

Schneider, Julian

Article

Förderung der Transparenz oder Kosten für die Aktionäre? Beurteilung der Regulierung von Proxy Advisors anhand der U.S.-Marktreaktion

Junior Management Science (JUMS)

Provided in Cooperation with:

Junior Management Science e. V.

Suggested Citation: Schneider, Julian (2023) : Förderung der Transparenz oder Kosten für die Aktionäre? Beurteilung der Regulierung von Proxy Advisors anhand der U.S.-Marktreaktion, Junior Management Science (JUMS), ISSN 2942-1861, Junior Management Science e. V., Planegg, Vol. 8, Iss. 1, pp. 148-162,
<https://doi.org/10.5282/jums/v8i1pp148-162>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/295031>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Promoting Transparency or Harming Shareholders? U.S. Market Reaction to the Regulation of Proxy Advisors

Förderung der Transparenz oder Kosten für die Aktionäre? Beurteilung der Regulierung von Proxy Advisors anhand der U.S.-Marktreaktion

Julian Schneider

Ludwig-Maximilians-Universität München

Abstract

The SEC's decision to regulate proxy advisors triggers conflicting reactions. The intended increased transparency for shareholders is opposed to higher costs for obtaining information. This paper addresses the question of whether shareholders perceive the regulation of proxy advisors positively as an added value or negatively as a cost. An event study is used to examine market reactions to eleven events that influenced the likelihood of regulation adoption. The event study reveals a negative overall market reaction, suggesting that shareholders view regulation less as an added value through increased transparency and more as a detriment through added costs. Reactions to events that increase (decrease) the likelihood of adoption tend to be negative (positive). Moreover, market reactions are stronger the lower the share of institutional investors in a company. This paper contributes to the debate on proxy advisor regulation by being the first to provide empirical evidence on how shareholders respond to regulation.

Zusammenfassung

Der Beschluss der SEC zur Regulierung von Proxy Advisors löst gegensätzliche Reaktionen aus. Der beabsichtigten gesteigerten Transparenz für Aktionäre stehen höhere Kosten zur Informationsbeschaffung gegenüber. Die vorliegende Arbeit befasst sich mit der Frage, ob Aktionäre die Regulierung von Proxy Advisors positiv als Mehrwert oder negativ als Kosten auffassen. Mit Hilfe einer Ereignisstudie werden die Marktreaktionen auf elf Ereignisse untersucht, die die Wahrscheinlichkeit der Einführung der Regulierung beeinflusst haben. Die Ereignisstudie zeigt eine negative Gesamtmarktreaktion, die darauf schließen lässt, dass Aktionäre die Regulierung weniger als Mehrwert durch erhöhte Transparenz, sondern vielmehr als Nachteil durch zusätzliche Kosten bewerten. Die Reaktionen auf Ereignisse, die die Wahrscheinlichkeit der Einführung erhöhen (verringern), fallen tendenziell negativ (positiv) aus. Zudem sind die Marktreaktionen stärker, je geringer der Anteil institutioneller Investoren an einem Unternehmen ist. Diese Arbeit trägt zur Debatte über die Regulierung von Proxy Advisors bei, indem sie als Erste empirische Erkenntnisse darüber liefert, wie Aktionäre auf eine Regulierung reagieren.

Keywords: Proxy Advisors; Corporate Governance; Ereignisstudie; Informationsintermediäre.

1. Einleitung

Im Juli 2020 hat die Securities and Exchange Commission (SEC) in den USA beschlossen, Proxy Advisors (PAs) stärker zu regulieren (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2020b*). PAs sind Unternehmen, die institutionelle Investoren und andere Marktteilnehmer zu ihrer Stimmvergabe bei Hauptversammlungen beraten und bei der administrativen Durchführung des Abstimmungsprozesses un-

terstützen. Als Intermediäre spielen sie eine wichtige Rolle für ihre Kunden, da institutionelle Investoren in der Regel eine Vielzahl an Stimmanteilen halten und große Informationsmengen zu verarbeiten haben (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a, S. 5-8*). Ihre Funktion verleiht den PAs signifikanten Einfluss auf öffentliche Märkte (*Shuber, 2020*). Um potenzielle Interessenkonflikte sichtbar zu machen und vollständigere Informationen für die Aktionäre

vor der Stimmvergabe zu erhalten, sieht die neue Regulierung vor, dass PAs ihre Empfehlungen gleichzeitig ihren Kunden und auch den analysierten öffentlichen Unternehmen zur Verfügung stellen. Zusätzlich müssen sie ihren Kunden die Kommentare der Unternehmen bereitstellen. Kritiker bemängeln, dass die Regulierung dadurch zu höheren Kosten für Aktionäre führt und die Kontrolle der Macht der Unternehmen einschränkt (Kiernan, 2020). Es ist also fraglich, ob die Regulierung der PAs in den USA den von der SEC beabsichtigten Mehrwert für Aktionäre darstellt oder ihnen letztendlich, wie von Kritikern befürchtet, Entscheidungen erschwert und Kosten verursacht.

Ziel dieser Arbeit ist die Beantwortung der Frage, ob Aktionäre die Regulierung von PAs in den USA positiv als Mehrwert oder negativ als Kosten auffassen. Da die Regulierung bis Dezember 2021 nicht verpflichtend ist, kann zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht beurteilt werden, welchen Effekt sie tatsächlich bewirken wird. Anhand der Marktreaktionen in den USA können jedoch die Erwartungen der Aktionäre auf die Regulierung mit Hilfe einer Ereignisstudie beobachtet werden. Zunächst werden das Geschäftsmodell, der Einfluss auf den U.S.-Markt sowie die Kritik an PAs näher beleuchtet und der neue Regulierungsbeschluss der SEC erläutert. Anschließend werden signifikante Ereignisse im Zusammenhang mit der Verabschiedung der Regulierung identifiziert. Empfinden Aktionäre die Regulierung als Nachteil, wird erwartet, dass Ereignisse, die die Wahrscheinlichkeit der Verabschiedung erhöhen (verringern), zu einer negativen (positiven) Marktreaktion führen. Die Reaktionen des U.S.-Marktes werden mit Market Adjusted Returns (MAR) unmittelbar um die identifizierten Ereignisse analysiert, um herauszufinden, ob sie signifikant unterschiedlich von Null sind.

2. Proxy Advisors am U.S.-Markt

2.1. Geschäftsmodell von Proxy Advisors

Das Geschäftsmodell von PAs besteht primär darin, im Vorfeld von Hauptversammlungen börsennotierter Unternehmen Analysen für Aktionäre zu erstellen und Abstimmungsempfehlungen zu geben, um ihnen die Entscheidungsfindung zu erleichtern (European Securities and Markets Authority (ESMA), 2012, S. 9). Ihre Empfehlungen betreffen Schlüsselthemen wie die Beurteilung von Aktionärsanträgen, die Wahl und Vergütung des Vorstands, die Qualität der Corporate Governance, Nachhaltigkeit oder angestrebte Firmenübernahmen. Ihre Berichte verkaufen sie auf Basis von Abonnements vor allem an institutionelle Investoren wie Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungen oder Vermögensverwalter (Government Accountability Office (GAO), 2016, S. 2; Hayne & Vance, 2019, S. 973).

In den USA erhalten Aktionäre der meisten börsennotierten Unternehmen ein Abstimmungsrecht, wenn sie Stammaktien kaufen. Nur wenige von ihnen geben ihre Stimme persönlich bei Hauptversammlungen ab, sondern wählen per „Proxy Vote“, indem sie einen Stimmrechtsvertreter bevollmächtigen, online oder per Brief abstimmen (Spatt, 2021, S.

136). Vor Hauptversammlungen versenden die Unternehmen daher Informationsmaterialien, „Proxy Statements“, über abzustimmende Punkte an ihre Aktionäre, damit diese eine fundierte Entscheidung treffen können. Mit über 70% Anteil sind institutionelle Investoren die größten Aktionäre börsennotierter Unternehmen in den USA (ProxyPulse, 2020, S. 2). Ihre Kunden haben sie zur Ausübung ihres Proxy Voting Rechts ermächtigt. Durch Beteiligungen an zahlreichen börsennotierten Unternehmen sind institutionelle Investoren für hunderte bis tausende Hauptversammlungen stimmberechtigt, die in der Regel in einem engen Zeitfenster von wenigen Monaten abgehalten werden (Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a, S. 7-8). Sie stehen daher in kurzer Zeit sowohl vor der Herausforderung, unabhängige Abstimmungsempfehlungen zum Wohl ihrer Kunden zu treffen, als auch den Abstimmungsvorgang administrativ zu organisieren. Aus diesem Grund greifen sie auf die Dienstleistungen von PAs zurück. PAs haben standardisierte Recherche- und Analyseprozesse entwickelt, um öffentlich verfügbare Informationen zu aggregieren und zu verarbeiten. Sie analysieren unter anderem die Proxy Statements, die die Unternehmen vor Hauptversammlungen an ihre Aktionäre versenden, um darauf basierend Abstimmungsempfehlungen zu entwickeln. Ihre Einnahmen generieren sie zum einen dadurch, dass sie Investoren individuelle, auf ihre Richtlinien zugeschnittene Berichte verkaufen. Zum anderen verkaufen PAs standardisierte Berichte auf Basis ihrer eigenen „Benchmark Policy“ an teils hunderte Kunden. Eine Benchmark Policy¹ ist eine Richtlinie, die aufführt, anhand welcher Aspekte PAs Unternehmen vergleichen und ihre Abstimmungsempfehlungen entwickeln. Die Richtlinien werden regelmäßig mit Hilfe von eigenen Erhebungen und dem Input verschiedener Marktteilnehmer, insbesondere großer institutioneller Investoren, angepasst (Hayne & Vance, 2019, S. 1005-1006). Die Berichte werden von institutionellen Investoren in verschiedenen Weisen genutzt, unter anderem als Alternative oder Ergänzung für ihre eigenen Analysen (Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a, S. 7). Durch die Informationen erhalten sie ein tieferes Verständnis der Abstimmungspunkte, um eine fundierte Entscheidung treffen zu können und die eigenen Ressourcen effizienter zu nutzen. Der Zweck von PAs ist es, institutionellen Investoren die rechtzeitige und informierte Ausübung ihrer Stimmrechte zu erleichtern (European Securities and Markets Authority (ESMA), 2012, S. 9). Durch das Sammeln, Verarbeiten und Verbreiten von Informationen, fungieren sie als wichtige Intermediäre, die die Informations- und Kontrollkosten ihrer Kunden reduzieren (Hitz & Lehmann, 2018). Zusätzlich zur Informationsbereitstellung bieten PAs auch Unterstützung bei der administrativen Durchführung der Stimmabgabe an. In der Regel stellen sie eine elektronische Plattform zur Verfügung, die den Abstimmungsprozess effizienter gestaltet (Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a, S. 8). In den vergangenen Jahren haben sich einige PAs ein weiteres Geschäftsfeld erschlossen. Neben der Beratung von Aktionären, bieten sie

¹Synonym wird oft auch „Voting Policy“ verwendet.

auch Beratungsleistungen für die börsennotierten Unternehmen selbst zu Themen wie Vorstandsvergütung, Corporate Governance und Nachhaltigkeit an. Mit ihrer Hilfe versuchen die Unternehmen die Abstimmungsergebnisse bei Hauptversammlungen zu verbessern (Hayne & Vance, 2019, S. 976; Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a, S. 51).

