglicher Probleme erfordert allerdings, dass erheblich intensiver in diesem Gebiet geforscht wird und empirische Studien durchgeführt werden.

## 13 Einordnung mit Blick auf Mitbestimmung

Mitbestimmung findet im Aufsichtsrat, also dem Kontrollgremium eines Unternehmens statt mit dem Hauptziel der Überwachung des Managements im Sinne des langfristigen Unternehmensinteresses. Die Vertretung der Arbeitnehmerseite adressiert hierbei, dass dieses Interesse breiter, also über die isolierte Perspektive der Anteilseigner (Shareholder) hinaus, zu verstehen ist (Stakeholder-Ansatz).

Die Überwachung des Managements stellt gleichzeitig auch eine essentielle Aufgabe der Informationsintermediäre dar. So können Analysten und Ratingagenturen durch die Bereitstellung entscheidungsrelevanter Informationen die Arbeit im Aufsichtsrat durchaus unterstützen. Auch der Trend die Unternehmensbeurteilungen um ESG-Faktoren zu erweitern, die insbesondere auch die Rolle der Beschäftigten im Unternehmen in den Vordergrund stellen können, stärkt die Rolle der Arbeitnehmer im Unternehmen. Dabei ist jedoch kritisch zu hinterfragen, wer die jeweiligen Maßstäbe für die Einordnung eines Geschäftsmodells als „nachhaltig“ mit welcher Verbindlichkeit setzt.

Nichtsdestotrotz birgt eine zu starke Macht von Informationsintermediären eine Reihe von Risiken sowohl aus Sicht der bewerteten Unternehmen und ihrer Beschäftigten als auch aus Sicht der Kapitalgeber. Insbesondere vier Aspekte, die den hier vorgestellten Typen von Intermediären gemein sind, lassen sich hervorheben:

Risiken von Interessenkonflikten: Durch zusätzlich erbrachte Beratungsdienstleistungen (Beispiel Proxy Advisor ISS) oder durch das beschriebene *Issuer-Pays Model* der Ratingagenturen, muss die Unabhängigkeit der Informationsintermediäre zu den von ihnen begutachteten Entscheidungen und Sachverhalten vielfach kritisch hinterfragt werden.

Oligopolistische Strukturen: Im Bereich der Rating-Agenturen und der Stimmrechtsberater stellt die weltweit dominante Stellung einiger weniger Anbieter ein teilweise systemisches Risiko dar, da jede Einschätzung der Marktführer mit einer starken Signalwirkung an alle weiteren Marktteilnehmer verbunden ist.

Privatisierung von Standardsetzung: Verbunden mit dieser Dominanz ist zugleich auch das zunehmende Hineinwachsen dieser Akteure in die Rolle privater Standardsetzer, welche die Anforderungen an Unternehmensführung oder die Maßstäbe finanzieller Solidität losgelöst von staatlicher und überstaatlicher Aufsicht definieren.

Mangelnde Transparenz: Unmittelbar daran schließt sich auch das alle drei Typen umfassende Transparenzproblem an. Das Zustandekommen der jeweiligen Einschätzungen und die zugrundeliegenden Methoden und Informationen sind für die Außenwelt nicht nachzuvollziehen. In ihrer Rolle als Marktakteure schützen die Informationsintermediäre diese als essentiellen Teil ihres Geschäftsgeheimnisses, verhindern somit aber auch die Möglichkeit einer objektiven Qualitätssicherung.

Das Beispiel der Investmentbank Lehman Brothers, die sogar noch am Morgen des Bankrotts am 15. September 2008 mit Investmentgrade ausgezeichnet worden war, macht deutlich, dass die unreflektierte Übernahme der

Urteile von Intermediären auch die Gefahr von sinkendem Monitoring mit sich bringen kann. Aufbauend darauf wäre eine größere Anzahl von Einschätzungen verschiedener Anbieter, speziell im Bereich der Rating-Agenturen und Stimmrechtsberater, erstrebenswert, was jedoch den derzeitigen Oligopol-Strukturen entgegensteht. Als Resümee sollte daher insbesondere für die Arbeit im Aufsichtsrat die Einschätzung von Informationsintermediären durchaus genutzt werden, um informierte Entscheidungen treffen zu können, gleichzeitig aber auch eine kritische Reflexion dieser Einschätzung regelmäßig erfolgen.

