

# Der Stewardship-Code aus Investorensicht: Fluch oder Segen?

Dr. Alexander Juschus  
Geschäftsführer der IVOX GmbH

Im Juristendeutsch beinhaltet das Wort „grundsätzlich“ grundsätzlich eine oder mehrere Einschränkungen. Somit kann man zumindest von Bedenken bei institutionellen Investoren ausgehen, auch wenn sie den Stewardship-Code grundsätzlich begrüßen. Betrachtet man die im Königreich für Asset Manager rechtsverbindliche Richtlinie, so sind diese unterstellten Vorbehalte durchaus begründet. Dies rührt nicht nur von einem erhöhten verwaltungstechnischen Aufwand bei der Umsetzung des Stewardship-Codes, sondern auch von einer veralteten Infrastruktur für die Ausübung der treuhänderischen Pflichten und einer Vielzahl unterschiedlicher rechtlicher Gegebenheiten in den verschiedenen Märkten.

Eine nicht zu unterschätzende Herausforderung stellt der Code für die gesamte Organisation eines Asset Managers dar. Je nach Wertpapierbestand des Investors ist die geforderte aktive Überwachung eines Emittenten nahezu unmöglich. Selbst die weltgrößten Investoren, die sich oftmals eigene Corporate Governance Departments leisten, sind kaum in der Lage, mehr als 10 Prozent der Gesellschaften, in die sie investiert haben, zu überwachen. Auch wenn sich durch die Standardisierung eines eventuellen Outsourcings des Engagement-Prozesses der zusätzliche Aufwand in Grenzen halten lässt, so mag der Stewardship-Code im Vereinigten Königreich vielleicht die normierte Umsetzung bereits etablierter Praktiken sein, in anderen Märkten wäre er aber eine neue, ressourcenintensive Pflicht, auf die wenige eingestellt sein werden.

Für institutionelle Investoren ist bei der Umsetzung des Codes sicherlich auch die schlecht ausgebaute Infrastruktur ein zentrales Problem (insbesondere im Bereich des Cross Border Voting). Handelt man heutzutage Aktien in Sekundenbruchteilen, so muss man bei der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung (auch innerhalb der EU) bis zu 16 Tage vor der Hauptversammlung tätig werden. Dies ist daher so dramatisch, da viele Gesellschaften in Europa Informationen zur Hauptversammlung gerade einmal 14 Tage vor dem Aktionärstreffen veröffentlichen. Für eine aktive Überwachung, die Umsetzung einer Strategie oder eine Koordination mit anderen Investoren im Vorfeld der Hauptversammlung bleibt hier schon allein rechnerisch kein Spielraum.

Rechtlicher Klärungsbedarf besteht sicherlich beim im Stewardship-Code geforderten Zusammenwirken der Investoren in bestimmten Fällen. Die Grenze zum „Acting in Concert“ scheint hier noch nicht klar abgesteckt zu sein. Hier besteht bei den institutionellen Investoren ein gewisser Grad an Verunsicherung. In diesem Zusammen-



hang ist es wichtig, gerade zugunsten der langfristig orientierten institutionellen Investoren, Klarheit zu schaffen.

Ein weiteres Hindernis sind intransparente Kostenstrukturen. Sind diese im Inland meist noch überschaubar, so muss ein Investor im europäischen Ausland für einen Abstimmungsvorgang bis zu 200 Euro einkalkulieren. Vielen großen Asset Managern entstehen hierdurch jährliche Kosten von mehreren Hunderttausend Euro. Ad absurdum wird der ganze Prozess dadurch geführt, dass die Investoren keine Bestätigung der erfolgreichen und vom Ergebnis her richtigen Stimmrechtsausübung erhalten. Auch wenn dies eine wünschenswerte Leistung der Intermediäre wäre, so verhindert das Konstrukt des Omnibuskontos die erforderliche Transparenz.

So oder so kommt den Intermediären (Verwahrern, Stimmrechtsvertretern und Proxy Solicitors) eine große Verantwortung zu. Sie werden Sorge dafür tragen müssen, dass aus einem verkrusteten Abstimmungssystem ein schlanker, transparenter, schneller und vor allen Dingen kostengünstiger Prozess wird. Um diese ganze Thematik zu verdeutlichen, sei folgendes Beispiel angeführt: Im Jahre 2008 hat die Bank of America nach eigenen Angaben 106 Prozent des verwahrten Bestands abgestimmt. Man muss wohl nicht erwähnen, was für Auswirkungen eine solch fehlerhafte Abstimmung in Deutschland haben kann.

Für Unternehmen ist der Stewardship-Code grundsätzlich zu begrüßen. Die Regelung für institutionelle Investoren versetzt Unternehmen nicht nur in die Lage, ihre Hauptversammlungspräsenz zu steigern, sondern auch den Dialog mit den Investoren nachhaltig zu verbessern. Darüber hinaus bietet der Code für die Hauptversammlung eine zusätzliche Sicherheit: Emittenten können sich nun frühzeitig auf das Abstimmungsverhalten der Investoren einstellen – vorausgesetzt, man macht die Hausaufgaben und setzt sich mit den verschiedenen nationalen und internationalen Abstimmungsrichtlinien auseinander.

Im Fokus des steigenden Engagements wird neben den Kapitalmaßnahmen sicherlich auch die Zusammensetzung des Aufsichtsrats eine Rolle spielen. Dies hat sich bereits letztes Jahr auf der Infineon-Hauptversammlung angedeutet und setzte sich dieses Jahr mit den Wahlen zum TUI-Aufsichtsrat fort. Auch diese Entwicklung sollte nicht unbedingt negativ betrachtet werden. Die zunehmende Einflussnahme institutioneller Investoren auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrats wird auf langfristige Sicht zu einer Professionalisierung führen. Hierdurch wird dieses Gremium auch eine entsprechend qualitative Aufwertung erfahren.

Dr. Alexander Juschus ist Geschäftsführer der IVOX GmbH

IVOX wurde im Jahr 2006 gegründet, um den spezifischen Anforderungen der Stimmrechtsvertretung in Europa Rechnung zu tragen. Das Hauptgeschäftsfeld ist die Analyse von Hauptversammlungen und der Corporate Governance sowie das Proxy Voting. Mit Sitz in Karlsruhe ist IVOX zudem auch in Großbritannien und Frankreich präsent. ([www.ivox-europe.com](http://www.ivox-europe.com))

Inwieweit sich die Unternehmensperformance durch das Engagement der Aktionäre verbessert (wie es in der Literatur intensiv diskutiert wird), ist ein anderes Thema und kann im Zusammenhang mit dem Stewardship-Code dahingestellt bleiben.

Zusammenfassend lässt sich der Stewardship-Code wie folgt bewerten: Grundsätzlich wird diese Richtlinie die Kontrolle der Finanzmärkte verbessern. Durch die Aufwertung der institutionellen Investoren wird der Corporate Governance weiter Vorschub geleistet und verlorenes Vertrauen wieder aufgebaut. Unterm Strich bleibt für die Asset Manager aber auch ein nicht zu unterschätzender zusätzlicher Aufwand. ■