2.2. Ursprung und Einfluss auf den U.S.-Markt

Der Ursprung von PAs geht zurück auf die 1980er Jahre, als Institutional Shareholder Services, Inc. (ISS), als eines der ersten Unternehmen dieser Art, in den USA gegründet wurde. In den 2000er Jahren kamen in kurzer Zeit weitere hinzu, unter anderem Glass, Lewis & Co., LLC (GL) (European Securities and Markets Authority (ESMA), 2012, S. 10). Der schnelle Anstieg von PAs wurde durch eine neue Richtlinie begünstigt, die die SEC 2003 verabschiedete. Richtlinie 206(4)-6 des Investment Advisers Act von 1940 (Advisers Act) besagt, dass Anlageberater² eine Treuepflicht („Fiduciary Duty“) gegenüber ihren Kunden haben. Gemäß ihrer Treuepflicht müssen Anlageberater Richtlinien zur Stimmrechtsvertretung entwickeln, die frei von Interessenkonflikten und angemessen gestaltet sind, um sicherzustellen, dass sie die Proxy Votes im besten Interesse ihrer Kunden abstimmen. Die neuen Anforderungen der Richtlinie 206(4)-6 stellen eine erhebliche wirtschaftliche Belastung für Anlageberater dar, die die nötigen Ressourcen dafür nicht aufwenden wollten (Placenti, 2019). Gleichzeitig ebneten sie den Weg für PAs. Basierend auf einer Leitlinie der SEC-Mitarbeiter („Staff Guidance“), war es Anlageberatern möglich, ihre Treuepflicht, insbesondere die Vermeidung von Interessenkonflikten, zu erfüllen, indem sie ihre Proxy Votes auf die Empfehlungen von PAs stützten. Das hatte zur Folge, dass immer mehr institutionelle Investoren ihre Recherchen und Abstimmungsentscheidungen an PAs auslagerten und somit deren Wachstum stark beschleunigten (Government Accountability Office (GAO), 2016, S. 14-15). Diese Praxis manifestierte sich im folgenden Jahr durch die Veröffentlichung der sogenannten No-Action Letters. In zwei öffentlichen Briefen stellte die SEC 2004 klar, dass Anlageberater die Analyse von Proxy Statements und den Proxy Voting Prozess an unabhängige Dritte wie PAs auslagern können. Außerdem müssten die Anlageberater nicht in jedem einzelnen Fall prüfen, ob zwischen den PAs und den börsennotierten Unternehmen Interessenkonflikte vorliegen, sondern könnten sich auf die allgemeinen Konfliktverfahren der PAs verlassen. Das ermöglichte es diesen wiederum, sowohl institutionellen Investoren als auch börsennotierten Unternehmen Beratungsdienstleistungen anzubieten (Rose & Walker, 2020, S. 7). Obwohl es die Absicht der SEC war, ein größeres Engagement institutioneller Investoren im Proxy Voting Prozess anzustoßen, hatte die Richtlinie somit den gegenteiligen Effekt (Doyle, 2018, S. 6). Heute wird der U.S.-Markt von zwei PAs dominiert, die zusammen einen Marktanteil von 97% haben

(Hayne & Vance, 2019, S. 973). ISS, das 2020 mehrheitlich in den Besitz der Deutsche Börse (2020) übergegangen ist, ist mit 60% Marktanteil der größte PA in den USA, gefolgt von GL mit 37% (Spatt, 2021, S. 137). Mit ihrem Wachstum stieg über die Jahre jedoch auch die Kritik an PAs. Nicht nur auf Grund der hohen Konzentration der Marktanteile, sondern vor allem wegen der Abhängigkeit institutioneller Investoren wuchs die Angst vor zu viel Einfluss durch blindes Vertrauen in die Empfehlungen von PAs. Bereits 2007 führte das U.S. Government Accountability Office (GAO) in einem Bericht an, dass kleinere institutionelle Investoren nicht die Kapazitäten hätten, um aufwändige Recherchen zu betreiben und daher dazu geneigt seien, sich komplett auf die Empfehlungen von PAs zu verlassen (Government Accountability Office (GAO), 2016, S. 2). Diese Praxis wird als „Robo-Voting“ bezeichnet (Doyle, 2018, S. 6). Gemäß einer Studie des American Council for Capital Formation (ACCF) folgen 175 institutionelle Investoren, die zusammen ein Vermögen von mehr als 5 Billionen US-Dollar repräsentieren, bei Abstimmungen zu 95% den Empfehlungen von PAs (Doyle, 2018, S. 5). Gleichzeitig liegt die Abstimmungsquote bei institutionellen Investoren bei 92% im Gegensatz zu Kleinanlegern mit 28%, was ihr Gewicht bei Proxy Votes verstärkt (ProxyPulse, 2020, S. 2).

Der größte Teil akademischer Literatur über PAs befasst sich mit der Beantwortung der Frage, welchen Einfluss sie auf den U.S.-Markt haben. Hayne und Vance (2019, S. 975, 1003) untersuchten beispielsweise, ob PAs indirekt als Intermediäre über ihre Empfehlungen Einfluss auf die Vorstandsvergütung³ von börsennotierten Unternehmen haben oder gar direkten Einfluss als de facto Standardsetzer ausüben. Hintergrund dieser Untersuchung ist die Kritik, dass die hohe Übereinstimmung der Stimmvergabe institutioneller Investoren mit den Empfehlungen von PAs die Unternehmen dazu drängt, ihre Vergütungsstruktur an den öffentlich einsehbaren Benchmark Policies der PAs auszurichten, um negative Ergebnisse zu vermeiden. Dadurch würden die Richtlinien von PAs zu „Standards“ für Unternehmen und sie selbst zu Standardsetzern. Hayne und Vance kommen zu dem Schluss, dass PAs sowohl indirekt als auch direkt Einfluss auf die Vorstandsvergütung börsennotierter Unternehmen ausüben. Zu dem gleichen Schluss kommen Larcker, McCall und Ormazabal (2015, S. 173). Sie kritisieren, dass Unternehmen durch PAs dazu verleitet werden, Entscheidungen zu treffen, die den Shareholder Value verringern. Malenko und Shen (2016) zeigen, dass eine negative Empfehlung von ISS in Bezug auf die Vorstandsvergütung zu einem um 25 Prozentpunkte niedrigeren Abstimmungsergebnis führen. Ertimur, Ferri und Oesch (2013) berichten sogar, dass mehr als die Hälfte aller Unternehmen als Reaktion auf eine negative Empfehlung im Anschluss an die Abstimmung ihre

²Als Anlageberater, auf Englisch „Investment Advisers“ oder auch „Asset Manager“, sind unter anderem institutionelle Investoren wie Investmentfonds und ETFs zu verstehen, siehe Spatt (2021).

³Seit dem Dodd-Frank Act von 2010 können Aktionäre über die Vergütung des Vorstands abstimmen („say on pay“). Das Ergebnis ist zwar nicht bindend, aber es sendet ein wichtiges Signal über die Zufriedenheit der Aktionäre mit der Vergütung und Leistung des Vorstands aus, siehe Larcker, Tayan und Copland (2018).

Vergütungsstruktur geändert haben. Alexander, Chen, Seppi und Spatt (2010) und Brav, Jiang, Li und Pinnington (2019) kommen ebenfalls zu der Erkenntnis, dass PAs einen signifikanten Einfluss auf den Ausgang von Proxy Votes in den USA haben. Diese Beobachtung beschränkt sich nicht nur auf den U.S.-Markt. Hitz und Lehmann (2018, S. 740) haben die Auswirkungen der Empfehlungen von ISS und GL auf Unternehmen in Europa untersucht. Auch sie folgern, dass PAs eine wichtige ökonomische Rolle eingenommen haben, die zwar weniger ausgeprägt ist als in den USA, aber dennoch dazu führt, dass ihre Empfehlungen signifikante Marktreaktionen auslösen.

2.3. Kritik an Proxy Advisors

Wie in Abschnitt 2.2. erläutert, ist der Einfluss von PAs auf Proxy Votes und die Corporate Governance von börsennotierten Unternehmen in den USA empirisch belegt. Angesichts dessen, der hohen Marktkonzentration auf praktisch nur zwei Firmen und der Abhängigkeit vieler institutioneller Investoren, stehen PAs stark in der Kritik. Vor allem börsennotierte Unternehmen fürchten negative Auswirkungen. 2019 forderten 319 von ihnen in einem von der Nasdaq Börse organisierten Brief die SEC dazu auf, PAs stärker zu kontrollieren (Griggs, 2019). Die Kritik umfasst in der Regel zwei wesentliche Punkte: Potenzielle Interessenkonflikte und die Qualität der Empfehlungen.

Interessenkonflikte entstehen vor allem dann, wenn PAs sowohl Corporate Governance Beratungsleistungen für Unternehmen anbieten als auch Abstimmungsempfehlungen über diese Unternehmen an institutionelle Investoren verkaufen. Die SEC gab bei der Veröffentlichung eines Konzeptpapiers an, dass Interessenkonflikte die vielleicht meistgenannte Sorge in Bezug auf PAs sind (Securities and Exchange Commission (SEC), 2010, S. 116). Diese Konstellation bezieht sich allerdings ausschließlich auf ISS und ihr Tochterunternehmen ISS Corporate Solutions, da GL keine Corporate Governance Beratung anbietet. Einige Unternehmen deuteten an, dass sie sich unter Druck gesetzt fühlten ISS' Beratung in Anspruch zu nehmen, um negative Empfehlungen bei ihren Proxy Votes zu verhindern. Im Umkehrschluss wird befürchtet, dass Unternehmen, die Corporate Governance Beratung erhalten, von ISS bevorzugt werden könnten (Government Accountability Office (GAO), 2007, S. 10). Ein weiteres Feld für Interessenkonflikte ist die Beteiligungsstruktur einzelner PAs. Bis zu ihrer Übernahme durch die Deutsche Börse AG befand sich ISS zu 100% in Besitz des institutionellen Investors Genstar Capital, LLC. Mittlerweile beläuft sich der Anteil von Genstar nur noch auf 20% (Deutsche Börse, 2020). GL wurde ebenfalls kürzlich verkauft, ist jedoch komplett im Besitz eines institutionellen Investors geblieben. Ihre Anteile wurden an den Private Equity Investor Peloton Capital Management verkauft (McElhaney, 2021). Der Interessenkonflikt wird hier in Bezug auf Aktionärsanträge („Shareholder Proposals“) gesehen, die auf den Hauptversammlungen zur Wahl stehen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren, die PAs besitzen, Aktionärsanträge einreichen und von ihren Tochterunternehmen Empfehlungen

zu ihren Gunsten erhalten. Außerdem ist es möglich, dass Besitzer von PAs oder Mitglieder ihrer Führungsebene eine erhebliche Beteiligung an Unternehmen haben, zu denen Empfehlungen gegeben werden (Government Accountability Office (GAO), 2007, S. 11). Generell geht ein potenzieller Interessenkonflikt aus dem Geschäftsmodell von PAs hervor. Dadurch, dass sie von ihnen bezahlt werden, besteht von Natur aus ein Anreiz mehr Empfehlungen zu Gunsten von Aktionärsanträgen institutioneller Investoren zu geben, um die Geschäftsbeziehungen mit ihnen aufrecht zu erhalten (Cappucci, 2019, S. 21). In einer Rede äußerte der SEC Commissioner Elad Roisman (2020a) zudem Bedenken über eine Praxis, die „Social Arbitrage“ genannt wird. Institutionelle Investoren würden die Abstimmungsempfehlungen von PAs beeinflussen, sodass bei Proxy Votes beispielsweise gegen ein unbeliebtes Vorstandsmitglied gewählt wird. Dies sei eine Möglichkeit, indirekt gegen das Unternehmen zu stimmen, ohne gleichzeitig die Geschäftsbeziehungen zu gefährden. Obwohl einige PAs bereits Maßnahmen zur Offenlegung von Interessenkonflikten umsetzen, fordern Kritiker einheitlichere Regeln. Ohne sie könne es zu inkonsistenten oder unzureichenden Offenlegungen kommen (Business Roundtable, 2020). Die Empfehlungen von ISS enthalten zum Beispiel eine Legende, die andeutet, dass das betreffende Unternehmen Kunde ihrer Tochtergesellschaft ISS Corporate Solutions sein könnte (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019a, S. 92). Dieser Hinweis bietet jedoch keine Gewissheit, ob dem Unternehmen tatsächlich Beratungsdienstleistungen angeboten werden bzw. in welchem Umfang die Geschäftsbeziehung besteht.