## **Ansprechpartner in der Hans-Böckler-Stiftung**

Alexander Sekanina

## **14 Weiterführende Informationen**

- Asquith, P., Mikhail, M. B., & Au, A. S. (2005). Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 245–282
- Benmelech, E., & Dlugosz, J. (2009). The Credit Rating Crisis. In D. Acemoglu, K. Rogoff, & M. Woodorf (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2009* (Vol. 24, pp. 161–207). University of Chicago Press.
- Bessler, W., & Stanzel, M. (2006). Die Rolle der Wertpapieranalysten am Neuen Markt. In W. Bessler (Ed.), *Börsen, Banken und Kapitalmärkte* (pp. 227–262). Berlin: Duncker & Humblot.
- Bessler, W., & Stanzel, M. (2007). Qualität und Effizienz der Gewinnprognosen von Analysten. *Kredit Und Kapital*, 40(1), 89–129.
- Bessler, W., & Stanzel, M. (2009). Conflicts of Interest and Research Quality of Affiliated Analysts in the German Universal Banking System: Evidence from IPO Underwriting. *European Financial Management*, 15(4), 757–786.
- Bessler, W., & Stanzel, M. (2010). Zur Qualität der Gewinnprognose von Analysten: Die Bedeutung von Earnings Management, Expectations Management und Earnings Game. In *Festschrift zum 50-jährigen Jubiläum des DVFA e.V.* (pp. 73–93). Frankfurt a.M.: Knapp Verlag.
- Boot, A. W. A., Milbourn, T. T., & Schmeits, A. (2006). Credit Ratings as Coordination Mechanisms. *The Review of Financial Studies*, 19(1).
- Bowen, R. M., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 25(3).
- Brauer, M., Wiersema, M. (2018). Analyzing Analyst Research: A Review of Past Coverage and Recommendations for Future Research, *Journal of Management*, 44.
- Brunnberg, D. (2018). *Kapitalmarktkommunikation und Finanzanalysten*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.
- Bundestag, D. (2018). Nachhaltigkeit der Kapitalanlage des Bundes. *Drucksache*, 19/6247.
- Choi, S. J., Fisch, J. E., & Kahan, M. (2010). The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? *Emory Law Journal*, 59(4), 869–918.
- Chung, K., & Jo, H. (1996). The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(4), 493–512.
- Clark, G., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder*. Oxford University and Arabesque Partners.
- Diehl, U. (2001). Investmentanalysten. In *Investor Relations am Neuen Markt* (pp. 397–420). Stuttgart: Achleitner, Ann-Kristin.

Dörrwächter, J., Kramarsch, M. H., & Siepmann, R. (2017). Stimmrechtsberater auf dem Corporate-Governance-Prüfstand. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 70(17).

Fleischer, H. (2011). Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 40(2), 155–181.

Frank, R. (2004). Zielgruppen der Investor Relations - Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst? In *Handbuch Investor Relations* (pp. 301–323). Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlage GmbH.

Gärtner, M., & Griesbach, B. (2016). Rating Agencies, Self-Fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria? An Empirical Model of the European Sovereign Debt Crisis 2009-2011. *Business and Economic Research*, 6(2), 199–226.

Global Sustainable Investment Alliance. (2014). *Global sustainable investment review 2014*.

Global Sustainable Investment Alliance. (2016). *Global sustainable investment review 2016*.

Groysberg, B., Polzer, J. T., & Elfenbein, H. A. (2011). Too Many Cooks Spoil the Broth: How High-Status Individuals Decrease Group Effectiveness. *Organization Science*, 22(3), 722–737.

Hitz, J.-M., & Lehmann, N. (2017). Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets. *European Accounting Review*.

Jackson, A. (2005). Trade Generation, Reputation, and Sell-Side Analysts. *The Journal of Finance*, 60(2), 673–717.

Jeon, D., & Lovo, S. (2013). Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories. *International Journal of Industrial Organization*, 31(5), 643–651.

Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2012). Testing asymmetric-information asset pricing models. *Review of Financial Studies*, 25(5), 1366–1413.

Kim und Song (2014). Management Earnings Forecasts and Value of Analyst Forecast Revisions, *Management Science*, 61.

Kraft, P. (2015). Do rating agencies cater? Evidence from rating-based contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 59, 264–283.

Kruck, A. (2017). Asymmetry in Empowering and Disempowering Private Intermediaries: The Case of Credit Rating. *The Annals of the American Academy*, 670(March), 133–151.

Lexikon der Nachhaltigkeit, → [Ratinagenturen und Research-Netzwerke](#)

Li, K. K., & You, H. (2015). What is the value of sell-side analysts? Evidence from coverage initiations and terminations. *Journal of Accounting and Economics*, 60(2–3), 141–160.