Der zweite Hauptkritikpunkt an PAs thematisiert die Qualität ihrer Empfehlungen. Angesichts der hohen Übereinstimmung zwischen ihren Empfehlungen und den Abstimmungsentscheidungen institutioneller Investoren (Doyle, 2018, S. 5) erhalten Nachlässigkeiten oder Fehler bei der Recherche umso mehr Gewicht. Oft wird kritisiert, dass sie falsche Peer-groups auswählen oder fehlerhafte Kalkulationen durchführen (Cappucci, 2019, S. 19). Außerdem wird bemängelt, dass PAs ihre Recherchen in Billiglohnländer wie die Philippinen auslagern und ihre Qualitätskontrollen inadäquat seien. In einer Umfrage des COEC (2011, S. 10) gaben 53% der Befragten an, dass PAs einen oder mehrere Fehler in ihren Berichten über die Vorstandsvergütung von Unternehmen gemacht haben. Der Unternehmensanwalt Placenti (2018, S. 11) stellte in einer Untersuchung von 107 Abstimmungsempfehlungen zu 97 verschiedenen Unternehmen aus den Jahren 2016 bis 2018 faktische, analytische oder andere ernsthafte Fehler fest. Das SEC Investor Advisory Committee (IAC) (2020, S. 5) entgegnete jedoch, dass der Anteil faktischer Fehler angesichts tausender Abstimmungen bei unter einem Prozent läge. Da PAs innerhalb weniger Monate tausende Unternehmen analysieren müssen – allein ISS hat über 4.600 Kunden (Institutional Shareholder Services (ISS), 2021) – verwenden sie aus Zeit- und Kostengründen ihre standardisierten Benchmark Policies. Ihnen wird deshalb ein „one-size-fits-all“-Ansatz vorgeworfen, der sich nur auf Kosteneffizienz fokussiere. Ein solcher Ansatz sei aber nicht in der Lage,

auf die Besonderheiten der Unternehmen einzugehen und ihre Corporate Governance angemessen zu beurteilen (Rose & Walker, 2020, S. 10). Wenn institutionelle Investoren PAs auf Basis von Kosten anstatt der Qualität auswählten, bestehe die Gefahr, dass sie keinen Anreiz mehr haben, tiefgreifende firmenspezifische Untersuchungen durchzuführen (Larcker et al., 2015, S. 175). Zudem wird die fehlende Transparenz bei der Entwicklung ihrer Benchmark Policies kritisiert. Diese seien oft auf fehlerhafte akademische Studien gestützt und es lasse sich nicht prüfen, ob sie richtig auf die jeweiligen Unternehmen angewendet werden (Rose & Walker, 2020, S. 10). Kritiker fordern aus diesen Gründen, dass Unternehmen, zu denen PAs ihre Empfehlungen aussprechen, in die Entwicklung der Benchmark Policies eingebunden werden sollen, um zu verhindern, dass PAs zu de facto Standardsetzern werden (Griggs, 2019). Außerdem sollen die Unternehmen eine Möglichkeit bekommen, die Empfehlungen rechtzeitig vor den Proxy Votes einsehen und kommentieren zu können, um potenzielle Fehler aufzudecken, bevor sie die Abstimmung beeinflussen. Zwar geben ISS und GL Unternehmen im Fall einer negativen Empfehlung bereits die Möglichkeit den Entwurf vorab einzusehen und Korrekturen anzumerken, jedoch erhalten nicht alle Unternehmen diese Möglichkeit oder sie erhalten sie nicht rechtzeitig. Eine Umfrage des ACCF von 100 Unternehmen ergab, dass 37% (84%) von ihnen keine Möglichkeit zur Vorabinsicht von ISS (GL) erhalten haben. 85% erhielten weniger als 72 Stunden Antwortzeit von ISS (Placenti, 2018, S. 7-8).

SEC Commissioner Roisman (2020a) ist der Meinung, dass die Leidtragenden dieser Kritikpunkte die „Main Street“-Investoren sind. Kleinanleger, die mehr und mehr große Teile ihrer Ersparnisse in Fonds investieren, um von den Vorzügen institutioneller Investoren zu profitieren, aber gleichzeitig auch die Kosten ihrer Abstimmungsentscheidungen zu tragen hätten. Er sieht daher eine stärkere Regulierung von PAs und ihrer Empfehlungen als notwendig an, um zu gewährleisten, dass institutionelle Investoren im besten Sinne ihrer Kunden abstimmen.

2.4. Regulierung von Proxy Advisors

Bis zum Jahr 2018 wurden PAs nur durch den Advisers Act von 1940 reguliert. Durch verschiedene Ausnahmen konnten sie frei bestimmen, ob sie sich selbst als Anlageberater bei der SEC registrieren wollen. Damit einher gingen zwar zusätzliche regulatorische Anforderungen, jedoch wurden sie in Bezug auf PAs nur wenig durchgesetzt (COEC, 2011, S. 11). Die Registrierung als Anlageberater hatte dadurch eher symbolischen als regulatorischen Charakter für PAs. Von den beiden Marktführern ist nur ISS als Anlageberater geführt, GL hat darauf verzichtet (Government Accountability Office (GAO), 2016, S. 10). Eine wichtige Erleichterung für sie waren die No-Action Letters von 2004, die es anderen Anlageberatern ermöglichten ihre Treuepflicht zu erfüllen, indem sie ihre Abstimmungsentscheidungen auf die Empfehlungen von PAs stützten (siehe Abschnitt 2.2.). Der dadurch gewonnene Einfluss und die lauter werdende Kritik sorgte

dafür, dass die Debatte um eine stärkere Regulierung von PAs immer hitziger wurde.

Die SEC reagierte auf die Kritik mit einem über 10 Jahre andauernden Regulierungsprozess. Bereits 2010 veröffentlichte sie ein Konzeptpapier zum U.S. Proxy Voting System, in dem sie unter anderem Kommentare zur Rolle von PAs einforderte. Die SEC thematisierte potenzielle Interessenkonflikte und mangelnde Genauigkeit und Transparenz bei der Entwicklung von Abstimmungsempfehlungen (Securities and Exchange Commission (SEC), 2010, S. 114-126). 2013 veranstalteten sie einen Roundtable⁴, bei dem der Einsatz von PAs durch institutionelle Investoren diskutiert wurde (Securities and Exchange Commission (SEC), 2013). Im Juni 2014 veröffentlichten die Mitarbeiter der SEC ein Rundschreiben („Staff Legal Bulletin“), das Anlageberatern Leitlinien zu ihren Treuepflichten bei der Beauftragung von PAs gab (Securities and Exchange Commission (SEC), 2014). Darin wurde ihnen geraten, Richtlinien und Prozesse zu entwickeln, um die Arbeit der PAs und potenzielle Interessenkonflikte zu kontrollieren. Dennoch blieben die No-Action Letters von 2004 weiter in Kraft, sodass das Rundschreiben nur einen geringen Effekt auf den Einsatz von PAs hatte (Posner, 2018). Es wurde jedoch als Hinweis interpretiert, dass Anlageberater sich nicht kritiklos auf die Abstimmungsempfehlungen von PAs verlassen sollen (Placenti, 2019). Da die Forderungen nach einer stärkeren Regulierung unvermindert blieben, hielt die SEC im November 2018 erneut einen Roundtable ab. Im Vorfeld dieser Veranstaltung nahmen die Mitarbeiter im September 2018 offiziell die No-Action Letters zurück, um die Diskussion über eine Überarbeitung der Regulierung zu erleichtern (Securities and Exchange Commission (SEC), 2018b). Die Rücknahme der Letters stellte in Frage, inwieweit sich Anlageberater auf die Empfehlungen von PAs verlassen können und signalisierte einen grundlegenden Wandel in der Haltung der SEC gegenüber PAs (Placenti, 2019). Im August 2019 veröffentlichte sie zwei Leitlinien („Guidance“), die die Kritik auf zwei Wegen aufgriffen. Eine Guidance richtete sich an Anlageberater als Kunden von PAs, die andere richtete sich direkt an PAs.

In der ersten Guidance stellte die SEC die Verantwortlichkeiten von Anlageberatern bei Proxy Votes im Zusammenhang mit der Erfüllung ihrer Treuepflicht klar. Dabei legte sie spezielles Augenmerk auf Anlageberater, die PAs beschäftigen (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019b, S. 8). Die Guidance erhielt durch die Rücknahme der No-Action Letters eine stärkere Wirkung als zuvor im September 2018, da Anlageberater sich nicht mehr in gleichem Maß auf die Empfehlungen von PAs verlassen konnten, um ihrer Treuepflicht nachzukommen. Die SEC regte sie somit zu einer insgesamt kritischeren Grundhaltung an. Sie sollten unter anderem mögliche Interessenkonflikte bereits bei der Beauftragung identifizieren, die Abstimmungsempfehlungen vermehrt auf Fehler oder Unvollständigkeiten untersuchen und die Kapazität und Kompetenz der PAs stärker kontrollieren.

⁴Ein Roundtable ist ein Treffen der SEC mit Interessengruppen zur Diskussion eines bestimmten Themas.

Die SEC stellte auch klar, dass Anlageberater nicht jede Möglichkeit in Anspruch nehmen müssen, für ihre Kunden abzustimmen. Das bezieht sich auf Fälle, in denen dies explizit mit ihren Kunden vereinbart wurde und auf Fälle, in denen es im besten Interesse des Kunden ist, nicht an der Abstimmung teilzunehmen, zum Beispiel wenn die Kosten den Nutzen übersteigen (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019b, S. 17-24). Dadurch reduzierte sie zugleich die Notwendigkeit, sich auf die Beratung von PAs zu verlassen (Spatt, 2021, S. 153). Mit dieser Guidance legte die SEC eine hohe Messlatte für Anlageberater, ihre Treuepflichten zu erfüllen und ging damit auf die Kritik am großen Einfluss von PAs durch Robo-Voting ein (Placenti, 2019).

In der zweiten Guidance stellte die SEC klar, dass PAs nach ihrer Ansicht den Proxy Rules unterliegen. Proxy Rules sind Richtlinien, die im Securities Exchange Act von 1934 (Exchange Act) festgelegt worden sind und den Abstimmungsprozess regulieren. Bis zu diesem Zeitpunkt fanden die Proxy Rules auf PAs keine Anwendung, da die herrschende Meinung war, dass ihre Abstimmungsempfehlungen keine „Solicitation“ im Sinne der Richtlinie 14a-1(l) der Proxy Rules darstellen. Mit der neuen Guidance änderte sich diese Ansicht. Der Begriff „Solicitation“ wird in Richtlinie 14a-1(l) nicht genau definiert, die SEC versteht ihn in Verbindung mit der Auslegung vorangegangener Jahre jedoch als eine Kommunikation mit Wertpapierinhabern, die nach vernünftiger Beurteilung darauf abzielt, die Beschaffung, Zurückhaltung oder den Widerruf seiner Stimmabgabe zu bewirken (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019c, S. 4). Das Government Accountability Office (GAO) (2016, S. 6) definiert einen Proxy Solicitor als eine Firma, die börsennotierten Unternehmen dabei hilft mit Aktionären zu kommunizieren, um ihre Stimmen zu sichern. Man kann eine Solicitation also als Kommunikationsprozess mit Aktionären bezeichnen, der darauf abzielt, die Stimmvergabe des Aktionärs zu beeinflussen. Die SEC interpretiert Abstimmungsempfehlungen von PAs als Solicitation, weil sie darauf abzielten, ihre Kunden bei der Abstimmungsentscheidung zu unterstützen, wodurch eine Beeinflussung entstünde. Dies gelte auch, wenn die Kunden nicht ihren Empfehlungen folgten (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019c, S. 9-10). Entscheidend ist, dass eine Solicitation strenger Offenlegungspflichten durch die Proxy Rules unterliegt. Demnach muss die Kommunikation mit dem Aktionär über ein aufwändiges Proxy Statement erfolgen, es sei denn, man greift auf die Ausnahmen aus Richtlinie 14a-2(b) zurück (Government Accountability Office (GAO), 2016, S. 8-9). Richtlinie 14a-2(b)(1) befreit Personen, die nicht versuchen als Stimmrechtsvertreter für einen Wertpapierinhaber zu handeln oder anderweitig eine Abstimmung einzureichen oder anzufordern. 14a-2(b)(3) befreit Personen, die andere Personen zu ihrer Stimmvergabe beraten, wenn sie bestimmte Kriterien erfüllen. Diese Kriterien umfassen vor allem die Offenlegung signifikanter Beziehungen mit dem Unternehmen, zu dem die Abstimmungsempfehlung gegeben wird und dass der Berater nur von dem Kunden vergütet wird, der die Beratung erhält. Die SEC behielt sich in ihrer Guidance außerdem vor, die

Kriterien von Paragraph 14a-2(b)(3) zukünftig auszuweiten (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019c, S. 3). Die Feststellung, dass die Proxy Rules auf PAs zutreffen, bedeutet zusätzlich, dass sie den Anti-Fraud Bestimmungen von Richtlinie 14a-9 unterliegen, die sie für ihre Empfehlungen haftbar machen können. In 14a-9 steht, dass Solicitations keine Aussagen enthalten dürfen, die falsch oder irreführend in Bezug auf eine wesentliche Tatsache sind. In ihrer Guidance merkte die SEC an, dass sich die Richtlinie auch auf Meinungen, Begründungen, Empfehlungen oder Überzeugungen erstreckt und somit PAs explizit miteinschließt. Sie empfiehlt in diesen Fällen eine Offenlegung von zugrundeliegenden Fakten, Annahmen, Einschränkungen oder anderer Informationen, damit sie keine Bedenken im Sinne der Anti-Fraud Bestimmungen erwecken. PAs sollten daher in Erwägung ziehen, die Methodik zu erläutern, die sie zur Formulierung ihrer Abstimmungsempfehlung verwendet haben, zusätzlich andere Quellen als die öffentlich verfügbaren Unternehmensinformationen zu veröffentlichen und wesentliche Interessenkonflikte offenzulegen. Sollten zur Entwicklung der Empfehlungen Peergroups verwendet werden, sollten auch die dafür ausgewählten Unternehmen benannt werden (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019c, S. 12-13). Mit der Auslegung als Solicitation griff die SEC die Kritik an der mangelnden Qualität der Empfehlungen von PAs und ihren unzureichend offengelegten Interessenkonflikten auf. Durch die Anwendung der Proxy Rules sollten sie zu sorgfältigerer Arbeit angehalten und ein transparenterer Einblick in die Entwicklung ihrer Empfehlungen gewährt werden.