Manso, G. (2013). Feedback effects of credit ratings. *Journal of Financial Economics*, 109, 535–548.

Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483–510.

Obersdörster, T. (2009). *Finanzberichterstattung und Prognosefehler von Finanzanalysten*. Wiesbaden: Gabler Verlag, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.

Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down For The Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, 77(3).

Pietzsch, L. (2004). *Bestimmungsfaktoren der Analysten-Coverage: Eine empirische Analyse für den deutschen Kapitalmarkt*. Uhlenbruch Verlag.

Pinches, G. E., & Mingo, K. A. (1975). The Role of Subordination and Industrial Bond Ratings. *Journal of Finance*, 30(1), 201–206.

Rhee, R. J. (2015). Why Credit Rating Agencies Exist. *Economic Notes by Banca Monte Dei Paschi Di Siena SpA*, 44(2), 161–175.

Sangiorgi, F., & Spatt, C. (2017). The Economics of Credit Rating Agencies. *Foundations and Trends in Finance*, 12(1), 1–116.

Sangiorgi, F., & Spatt, C. (2017b). The Economics of Credit Rating Agencies. *Foundations and Trends in Finance*, 12(1), 1–116.



- Sauerwald, S., van Oosterhout, J. (Hans), Van Essen, M., & Peng, M. W. (2016). Proxy Advisors and Shareholder Dissent. *Journal of Management*.
- Smeets, H.-D., & Cüppers, L. (2015). Informationsfunktion und Regulierung von Ratingagenturen. *WiSt- Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 44(1), 23–29.
- Smeets, H.-D., & Cüppers, L. (2015). Informationsfunktion und Regulierung von Ratingagenturen. *WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 44(1), 23–29.
- Stanzel, M. (2007). Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysten. In *Geld – Banken – Börsen*. Wiesbaden: Gabler Verlag, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.
- The Global Compact, → [Who cares wins](#)
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2016). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.
- White, L. J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211– 226.
- White, L. J. (2018). The Credit Rating Agencies and Their Role in the Financial System. In E. Brousseau (Ed.), *Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*. forthcoming Oxford University Press.



---

## Über die Autoren

**Prof. Dr. Wolfgang Bessler** ist Inhaber der Deutsche Börse Seniorprofessur für empirische Kapitalmarktforschung an der Universität Hamburg. Frühere Professuren: Justus-Liebig-Universität Gießen, Syracuse University, Rensselaer Polytechnic Institut. Er ist Mitherausgeber von acht internationalen Journals. Forschungsbereiche: Corporate Governance, Finanzierung, Banken, Börsen, Asset Management.

### Kontakt

**Prof. Dr. Marc Steffen Rapp** ist Professor für Allg. Betriebswirtschaftslehre und Controlling an der Philipps-Universität Marburg. Er ist Co-Direktor des Marburger Centre for Institutional Economics (MACIE) und des Centers for Corporate Governance an der HHL. Forschungsbereiche: Corporate Governance, Unternehmenssteuerung und -finanzierung.

### Kontakt

#### Unter Mitarbeit von:

**Markus Fütterer, MSc.**, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand an der von Prof. Dr. Marc Steffen Rapp geleiteten Management Accounting Research Group an der Philipps-Universität Marburg. Forschungsinteressen: Corporate Governance, Regulierung und Familienunternehmen.

**Marina Kononova, MSc.**, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin an der von Prof. Dr. Marc Steffen Rapp geleiteten Management Accounting Research Group an der Philipps-Universität Marburg. Forschungsinteressen: Eigentümerstrukturen, Regulierung und Corporate Governance.

---

## Impressum

Erschienen im Mitbestimmungsportal, dem Infoservice der Hans-Böckler-Stiftung für die Mitbestimmungspraxis. Die Reihe "Wissen kompakt" bietet im Kartenstapel-Format anschaulich und komprimiert aufbereitete Hintergrundinformationen zu aktuellen Themen.

Online-Fassung und weitere Themen unter [www.mitbestimmung.de/wissen-kompakt](http://www.mitbestimmung.de/wissen-kompakt)

### Kontakt:

Michael Stollt  
Hans-Böckler-Stiftung  
Georg-Glock-Str. 18  
40474 Düsseldorf  
[mitbestimmungsportal@boeckler.de](mailto:mitbestimmungsportal@boeckler.de)

Hans-Böckler-Stiftung,  
August 2021