Im November 2019 erhöhte die SEC den Druck auf PAs noch einmal. Sie veröffentlichte einen Vorschlag zur Änderung der Proxy Rules, ebenfalls um die Genauigkeit und Transparenz von Abstimmungsempfehlungen zu verbessern (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019a). Der Vorschlag stellte eine Verankerung der zweiten Guidance vom August 2019 in den bestehenden Richtlinien des Exchange Acts dar und enthielt weitreichende Anpassungen. Bezüglich Richtlinie 14a-1(l) schlug die SEC eine „Kodifizierung“ der Interpretation von Solicitation vor, indem explizit die Stimmrechtsberatung mit aufgenommen werden sollte (Securities and Exchange Commission (SEC), 2019a, S. 17). Um weiterhin Gebrauch von den Ausnahmen in Richtlinie 14a-2(b) machen zu können, wurde vorgeschlagen die Kriterien, die dafür erfüllt werden müssen, zu erweitern und in den speziell für PAs neu geschaffenen Paragraphen 14a-2(b)(9) aufzunehmen. Nach Ansicht der SEC waren die bisherigen Vorschriften zur Offenlegung von Interessenkonflikten durch PAs zu ungenau und sollten daher erheblich detaillierter in Paragraph 14a-2(b)(9)(i) festgehalten werden. Zusätzlich wurden zwei neue Kriterien vorgeschlagen. Gemäß Paragraph 14a-2(b)(9)(ii) sollten PAs ihre Abstimmungsempfehlungen den betroffenen Unternehmen rechtzeitig für eine Vorabinsicht zur Verfügung stellen, bevor sie an ihre Kunden verschickt werden. Dadurch hätten Unternehmen die Möglichkeit faktische, methodische oder anderweitige Mängel aufzudecken und den PAs mitzuteilen, um die Qualität ihrer Empfehlungen zu erhöhen. Das zweite neue Kri-

terium in Paragraf 14a-2(b)(9)(iii) sah darüber hinaus vor, dass die Abstimmungsempfehlungen auf Nachfrage einen Hyperlink enthalten müssen, der zu einer Stellungnahme der Unternehmen bezüglich der Empfehlungen führt. Durch diese Maßnahme sollte den Kunden ein effizienterer Zugriff auf die Ansichten der Unternehmen und möglichst vollständige Informationen gewährleistet werden (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2019a, S. 30-54*). Zuletzt enthielt der Vorschlag der SEC auch eine Anpassung der Anti-Fraud Bestimmungen in Richtlinie 14a-9. Dort ist eine Liste mit Beispielen irreführender Sachverhalte aufgeführt. Diese Liste sollte um Informationen ergänzt werden, die PAs veröffentlichen sollen, um eine Haftung für ihre Empfehlungen zu vermeiden (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2019a, S. 68-72*). Die vorgeschlagenen Änderungen der Proxy Rules stellten einen einschneidenden Regulierungsversuch dar. Vor allem die Anpassung der Ausnahmen in Richtlinie 14a-2(b) wurde kontrovers diskutiert. Durch die Möglichkeit zur Vorabinsichtnahme und die Bereitstellung von Antworten wäre es Unternehmen möglich, gegen eine negative Abstimmungsempfehlung der PAs vorzugehen, argumentierten Kritiker (*Placenti, 2019*). Im Anschluss an die Veröffentlichung der Vorschläge wurde allen Parteien Zeit gegeben, Kommentare bei der SEC einzureichen, um Bedenken oder Anregungen zu äußern.

Im Juli 2020 verkündete die SEC schließlich die finale Richtlinie. Sie stellt im Wesentlichen eine Umsetzung der im November 2019 vorgeschlagenen Anpassungen dar, mit wenigen, aber wichtigen Änderungen. Der umstrittene Vorschlag, dass PAs ihre Empfehlungen vor dem Versenden an ihre Kunden zuerst zur Kontrolle den betreffenden Unternehmen zukommen lassen müssen, wurde entscheidend geändert. Laut SEC wurden viele kritische Kommentare seit der Veröffentlichung des Vorschlags berücksichtigt, sodass der finale Paragraf 14a-2(b)(9)(ii)(A) letztendlich abgeschwächt wurde. Wenn PAs Empfehlungen an ihre Kunden geben, müssen sie diese nicht zwingend vorab den Unternehmen zur Kommentierung zur Verfügung stellen, sondern können dies auch gleichzeitig tun (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a, S. 90-91*). PAs sind jedoch gemäß dem neuen Paragrafen 14a-2(b)(9)(ii)(B) dazu verpflichtet, ihren Kunden Zugriff auf die Antworten der Unternehmen zu ihren Empfehlungen zu gewähren (S. 91). Der Vorschlag dazu vom November 2019 wurde unverändert übernommen. Allerdings hat die SEC dahingehend eine Ausnahme geschaffen. PAs werden von beiden Anforderungen in Paragraf 14a-2(b)(9)(ii) befreit, wenn ihre Abstimmungsempfehlungen auf den spezifischen Benchmark Policies ihrer Kunden beruhen. Diese Ausnahme wurde in Paragraf 14a-2(b)(9)(v) erfasst (S. 113). Neben der finalen Überarbeitung der Proxy Rules hat die SEC im Juli 2020 auch eine Erweiterung ihrer Guidance für Anlageberater vom August 2019 veröffentlicht. Darin macht sie Anlageberater darauf aufmerksam, dass sie, wenn sie PAs beschäftigen, die Antworten der Unternehmen ebenfalls berücksichtigen müssen, um ihre Treuepflicht zu erfüllen (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2020c, S. 4-5*). Der finale Regulierungsbeschluss

adressiert die Kritik an PAs auf verschiedene Weise. Durch die Anwendung der Proxy Rules unterliegen PAs verstärkter Offenlegungspflichten, die Interessenkonflikte aufdecken sollen. Sie müssen mehr mit den Unternehmen, die Gegenstand ihrer Empfehlungen sind, interagieren und vollständige und transparentere Informationen an ihre Kunden geben. Durch die Anti-Fraud Bestimmungen wird ihre Haftbarkeit für falsche oder irreführende Informationen erhöht, um eine höhere Qualität ihrer Arbeit zu bezwecken. Gleichzeitig werden Anlageberater durch die zusätzliche Guidance auf ihre Treuepflicht aufmerksam gemacht, um unkritisches Vertrauen in die Empfehlungen von PAs zu verhindern und ihren Einfluss auf Abstimmungen zu beschränken. Obwohl die finale Richtlinie weniger drastisch als der Vorschlag vom November 2019 ausgefallen ist, sieht die SEC in ihr ein wirksames Mittel, um „Main Street“-Investoren besser zu schützen (*Roisman, 2020b*). Die beschlossene Regulierung ist jedoch nicht unumstritten. ISS verklagte die SEC bereits im Oktober 2019 wegen der vorhergehenden Guidance (*Retelny, 2019*). Nach einer zwischenzeitlichen Unterbrechung (*Posner, 2020*) wurde das Verfahren nach der Verkündung der finalen Regulierung erneut aufgenommen (*Flook, 2020*). Das Ergebnis ist zum aktuellen Zeitpunkt noch ungewiss.

Neben der SEC hat auch der U.S.-Kongress seit 2016 mehrfach die Initiative ergriffen, um PAs zu regulieren. Mit dem Corporate Governance Reform and Transparency Act (*US-Congress, 2016, 2017, 2019*) wurden drei Gesetzentwürfe im Repräsentantenhaus vorgestellt, die unter anderem vorsahen, dass sich PAs bei der SEC registrieren müssen. Einzig der Entwurf von 2017 wurde genehmigt, fand jedoch anschließend im Senat keine Berücksichtigung. Ein weiterer Versuch war der Corporate Governance Fairness Act (*US-Congress (2018)*), der zusätzlich zu einer Registrierung von PAs auch eine regelmäßige Untersuchung durch die SEC anordnete. Auch dieser wurde nicht genehmigt. Zuletzt hat das U.S. Department of Labor (DOL) im Dezember 2020 eine neue Richtlinie für Pensions- und Gesundheitspläne der Privatwirtschaft verabschiedet, die ähnlich wie die SEC die Treuepflichten von Anlageberatern hervorhebt und ihnen strengere Überwachungspflichten bei der Beschäftigung von PAs auferlegt (*Department of Labor (DOL), 2020, S. 81668*). Die Richtlinie wurde allerdings im März 2021 nachträglich bis zu ihrer Überarbeitung gestoppt (*Department of Labor (DOL), 2021*). In Europa beschäftigt sich die European Securities and Markets Authority (ESMA) seit 2011 mit der Regulierung von PAs. Mit der Shareholder Rights Directive wurde 2017 in dieser Hinsicht eine Vorgabe für EU-Mitgliedsstaaten beschlossen, die besagt, dass PAs einem Verhaltenskodex unterliegen, über die Anwendung dieses Kodex berichten und bestimmte Schlüsselinformationen in Bezug auf die Erstellung ihrer Empfehlungen, sowie alle tatsächlichen oder potenziellen Interessenkonflikte offenlegen müssen (*2017/828/EC, 2017*).

Wie in Abschnitt 2.2. beschrieben, gibt es bereits viele Arbeiten, die Erkenntnisse über den Einfluss und die Rolle von PAs liefern. Sie stellen die empirische Basis dar, auf

der eine Regulierung beruht.⁵ Allerdings ist Literatur, die eine Regulierung von PAs in den Vordergrund stellt, bisher sehr limitiert. In der Regel stellen diese Arbeiten den Status Quo der Regulierung zum Zeitpunkt ihres Erscheinens dar und geben Hinweise für potenzielle Anpassungen. [Belinfanti \(2009\)](#) konzentriert sich diesbezüglich auf die USA, während [Klöhn und Schwarz \(2013\)](#) einen marktübergreifenden Ansatz wählen. [Gallego Córcoles \(2016\)](#) richtet ihren Blick auf Europa. [Balp \(2017\)](#) bezieht sich ebenfalls auf Europa, allerdings stellt ihre Arbeit eine kritische Auseinandersetzung mit der Shareholder Rights Directive der ESMA dar. [Eckstein \(2015\)](#) beschreibt negative Effekte der Regulierung von PAs, die im Zusammenhang mit einer Erwartungslücke entstehen können. Daher schlägt er Lösungen vor, wie die Erwartungslücke bei der Ausarbeitung neuer Richtlinien verkleinert werden kann. [Rose und Walker \(2020\)](#) beziehen sich auf die jüngst verabschiedete Regulierung durch die SEC in den USA, indem sie den Regulierungsprozess seit 2010, Kommentare und die verabschiedeten Richtlinien zusammenfassen. Der Konsens dieser Arbeiten ist, dass ihre Autoren eine Regulierung von PAs für nötig erachten. Wie die Reaktion des Marktes auf eine Regulierung ausfällt, ist bisher nicht bekannt. Das mag vor allem daran liegen, dass PAs die längste Zeit von einer direkten Regulierung verschont geblieben sind.

3. Empirische Analyse

3.1. Potenzielle Effekte der Regulierung

Naturgemäß spalten sich die Ansichten über die Effekte einer Regulierung in zwei Lager. Das Lager der Profiteure, in diesem Fall börsennotierte Unternehmen und vermeintlich Kleinanleger, sowie das Lager der von der Regulierung Betroffenen, in diesem Fall PAs und institutionelle Investoren. Die von der SEC intendierten und von den Unternehmen größtenteils unterstützten ([Business Roundtable, 2020](#)) positiven Effekte auf Proxy Votes und Kleinanleger werden in Abschnitt 2.4. beschrieben. PAs und institutionelle Investoren hingegen prognostizieren vor allem negative Effekte für Aktionäre. Commissioner [Herren Lee \(2020\)](#), die einzige Gegenstimme innerhalb der SEC, fasst die Bedenken, die PAs und institutionelle Investoren in Kommentaren an die SEC gerichtet haben, am Tag der Verkündung der neuen Richtlinie zusammen. Sie bezeichnet die Regulierung als ungerechtfertigt, unerwünscht und nicht umsetzbar. Sie sei ungerechtfertigt, weil ihre Beweggründe nicht beweisbar seien. Laut IAC liegt die Fehlerrate in den Empfehlungen von PAs bei unter einem Prozent ([Investor Advisory Committee \(IAC\), 2020, S. 5](#)). Zudem sei die Regulierung unerwünscht, wie eine Auswertung der eingereichten Kommentare zeigt. Demnach unterstützen 46 Kommentare die Bestimmung zur Bereitstellung der Empfehlungen an Unternehmen und zum Einbezug ihrer Antworten, während 159 Kommentare dagegen sind.

⁵[Hitz und Lehmann \(2018, S. 713\)](#) adressieren ihre Arbeit zum Beispiel explizit an die europäischen Regulatoren.

Grund dafür sei, dass diese Neuerungen den Investoren Verzögerungen und Mehrkosten bereiten, obwohl die Regulierung eigentlich darauf abziele Investoren zu schützen. Die neuen Bestimmungen seien nicht umsetzbar, weil der Einbezug der Antworten dazu führe, dass institutionelle Investoren dazu verpflichtet wären zum einen mehr Informationen zu verarbeiten und zum anderen nicht klar sei, wie lange sie vor der Abstimmung auf die Antworten warten müssten ([Herren Lee, 2020](#)). Das Council of Institutional Investors (CII) befürchtet außerdem, dass PAs im Zuge der erhöhten Haftbarkeit ihre Unabhängigkeit verlieren und ihre Empfehlungen mehr an der Sicht der Unternehmen orientieren könnten. Zusätzlich würde die Richtlinie höhere Kosten für PAs bei der Erarbeitung ihrer Empfehlungen verursachen, die an die institutionellen Investoren und somit letztendlich an die „Main Street“-Investoren weitergegeben werden würden. Ein PA schätzt die tatsächlichen Kosten auf das 240-fache der Schätzung der SEC ([Council of Institutional Investors \(CII\), 2020, S. 6; 2020b](#)). Das IAC sieht dadurch vor allem kleine und mittelgroße Anlageberater gefährdet, die stärker auf PAs angewiesen sind, weil sie nicht über die Mittel für eine komplett eigenständige Analyse verfügen ([Investor Advisory Committee \(IAC\), 2020, S. 2](#)). Diese Aussage deckt sich mit den Erkenntnissen, zu denen das GAO bereits 2007 gekommen ist ([Government Accountability Office \(GAO\), 2016, S. 2](#)), deutet aber auch an, dass es unter institutionellen Investoren unterschiedliche Positionen gibt. BlackRock, der weltweit größte Vermögensverwalter, hat bereits 2018 in einem Kommentar zum Roundtable der SEC seine Unterstützung zur Regulierung von PAs ausgesprochen ([Novick & Cameron, 2018](#)). BlackRock selbst zählt jedoch zu der Gruppe großer institutioneller Investoren, die über die nötigen Ressourcen verfügen, um ihre Abstimmungsentscheidungen selbst zu erarbeiten.

SEC Commissioner [Herren Lee \(2020\)](#) fasst zusammen, dass die finale Regulierung die Stimmabgabe für Aktionäre schwerer und kostenintensiver gestalten, wodurch sie sich weniger Gehör verschaffen und das Management der Unternehmen weniger zur Verantwortung ziehen könnten. Das CII sieht in der Regulierung das Ergebnis jahrelanger Lobbyarbeit börsennotierter Unternehmen ([Council of Institutional Investors \(CII\), 2020](#)). Ihre Intention sei weniger die Maximierung des Shareholder-Value, sondern vielmehr geringerer Widerstand bei Proxy Votes. Denn für institutionelle Investoren sei die Alternative zur Verwendung von PA-Empfehlungen nicht vermehrt eigene Analysen durchzuführen, sondern sich mehr auf die Vorschläge des Managements zu verlassen ([Cappucci, 2019, S. 33](#)).

3.2. Hypothesenherleitung

Die Regulierung von PAs soll dazu führen, dass institutionelle Investoren transparentere, genauere und vollständigere Empfehlungen erhalten, um sicherzustellen, dass sie im besten Interesse ihrer Kunden, den „Main Street“-Investoren, abstimmen. Gleichzeitig soll dadurch das Vertrauen in die Märkte gestärkt werden ([Roisman, 2020b](#)). Basierend auf

den in Abschnitt 3.1. genannten Effekten für institutionelle Investoren ist jedoch fraglich, ob sich der von der SEC beabsichtigte Mehrwert für Kleinanleger auch in der U.S.-Marktreaktion widerspiegelt. Institutionelle Investoren scheinen von der Regulierung durch erhöhten Zeitdruck und höhere Kosten größtenteils negativ beeinflusst zu werden. Zugleich sind sie jedoch mit einem Anteil von über 70% mit Abstand die größte Aktionärsgruppe börsennotierter U.S.-Unternehmen (ProxyPulse, 2020, S. 2). Aus diesem Grund werden folgende Hypothesen aufgestellt. Da institutionelle Investoren den größten Markteinfluss haben und die Kosten ihren Mehrwert überwiegen, wird erwartet, dass die Regulierung von PAs zu einer insgesamt negativen Gesamtreaktion des U.S.-Marktes führt. Somit wird erwartet, dass Ereignisse, die die Wahrscheinlichkeit der Regulierung erhöhen (verringern), zu einer negativen (positiven) Marktreaktion führen.

3.3. Identifikation von relevanten Ereignissen

In Tabelle 1 werden elf Ereignisse zwischen Dezember 2017 und September 2020 identifiziert, von denen erwartet wird, dass sie die Wahrscheinlichkeit der Einführung der Regulierung von PAs beeinflussen. Um sie zu identifizieren, wurde die Webseite der SEC hinsichtlich Pressemitteilungen, Reden, öffentlichen Stellungnahmen und Veranstaltungen, sowie die Webseite des U.S.-Kongress nach Gesetzentwürfen und Anhörungen in Bezug auf die Regulierung von PAs untersucht. Zusätzlich wurden die Nachrichten bekannter Zeitschriften und Nachrichtenagenturen wie die Financial Times, New York Times, Wall Street Journal und Reuters ausgewertet. Auf dieser Basis konnten ursprünglich 30 Ereignisse ermittelt werden (Anhang A), die auf elf reduziert wurden. Ereignisse, die keine neuen Informationen enthielten, wurden für die finale Auswahl nicht berücksichtigt. Ebenso beschränkt sich die Auswahl, bis auf eine Ausnahme, auf Ereignisse im Zusammenhang mit der SEC. Grund dafür ist, dass nur bei der SEC ernst zu nehmende Regulierungsbestrebungen zu erkennen waren.

Wie bereits in Abschnitt 2.4. erklärt wurde, hat die SEC seit 2010 vereinzelt Maßnahmen eingeleitet, die sich mit einer möglichen Regulierung von PAs auseinandersetzen. Diese waren bis 2018 jedoch zeitlich zerstreut und deuteten weniger auf eine tatsächliche Einschränkung von PAs hin. Ein Beispiel dafür ist das Staff Rundschreiben im Juni 2014, das zwar die Treuepflichten von Anlageberatern hervorhob, aber keinerlei rechtliche Bindung hatte und durch die noch immer geltenden No-Action Letters auch keine Konsequenzen befürchten ließ (Securities and Exchange Commission (SEC), 2014). Das änderte sich allerdings in dem Zeitraum ab 2018 bis Ende 2020, in dem auch eine deutliche Verdichtung der Ereignisse zu erkennen ist. Daher wurden die Handlungen der SEC vor 2018 ebenfalls nicht berücksichtigt. Tabelle 1 enthält außerdem für jedes Ereignis eine Einschätzung, ob es die Wahrscheinlichkeit der Regulierung erhöht oder verringert.

Das erste Ereignis im Dezember 2017 ist die Verabschiedung des US-Congress (2017) durch das House of Representatives. Obwohl im U.S.-Kongress mehrere Gesetzentwürfe

zur Regulierung von PAs vorgestellt wurden, ist dies der Einzige, der die Zustimmung einer der beiden Kammern gewinnen konnte. Er wurde zwar später nicht vom Senat bestätigt, dennoch stellt er ein wichtiges Ereignis dar, denn darin wird die SEC gleichzeitig aufgefordert, die No-Action Letters von 2004 zurückzunehmen (S. 19). Es wird daher angenommen, dass dieses Ereignis die Wahrscheinlichkeit einer Regulierung erhöht. Das zweite Ereignis am 30. Juli 2018 ist die Ankündigung des SEC Staff Roundtables zum Proxy Voting Prozess. Darin richtete der SEC Vorsitzende Jay Clayton einige Vorschläge für Agendapunkte an seine Mitarbeiter. Unter anderem regte er an, das regulatorische Umfeld von PAs und die mögliche Aufhebung früherer Staff Guidance zu thematisieren (Clayton, 2018). Da Clayton damit indirekt eine Regulierung andeutete, wird auch dieses Ereignis als die Wahrscheinlichkeit erhöhend eingeordnet. In seiner Aussage kann bereits ein Hinweis auf das dritte Ereignis gedeutet werden. Am 13. September 2018 verkündeten die Mitarbeiter der SEC nämlich, dass die No-Action Letters von 2004 zurückgenommen werden (Securities and Exchange Commission (SEC), 2018b). Wie in Abschnitt 2.4. beschrieben, stellte diese Maßnahme einen tiefen Eingriff in die Grundlage des großen Einflusses von PAs dar, denn die No-Action Letters garantierten Anlageberatern die Erfüllung ihrer Treuepflichten durch die Beschäftigung von PAs. Es wird deswegen angenommen, dass das dritte Ereignis die Wahrscheinlichkeit der Regulierung erhöht. Außerdem kann angenommen werden, dass dadurch die Aufmerksamkeit auf den bevorstehenden Roundtable noch einmal erhöht wurde. Am 8. November 2018 verkündete die SEC schließlich die Teilnehmer und Agenda. Es zeigte sich, dass die Mitarbeiter den Vorschlag des Vorsitzenden Clayton aufgegriffen und PAs auf die Agenda gesetzt haben. Zudem wurden als Teilnehmer die Geschäftsführer von ISS und GL verkündet (Securities and Exchange Commission (SEC), 2018a). Dieses Ereignis stellt eine Bestätigung des Regulierungsvorhabens dar, das wiederum als die Wahrscheinlichkeit der Einführung erhöhend eingeordnet wird. Ereignis Nummer fünf ist der eigentliche Roundtable am 15. November 2018. In ihren Eröffnungsreden erläutern die SEC Commissioner Roisman (2018) und Stein (2018) wesentliche Bedenken in Bezug auf PAs und ziehen ein regulatorisches Eingreifen in Betracht, um den Problemen zu begegnen. Es wird angenommen, dass das Ereignis die Wahrscheinlichkeit der Regulierung erhöht. Das sechste Ereignis ist die Veröffentlichung der Guidance der SEC am 21. August 2019. Die Anwendung der Bestimmungen der Proxy Rules auf PAs und die Betonung der Treuepflicht von Anlageberatern stellen bedeutende Einschränkungen für PAs dar und legen das Fundament für die finale Regulierung. Das Ereignis wird daher erneut als Erhöhung der Wahrscheinlichkeit eingeordnet. Die Guidance löste großen Widerstand bei ISS aus, die in ihr eine Unterdrückung ihrer geschützten Meinungsäußerung und eine Gefahr für die Aktualität und Unabhängigkeit ihrer Beratung sahen. Ereignis Nummer sieben stellt die Einreichung der Klage von ISS gegen die August Guidance der SEC am 31. Oktober 2019 dar. Ihre Klage basiert auf drei Punkten. Erstens argumentiert ISS, dass ihre Abstimmungs-

Tabelle 1: Ereignisse und vorhergesagte Marktreaktion auf die Wahrscheinlichkeit der Regulierung von PAs

Ereignis	Beschreibung	Wahrscheinlichkeit der Einführung	Vorhergesagte Reaktion, wenn Nutzen > Kosten (Nutzen < Kosten)
(1) 20. Dezember 2017	House of Representatives beschließt Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 (H.R. 4015)	Erhöhend	+ (-)
(2) 30. Juli 2018	SEC kündigt Roundtable zum Proxy Process an	Erhöhend	+ (-)
(3) 13. September 2018	SEC Staff zieht No-Action Letters von 2004 zurück	Erhöhend	+ (-)
(4) 08. November 2018	SEC kündigt Agenda und Teilnehmer des Roundtables an	Erhöhend	+ (-)
(5) 15. November 2018	SEC Roundtable zum Proxy Process	Erhöhend	+ (-)
(6) 21. August 2019	SEC Guidance für Investment Advisers und zur Anwendung der Proxy Rules auf PAs	Erhöhend	+ (-)
(7) 31. Oktober 2019	ISS klagt gegen die SEC Guidance vom 21. August 2019	Verringernd	- (+)
(8) 05. November 2019	SEC schlägt Änderung der Proxy Rules vor	Erhöhend	+ (-)
(9) 30. Januar 2020	SEC beantragt Unterbrechung des Gerichtsverfahrens mit ISS und setzt August Guidance aus	Verringernd	- (+)
(10) 22. Juli 2020	SEC beschließt Änderung der Proxy Rules	Erhöhend	+ (-)
(11) 18. September 2020	ISS setzt Klage gegen SEC fort	Verringernd	- (+)

empfehlungen keine Solicitation darstellten, weshalb es außerhalb der Befugnis der SEC läge, sie danach zu regulieren. Zweitens stelle die Guidance eine substanzielle Richtlinie dar und deshalb sei nach dem Administrative Procedure Act eine Mitteilungs- und Kommentierungsphase vorgeschrieben. Ihr dritter Punkt ist, dass die Guidance willkürlich und unberechenbar sei, weil sie eine wesentliche Änderung ihrer Beratung bedeute, die SEC aber behaupte, sie hätte ihre Position nicht verändert (*Institutional Shareholder Services (ISS), 2019*). Das gerichtliche Vorgehen von ISS wird als Verringerung der Wahrscheinlichkeit der Regulierung angesehen. Am 5. November 2019 veröffentlichte die SEC ihren Vorschlag zur Änderung der Proxy Rules, der PAs unter anderem dazu verpflichten sollte, ihre Abstimmungsempfehlungen zur Vorabentsicht an die betreffenden börsennotierten Unternehmen zu senden (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2019a*). Er setzte die PAs weiter unter Druck und wird als Erhöhung der Wahrscheinlichkeit der Regulierung eingeordnet. Als neuntes Ereignis wurde der Antrag der SEC auf Unterbrechung des Gerichtsverfahrens mit ISS am 30. Januar 2020 identifiziert. Im Zuge der bevorstehenden finalen Regulierung deutete die SEC an, dass sie wesentliche Punkte der Klage von ISS bei der Erarbeitung der neuen Richtlinie berücksichtigen würde und bis zu ihrer Verkündung auf die Durchsetzung der Guidance vom August 2019 verzichte (*Posner, 2020*). Weil die SEC damit ein Entgegenkommen auf die Forderungen der PAs andeutet, wird das Ereignis als die Wahrscheinlichkeit verringernd eingeordnet. Ereignis Nummer zehn ist der Beschluss zur Änderung der Proxy Rules am 22. Juli 2020. Wie in Abschnitt 2.4. näher erläutert, ist die finale Richtlinie weniger drastisch als die vorgeschlagenen Änderungen, was vor allem daran liegt, dass PAs ihre Empfehlungen nicht mehr vorab an die börsennotierten Un-

ternehmen schicken müssen. Dennoch setzt sie große Teile des Vorschlags in einer prinzipienbasierten Weise um (*Securities and Exchange Commission (SEC), 2020b*). Das Ereignis erhöht die Wahrscheinlichkeit der Regulierung. Als elftes Ereignis wurde die Fortsetzung der Klage von ISS gegen die SEC am 18. September 2020 identifiziert. Die ursprüngliche Klage wurde um die neue Richtlinie erweitert. Als Gründe dafür gibt ISS an, dass die SEC nicht klarmachen konnte, warum die Regulierung notwendig sei und warum der regulatorische Rahmen zuvor unter dem Advisers Act nicht ausreichend gewesen wäre. Zusätzlich würde die neue Richtlinie ihr Recht auf Meinungsfreiheit verletzen, da sie gezwungen seien, die Meinungen der Unternehmen mit einzubeziehen (*Flook, 2020*). Es wird angenommen, dass die erneute Klage von ISS die Wahrscheinlichkeit der Regulierung verringert, da nicht ausgeschlossen werden kann, dass das Gericht zu ihren Gunsten entscheidet.

3.4. Datenbasis und Methodik

Da sich die Regulierung von PAs potenziell auf die Marktreaktionen aller börsennotierter U.S.-Unternehmen auswirken kann, wird als Ausgangspunkt ein CRSP Datensatz mit Beobachtungen von allen verfügbaren börsennotierten U.S.-Unternehmen an den Ereignistagen im Zeitraum von 2017 bis 2020 verwendet. Tabelle 2 fasst die Bearbeitung des Datensatzes zusammen.

Zunächst enthält der Datensatz 83.070 Beobachtungen von 9.021 Unternehmen zu jeweils mindestens einem der elf identifizierten Ereignisse. Es werden 32 Beobachtungen von Unternehmen ausgeschlossen, die keine Returns aufweisen. Um die Gesamtmarktreaktion zu testen, werden 3-Tages-Fenster (Event-Windows) um die Ereignistage gebildet. Die Verkündung von Quartalsergebnissen innerhalb des Event-

Tabelle 2: Bearbeitung des Datensatzes

Selektionskriterium	Beobachtungen	Firmen
Alle U.S.-Unternehmen mit Daten an Ereignistagen 2017-2020	83.070	9.021
abzüglich Beobachtungen ohne Return	(32)	(2)
abzüglich Beobachtungen mit Verkündung der Quartalsergebnisse im Event-Window	(4.212)	(2)
Finaler Datensatz für t-statistic	78.826	9.017

Windows stellt ein firmenspezifisches Störereignis (Confounding Event) dar. Es ist wahrscheinlich, dass die Marktreaktion auf die Quartalsergebnisse eine Reaktion auf die Regulierung von PAs überdeckt, daher werden die betroffenen Event-Windows, insgesamt 4.212 Beobachtungen, entfernt. Die drei Returns pro Event-Window werden aufsummiert, um anschließend für den kompletten U.S.-Markt einen Cumulative Return (CR_{USA}) über drei Tage pro Ereignis zu erhalten. Da die Regulierung potenziell alle börsennotierten U.S.-Unternehmen beeinflusst, wird als Vergleich ein globaler Index verwendet. Der DJSTOXX GLOBAL 1800 von Datastream enthält jeweils die 600 größten amerikanischen, europäischen und asiatischen (Asia-Pacific) Unternehmen. Die 600 amerikanischen Unternehmen werden von dem Index abgezogen (DJSTOXX GLOBAL 1800 ex America). Auch für den DJSTOXX 1800 werden die CR über Event-Windows von drei Tagen pro Ereignis berechnet und von den CR_{USA} abgezogen. Aus dieser Marktberichtigung resultiert der Cumulative Market Adjusted Return ($CMAR_{USA}$) für den U.S.-Markt für jedes Ereignis. Um testen zu können, ob die Gesamtmarktreaktion auf die Regulierung signifikant ausfällt, wird der $CMAR_{USA}$ bei Ereignissen, die die Wahrscheinlichkeit der Regulierung verringern (Ereignisse 7, 9 und 11), mit -1 multipliziert ($ACMAR_{USA}$). Durch diesen Schritt wird die Interpretation der aggregierten Ereignisse erleichtert, denn es wird verhindert, dass sich die Effekte der einzelnen Ereignisse mit verringernder oder erhöhender Wahrscheinlichkeit gegenseitig aufheben (Joos & Leung, 2013). Es entsteht ein Datensatz mit 78.826 Beobachtungen von 9.017 Unternehmen. Um herauszufinden, wie der U.S.-Markt auf die Regulierung von PAs reagiert, werden zwei t-Tests durchgeführt. Der erste untersucht, ob sich der Mittelwert der elf $ACMAR_{USA}$ signifikant von Null unterscheidet (t-statistic vs. 0). Der zweite t-Test (t-statistic vs. Non-Events) untersucht, ob sich der mittlere Return an Ereignistagen signifikant von dem mittleren Return an Tagen ohne Ereignis (Non-Events) im Zeitraum von 2017 bis 2020 unterscheidet. Die CMAR der Non-Events wurden ähnlich wie zuvor über ein 3-Tages-Fenster gebildet und durch den Vergleichsindex bereinigt.

3.5. Ergebnisse

Tabelle 3 fasst die Ergebnisse der Gesamtmarktreaktionen auf alle elf Ereignisse zusammen. Es lässt sich feststellen, dass der mittlere Return aller Ereignisse negativ ist (-0,1%) und sich signifikant von Null auf dem 1%-Niveau (t-statistic vs. 0 = -5,5211) unterscheidet. Dies deutet darauf hin, dass U.S.-Aktionäre die Regulierung von PAs insgesamt

als Nachteil oder Kosten wahrnehmen und bestätigt die in Abschnitt 3.2. formulierte Hypothese. Der mittlere Return unterscheidet sich zudem signifikant von dem mittleren Return der Non-Events (t-statistic vs. Non-Events = 8,7987).

Es wurde erwartet, dass Ereignisse, die die Wahrscheinlichkeit der Einführung der Regulierung erhöhen, auf Grund der hohen Anteile institutioneller Investoren zu einer negativen Reaktion des Marktes führen. Betrachtet man die $CMAR_{USA}$ pro Ereignis, lässt sich diese Annahme teilweise bestätigen. Die Ankündigung des Roundtables zum Proxy Process am 30. Juli 2018 (-1%) und die Zurücknahme der No-Action Letters am 13. September 2018 (-1,2%) riefen die größten Reaktionen der Aktionäre hervor. Sie erhöhten die Wahrscheinlichkeit einer Regulierung und resultierten wie erwartet in negativen Returns. Allerdings bestätigen sich die Erwartungen nicht bei allen Ereignissen. Am 15. November 2018, dem Tag, an dem der Roundtable abgehalten wurde, ist eine signifikant positive Marktreaktion zu erkennen, obwohl angenommen wurde, dass das Ereignis die Wahrscheinlichkeit der Regulierung erhöht. Dieser Fall ist zugleich ein Beispiel für die Limitationen dieser Studie. Es kann nicht garantiert werden, dass die Einschätzung des Einflusses der Ereignisse auf die Wahrscheinlichkeit der Regulierung zutreffend ist. So wurde der Roundtable zwar im Bestreben einer Regulierung abgehalten, allerdings sahen die Aktionäre in den Diskussionen bei der Veranstaltung möglicherweise einen Hinweis darauf, dass die Regulierung nicht oder weniger strikt durchgesetzt wird. Am 22. Juli 2020 hingegen ist keine signifikante Reaktion festzustellen. Ein möglicher Grund dafür wäre, dass an diesem Tag zwar die Richtlinie zur Regulierung der PAs final beschlossen wurde, aber gleichzeitig weniger drastisch ausfiel, als ursprünglich befürchtet. Überraschend ist dagegen, dass es auf die Veröffentlichung der Guidance am 21. August 2019 und die anschließende Klage von ISS am 31. Oktober 2019 ebenfalls keine signifikanten Reaktionen gab.

Die Ereignisse Nummer eins und neun riefen signifikant gegensätzliche Marktreaktionen als erwartet hervor. Es wird angenommen, dass diese durch exogene Confounding Events verursacht wurden. Um auszuschließen, dass die beobachteten Reaktionen durch andere Ereignisse als die im Zusammenhang mit der Regulierung identifizierten verursacht wurden, wurden verschiedene Nachrichtenquellen überprüft. Mit Hilfe von Google News, der Financial Times, dem Wall Street Journal und der New York Times konnten zwei Confounding Events innerhalb der Event Windows festgestellt werden. Am 19. Dezember 2017 wurde

Tabelle 3: Gesamtmarktreaktion auf die Regulierung von PAs

Ereignisdatum	Wahrscheinlichkeit der Regulierung	CR _{USA}	DJSTOXX Global 1800 ex America	CMAR _{USA}	ACMAR _{USA}	
(1) 20. Dezember 2017	+	0,0040	-0,0022	0,0062	0,0062	***
(2) 30. Juli 2018	+	-0,0093	0,0008	-0,0101	-0,0101	***
(3) 13. September 2018	+	0,0022	0,0139	-0,0117	-0,0117	***
(4) 8. November 2018	+	-0,0034	0,0037	-0,0071	-0,0071	***
(5) 15. November 2018	+	0,0030	-0,0036	0,0066	0,0066	***
(6) 21. August 2019	+	0,0011	0,0004	0,0008	0,0008	
(7) 31. Oktober 2019	-	0,0127	0,0115	0,0012	-0,0012	
(8) 5. November 2019	+	-0,0019	0,0015	-0,0034	-0,0034	***
(9) 30. Januar 2020	-	-0,0210	-0,0072	-0,0138	0,0138	***
(10) 22. Juli 2020	+	0,0082	0,0078	0,0004	0,0004	
(11) 18. September 2020	-	-0,0286	-0,0348	0,0063	-0,0063	***
Mittlerer Return aller Ereignisse					-0,0010	
t-statistic vs. 0					-5,5211	***
Mittlerer Return der Non-Events					0,0010	
t-statistic vs. Non-Events					8,7987	***

Anmerkungen: CR_{USA} ist der Cumulative Return der U.S.-Stichprobe über ein 3-Tages-Fenster, das um das Ereignis zentriert ist. DJSTOXX 1800 ex America ist der Vergleichsindex, der die 3-Tages-Cumulative Returns von 1200 Unternehmen aus der Asia-Pacific Region und Europa für jedes Ereignis umfasst. CMAR_{USA} ist der Cumulative Market Adjusted Return (CR_{USA} - DJSTOXX Global 1800 ex America) für den U.S.-Markt. Wird erwartet, dass das Ereignis die Wahrscheinlichkeit der Einführung der Regulierung verringert (-), wird der CMAR_{USA} mit -1 multipliziert (ACMAR_{USA}), um die Interpretation der aggregierten Ereignisse zu erleichtern. Genau umgekehrt wird allerdings die Reaktion des Marktes erwartet. Verringert ein Ereignis die Wahrscheinlichkeit der Einführung der Regulierung, wird demnach eine positive Reaktion des Marktes erwartet. t-statistic vs. 0 testet, ob sich der Mittelwert der 11 ACMAR_{USA} signifikant von Null unterscheidet. t-statistic vs. Non-Events testet, ob sich die Stichprobe signifikant von Returns unterscheidet, die an Tagen ohne ein Ereignis aufgetreten sind. *, **, *** zeigen Signifikanz auf dem 10%-, 5%- bzw. 1%-Niveau an.

der Tax Cuts and Jobs Act im U.S.-Kongress von beiden Kammern beschlossen (Kaplan & Rappeport, 2017). Das neue Gesetz bedeutete deutliche Steuererleichterungen für U.S.-Unternehmen, die eine positive Marktreaktion hervorriefen. Es ist wahrscheinlich, dass der Tax Cuts and Jobs Act die Reaktionen auf den Corporate Governance Reform and Transparency Act vom 20. Dezember überdeckt hat. Das würde erklären, warum anstatt eines negativen, ein signifikant positiver CMAR beobachtet werden kann. Das zweite identifizierte Confounding Event betrifft den 30. Januar 2020. Anstatt einer erwarteten positiven Marktreaktion auf die Aussetzung des Gerichtsverfahrens und der Guidance durch die SEC, wird eine signifikant negative Reaktion beobachtet. Dies lässt sich wahrscheinlich auf den Ausbruch der Corona Pandemie zurückführen. Am 30. Januar 2020 verkündete die WHO in diesem Zusammenhang den internationalen Gesundheitsnotstand (Ghebreyesus, 2020). Um eine Verzerrung der Gesamtmarktreaktion durch die Confounding Events zu vermeiden, wurden die Ereignisse eins und neun ausgeschlossen und die Studie noch einmal durchgeführt. Dennoch zeigen beide t-Tests weiterhin eine signifikant negative Gesamtmarktreaktion auf dem 1%-Niveau (Anhang B).

Die Hypothese der negativen Gesamtmarktreaktion be-

ruht auf der Annahme, dass sie vor allem auf Grund der Reaktionen institutioneller Investoren zustande kommt, für die die Regulierung Kosten darstellt und die gleichzeitig die größten Anteile an den börsennotierten Unternehmen halten (siehe Abschnitt 3.2.). In diesem Zusammenhang liegt die Folgerung nahe, dass die CMAR von Unternehmen mit einem hohen Anteil institutioneller Investoren eine stärkere, negative Marktreaktion zeigen. Um diese Folgerung zu überprüfen, wurde eine zusätzliche Analyse durchgeführt. Mit Hilfe der SEC Form 13F⁶ Daten konnte den Unternehmen des finalen Datensatzes der jeweilige prozentuale Anteil institutioneller Investoren pro Ereignis zugeordnet werden. Anschließend wurden die Unternehmen in Quartile nach dem Anteil institutioneller Investoren geteilt. Ein t-Test untersucht für jedes Viertel, ob sich der Mittelwert seiner ACMAR signifikant von Null unterscheidet. Tabelle 4 fasst die Ergebnisse zusammen.

Man kann feststellen, dass die Marktreaktionen mit dem prozentualen Anteil institutioneller Investoren variieren. Der t-Test (t-statistic vs. 0) zeigt für jedes Viertel eine Signifikanz

⁶Form 13F ist ein Bericht, den institutionelle Investoren mit einem verwalteten Vermögen von mindestens 100 Millionen Dollar vierteljährlich an die SEC übermitteln müssen. Darin müssen sie unter anderem angeben, wie viele Aktien sie von welchem Unternehmen halten.

Tabelle 4: Gesamtmarktreaktion nach prozentualem Anteil institutioneller Investoren

Prozentualer Anteil instit. Investoren	Q _{0,25}	Q _{0,50}	Q _{0,75}	
	1. Viertel	2. Viertel	3. Viertel	4. Viertel
Mittlerer Return aller Ereignisse	-0,0023	-0,0016	-0,0012	0,0009
t-statistic vs. 0	-4,5224 ***	-4,3756 ***	-3,9290 ***	3,3258 ***

Anmerkungen: Die Tabelle zeigt eine Aufteilung der Unternehmen nach dem prozentualen Anteil institutioneller Investoren in Quartile. t-statistic vs. 0 testet, ob sich der mittlere Return jedes Viertels signifikant von Null unterscheidet. *, **, *** zeigen Signifikanz auf dem 10%-, 5%- bzw. 1%-Niveau an. Das angegebene Signifikanzniveau gilt für jedes Viertel.

auf dem 1%-Niveau. Die Ergebnisse zeigen jedoch genau das Gegenteil der Annahme. Je höher der prozentuale Anteil institutioneller Investoren an den Unternehmen ist, desto geringer fällt die Marktreaktion auf die Regulierung von PAs aus. Das Viertel mit dem größten Anteil institutioneller Investoren zeigt sogar einen positiven mittleren Return (0,09%). Ein möglicher Grund dafür könnte in der Größe der Investoren liegen. Große institutionelle Investoren sind weniger auf PAs angewiesen, weil sie über ausreichend Ressourcen verfügen, um ihre Abstimmungsentscheidungen selbst zu erarbeiten (siehe Abschnitt 3.1.). Sie reagieren dementsprechend weniger auf die Regulierung von PAs. Zudem zeigt eine Studie der OECD, dass die drei größten institutionellen Investoren eines Unternehmens im Durchschnitt 25% der Anteile besitzen, die zehn größten besitzen bereits 45% und die 20 größten besitzen 60% (De La Cruz, Medina & Tang, 2019, S. 24). Daraus könnte man schließen, dass bei Unternehmen mit einem hohen Anteil institutioneller Investoren tendenziell mehr große Investoren vertreten sind. So ließen sich die geringer werdenden Reaktionen mit wachsendem Anteil erklären. Im Umkehrschluss ist es möglich, dass bei Unternehmen mit geringerem Anteil institutioneller Investoren gleichzeitig kleinere institutionelle Investoren vertreten sind, die von der Regulierung von PAs stärker betroffen sind, da sie über weniger Ressourcen für Analysen verfügen. Ihre Reaktion fällt dementsprechend stärker aus und könnte die der weniger aktiven Kleinanleger übertreffen, sodass es zu dem oben beobachteten Trend kommt. Auch diese Analyse wurde noch einmal ohne die CMAR der Confounding Events durchgeführt (Anhang C). Die Ergebnisse zeigen die gleiche Tendenz und sind ebenfalls signifikant auf dem 1%-Niveau.

4. Fazit

Um Aufschluss darüber zu geben, ob Aktionäre die Regulierung von PAs als Mehrwert oder als Nachteil auffassen, wurden in dieser Arbeit die U.S.-Marktreaktionen auf elf Ereignisse untersucht, die die Wahrscheinlichkeit der Einführung der Regulierung beeinflusst haben. Die Ereignisstudie zeigt eine negative Gesamtmarktreaktion, die darauf schließen lässt, dass Aktionäre die Regulierung weniger als Mehrwert durch erhöhte Transparenz, sondern vielmehr als Nach-

teil durch zusätzliche Kosten erwarten. Es wird festgestellt, dass die Reaktionen auf Ereignisse, die die Wahrscheinlichkeit der Einführung erhöhen (verringern), tendenziell negativ (positiv) ausfallen. Zudem wird festgestellt, dass die Marktreaktionen stärker ausfallen, je geringer der Anteil institutioneller Investoren an einem Unternehmen ist.

Die Erkenntnisse dieser Arbeit müssen jedoch mit Vorsicht interpretiert werden, da sie einigen Limitationen unterliegen. Zunächst ist es entscheidend, dass die richtigen Ereignisse identifiziert werden. Es kann nicht garantiert werden, dass die getroffene Auswahl vollständig die Ereignisse erfasst, die für die Reaktionen der Aktionäre ausschlaggebend waren. Zweitens kann die Aussagekraft durch Confounding Events verzerrt werden. Auch wenn nach dem Ausschluss der beiden identifizierten Störereignisse weiterhin eine signifikante Marktreaktion zu beobachten ist, kann auch hier nicht garantiert werden, dass ihre Identifikation vollständig ist. Drittens ist nicht auszuschließen, dass die Regulierung von PAs in den USA auch Auswirkungen auf den verwendeten Vergleichsindex hatte. ISS und GL sind global agierende Unternehmen. Ihre Regulierung könnte bei Aktionären in anderen Ländern zu der Befürchtung führen, dass das amerikanische Vorbild auch bei ihnen adaptiert wird. Zuletzt beziehen sich die Erkenntnisse dieser Arbeit auf die erwarteten Effekte der Regulierung, nicht auf die realisierten und sollten daher als vorläufige Evidenz angesehen werden (Joos & Leung, 2013).

Trotz der Limitationen trägt diese Arbeit zur Debatte über die Regulierung von PAs bei, indem sie als Erste empirische Erkenntnisse darüber liefert, wie der U.S.-Markt auf eine Regulierung reagiert. Außerdem zeigt sie weitere potenzielle Forschungsansätze auf. Die Untersuchung nach Besitzanteilen institutioneller Investoren weist darauf hin, dass die Marktreaktionen entlang bestimmter Unternehmenscharakteristika variieren können. Eine Querschnittsanalyse könnte weitere Erkenntnisse darüber liefern, welche Faktoren Einfluss auf die Marktreaktion haben. Es bleibt jedoch abzuwarten, wie die tatsächlichen Effekte nach Inkrafttreten der Regulierung ab Dezember 2021 ausfallen werden.

Literatur

- 2017/828/EC. (2017). *Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement* (Report).
- Alexander, C., Chen, M., Seppi, D. & Spatt, C. (2010). Interim News and the Role of Proxy Voting Advice. *Review of Financial Studies*, 23, 4419–4454.
- Balp, G. (2017). Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach. *European Company and Financial Law Review*, 14 (1), 1–36. Zugriff auf <https://ssrn.com/abstract=3097721>
- Belinfanti, T. (2009). The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control. *Stanford Journal of Law Business & Finance*, 14 (2), 385. Zugriff auf <https://ssrn.com/abstract=1558097>
- Brav, A., Jiang, W., Li, T. & Pinnington, J. (2019). Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests [Working Paper]. *European Corporate Governance Institute (ECGI)*.
- Business Roundtable. (2020). *Public Comments to SEC on Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*. Zugriff auf <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-public-comments-to-sec-on-amendments-to-exemptions-from-the-proxy-rules-for-proxy-voting-advice> (Zuletzt aufgerufen am: 12.04.2021)
- Cappucci, M. (2019). The Proxy War against Proxy Advisors. *Harvard Management Company*. Zugriff auf <https://ssrn.com/abstract=3488427>
- Clayton, J. (2018). Statement Announcing SEC Staff Roundtable on the Proxy Process. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-announcing-sec-staff-roundtable-proxy-process> (Zuletzt aufgerufen am: 22.04.2021)
- COEC. (2011). A call for change in the proxy advisory industry status quo: The case for greater accountability and oversight. (c11-07b).
- Council of Institutional Investors (CII). (2020). *Comment letter to the SEC on proposed rules for proxy voting advice*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/comments/s7-22-19/s72219-6729687-207381.pdf> (Zuletzt aufgerufen am: 20.04.2021)
- De La Cruz, A., Medina, A. & Tang, Y. (2019). Owners of the World's Listed Companies. *OECD Capital Market Series*. Zugriff auf www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm
- Department of Labor (DOL). (2020). *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights, 81658-81695 29 CFR § 2509 and 2550*. Zugriff auf <https://www.federalregister.gov/documents/2020/12/16/2020-27465/fiduciary-duties-regarding-proxy-voting-and-shareholder-rights>
- Department of Labor (DOL). (2021). *US Department of Labor Releases Statement on Enforcement of Its Final Rules on ESD Investments, Proxy Voting by Employee Benefit Plans*. Zugriff auf <https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20210310> (Zuletzt aufgerufen am: 20.04.2021)
- Deutsche Börse. (2020). *Deutsche Börse übernimmt mit ISS führenden Anbieter von Governance-Lösungen, ESG-Daten und Analytik*. Zugriff auf <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/media/pressemitteilungen/Deutsche-Börse-übernimmt-mit-ISS-führenden-Anbieter-von-Governance-Lösungen-ESG-Daten-und-Analytik-2343864>
- Doyle, T. M. (2018). *The Realities of Robo-Voting* (Bericht). American Council for Capital Formation. Zugriff auf https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/ACCF-RoboVoting-Report_11_8_FINAL.pdf
- Eckstein, A. (2015). Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation. *Delaware Journal of Corporate Law*, 40 (77), 77. Zugriff auf <https://ssrn.com/abstract=2469158>
- Ertimur, Y., Ferri, F. & Oesch, D. (2013). Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay. *Journal of Accounting Research*, 51 (5), 951–996.
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2012). *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* [Working Paper]. Zugriff auf <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-212.pdf>
- Flook, B. (2020). *Institutional Shareholder Services Asks Judge to Toss Out Proxy Advice Rules, Guidance*. Zugriff auf <https://tax.thomsonreuters.com/news/institutional-shareholder-services-asks-judge-to-toss-out-proxy-advice-rules-guidance/> (Zuletzt aufgerufen am: 20.04.2021)
- Gallego Córcoles, A. (2016). Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe. *European Company and Financial Law Review*, 13 (1), 106–156. Zugriff auf <https://ssrn.com/abstract=2842968>
- Ghebreyesus, T. A. (2020). WHO Director-General's statement on IHR Emergency Committee on Novel Coronavirus (2019-nCoV). WHO. Zugriff auf [https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-statement-on-ih-er-emergency-committee-on-novel-coronavirus-\(2019-ncov\)](https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-statement-on-ih-er-emergency-committee-on-novel-coronavirus-(2019-ncov))
- Government Accountability Office (GAO). (2007). *Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting* (Report Nr. GAO-07-765).
- Government Accountability Office (GAO). (2016). *Corporate Shareholder Meetings: Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices*, GAO-17-47. U. S. G. P. Office.
- Griggs, N. (2019). More Than 300 Companies Join Nasdaq in SEC Letter. NASDAQ. Zugriff auf <https://www.nasdaq.com/articles/more-300-companies-join-nasdaq-sec-letter-2019-02-05> (Zuletzt aufgerufen am: 10.04.2021)
- Hayne, C. & Vance, M. (2019). Information Intermediary or De Facto Standard Setter? Field Evidence on the Indirect and Direct Influence of Proxy Advisors. *Journal of Accounting Research*, 57 (4), 969–1011.
- Herren Lee, A. (2020). Paying More For Less: Higher Costs for Shareholders, Less Accountability for Management. *U.S. Securities and Exchange Commission*.
- Hitz, J.-M. & Lehmann, N. (2018). Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets. *European Accounting Review*, 27 (4), 713–745.
- Institutional Shareholder Services (ISS). (2019, October 31). *ISS Files Suit Over August SEC Guidance - Litigation to Prevent the Chill of Proxy Advisers' Protected Speech*. Zugriff auf <https://www.issgovernance.com/iss-files-suit-over-august-sec-guidance/>
- Institutional Shareholder Services (ISS). (2021). *About ISS*. Zugriff auf <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/> (Zuletzt aufgerufen am: 10.04.2021)
- Investor Advisory Committee (IAC). (2020). *Recommendation of the SEC Investor Advisory Committee (IAC) Relating to SEC Guidance and Rule Proposals on Proxy Advisors and Shareholder Proposals*. U.S. Securities and Exchange Commission. Zugriff auf <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/sec-guidance-and-rule-proposals-on-proxy-advisors-and-shareholder-proposals.pdf> (Zuletzt aufgerufen am: 11.04.2021)
- Joos, P. P. M. & Leung, E. (2013). Investor Perceptions of Potential IFRS Adoption in the United States. *The Accounting Review*, 88 (2), 577–609.
- Kaplan, T. & Rappeport, A. (2017). Republican Tax Bill Passes Senate in 51-48 Vote. *The New York Times*.
- Kiernan, P. (2020). SEC Votes to Regulate Proxy Advisors More Closely. *The Wall Street Journal*.
- Klöhn, L. & Schwarz, P. (2013). The Regulation of Proxy Advisors. *Capital Markets Law Journal*, 8 (1), 90–107.
- Larcker, D. F., McCall, A. L. & Ormazabal, G. (2015). Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms. *The Journal of Law and Economics*, 58 (1), 173–204.
- Larcker, D. F., Tayan, B. & Copland, J. R. (2018). The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry. *Stanford Graduate School Research Paper*.
- Malenko, N. & Shen, Y. (2016). The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design. *Review of Financial Studies*, 29 (12), 3394–3427.
- McElhaney, A. (2021). Ontario Teachers' and AIMCo Have Sold Glass Lewis to a Private Equity Firm. *Institutional Investor LLC*. Zugriff

- auf <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1qztg15n9pf7s/Ontario-Teachers-and-AIMCo-Have-Sold-Glass-Lewis-to-a-Private-Equity-Firm> (Zuletzt aufgerufen am: 10.04.2021)
- Novick, B. & Cameron, R. (2018). November 2018 Roundtable Submission. *BlackRock, Inc.* Zugriff auf <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/sec-roundtable-proxy-process-111618.pdf> (Zuletzt aufgerufen am: 20.04.2021)
- Placenti, F. M. (2018). Are Proxy Advisors Really a Problem? *American Council for Capital Formation*. Zugriff auf https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/10/ACCF_ProxyProblemReport_FINAL.pdf
- Placenti, F. M. (2019). The SEC's Evolving Views Regarding Proxy Advisors. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Zugriff auf <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/11/23/the-secs-evolving-views-regarding-proxy-advisors/> (Zuletzt aufgerufen am: 06.04.2021)
- Posner, C. (2018). SEC No-Action Letters Related to Proxy Advisory Firms. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Zugriff auf <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/15/sec-no-action-letters-related-to-proxy-advisory-firms/> (Zuletzt aufgerufen am: 11.04.2021)
- Posner, C. (2020). SEC calls "time out" on proxy advisor guidance and ISS litigation. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Zugriff auf <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/14/sec-calls-time-out-on-proxy-advisor-guidance-and-iss-litigation/> (Zuletzt aufgerufen am: 20.04.2021)
- ProxyPulse. (2020). 2020 Proxy Season Review. *PricewaterhouseCoopers LLP*. Zugriff auf https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-proxypulse-2020-review.pdf
- Retelny, G. (2019). Why we are suing the SEC. *Financial Times*.
- Roisman, E. L. (2018). Statement at Proxy Process Roundtable. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-roisman-111518> (Zuletzt aufgerufen am: 22.04.2021)
- Roisman, E. L. (2020a). Myths and Realities: Modernizing the Proxy Rules. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/speech/roisman-myths-and-realities-2020-01-30> (Zuletzt aufgerufen am: 10.04.2021)
- Roisman, E. L. (2020b). *Open Meeting to Adopt Amendments to the Proxy Solicitation Rules*. Zugriff am 2021-04-20 auf <https://www.sec.gov/news/public-statement/roisman-open-meeting-2020-07-22>
- Rose, P. & Walker, C. J. (2020). Examining the SEC's Proxy Advisor Rule. *The Ohio State University Moritz College of Law*.
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2010). Concept Release on the U.S. Proxy System. *Release No. 34-62495*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2013). SEC To Hold Roundtable On Proxy Advisory Services. *Press Release*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-236>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2014). Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms. *Staff Legal Bulletin No. 20*. Zugriff am 2021-04-11 auf <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2018a). SEC Announces Agenda, Panelists for Staff Roundtable on the Proxy Process. *Press Release*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-260>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2018b). Statement Regarding Staff Proxy Advisory Letters. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters> (Zuletzt aufgerufen am: 12.04.2021)
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2019a). Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice. *Release No. 34-87457*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/34-87457.pdf>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2019b). Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers. *Release Nos. IA-5325; IC-33605*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5325.pdf>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2019c). Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules. *Release No. 34-86721*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/34-86721.pdf>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2020a). Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice. *Release No. 34-89372*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/rules/final/2020/34-89372.pdf>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2020b). SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information. *Press Release*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-161>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2020c). Supplement to Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers. *Release No. IA-5547*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/rules/policy/2020/ia-5547.pdf>
- Shubber, K. (2020). SEC approves new rules for proxy advisers. *Financial Times*. Zugriff auf <https://www.ft.com/content/1d4fea3d-a250-4325-92fc-955c7444f383>
- Spat, C. S. (2021). Proxy Advisory Firms, Governance, Market Failure, and Regulation. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10 (1), 136–157.
- Stein, K. M. (2018). Opening Remarks at the 2018 SEC Staff Roundtable on the Proxy Process. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Zugriff auf <https://www.sec.gov/news/public-statement/stein-remarks-2018-roundtable-proxy-process> (Zuletzt aufgerufen am: 22.04.2021)
- US-Congress. (2016). *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016, H.R.5311, 114th Congress*. Zugriff auf <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/text>
- US-Congress. (2017). *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017, H.R.4015, 115th Congress*. Zugriff auf <https://www.congress.gov/115/bills/hr4015/BILLS-115hr4015rfs.pdf>
- US-Congress. (2018). *Corporate Governance Fairness Act, S.3614, 115th Congress*. Zugriff auf <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/3614/text?q=%7B%22search%22%3A%5B%22Corporate+Governance+Fairness+Act%22%5D%7D&r=1>
- US-Congress. (2019). *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2019, H.R.5116, 116th Congress*. Zugriff auf <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/5116/text?r=80&s=1>