

## Proxy Advisors – Fluch oder Segen in der Corporate Governance?

Von Urs Bertschinger, Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt in Zürich, Professor an der Universität St. Gallen\*

*The role of proxy advisors in the governance of listed companies has triggered criticism ranging from “box ticking” to “empty voting” and has sparked an intense debate on how to address these concerns. The author takes the view that – for the time being – proxy advisors are not a topic for the regulator. Many institutional investors owe their beneficiaries a fiduciary duty based on which they are obliged to obtain appropriate advice on corporate governance issues concerning investee companies. To the extent that voting rights of institutional investors, such as mutual funds or pension funds,*

*are covered by applicable regulations, regulatory auditors and authorities need to act in case institutional investors’ “voting governance” is inappropriate. In order to enhance the credibility of the “Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies”, significantly more organizations should issue statements of commitment. As proxy advice is perceived to be about power in corporate governance, proxy advisors will remain in the spotlight for the foreseeable future.*

### Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Stimmrechtsberatung – Eine neue Aktionärsdienstleistung
- III. Langer regulatorischer Wunschzettel
  - 1. Qualifikation und aufsichtsrechtliche Regulierung
  - 2. Transparenzpflichten
  - 3. Hemmschwellen für die Stimmrechtsausübung
  - 4. Anhörung der Gesellschaft
  - 5. «Narrow Proxy Advisory Services»
  - 6. Haftung
  - 7. Vernehmlassung zur Aktienrechtsrevision
- IV. Stimmrechtsberatung unter geltendem Recht
  - 1. Kollektive Kapitalanlagen
  - 2. Vorsorgeeinrichtungen
  - 3. Selbstregulierung
  - 4. Offenlegung qualifizierter Beteiligungen
- V. Wie weiter bei der Stimmrechtsberatung?
  - 1. Schutzzweck
  - 2. Regulierungsansatz
  - 3. «Commodity-Falle»
- VI. Ausblick

### I. Einführung

Schon vor einiger Zeit wurde prognostiziert, dass in den Generalversammlungen der Schweizer Publikumsgesellschaften die Zeit der «DDR-Abstimmungsergebnisse» vorbei sei.<sup>1</sup> Seither ist es zu gewissen Überraschungen gekommen. Die Anpassung der Statuten der Sulzer AG an das neue Vergütungsregime ist in der Generalversammlung vom März 2014 gescheitert. Die Aufregung war gross, von einer «Ohrfeige» war die Rede,<sup>2</sup> und es wurde die «Geisterhand» ins Spiel gebracht.<sup>3</sup> Zwei für börsenkotierte Unternehmen wichtige Stimmrechtsberater hatten gegen die Statutenänderung Opposition angemeldet und waren damit erfolgreich. Dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater nicht immer durchschlagen, hat sich in der Generalversammlung der Swatch Group AG vom Mai 2015 gezeigt. Der Widerstand der Stimmrechtsberater gegen die Wiederwahl von drei Verwaltungsräten blieb erfolglos.<sup>4</sup>

Lange wurde die Apathie der Anleger beklagt; es wurde vor allem «mit den Füßen abgestimmt», die Aktien also verkauft, sobald der Anleger mit der Ent-

<sup>1</sup> Neue Zürcher Zeitung, Aufstand mit Fragezeichen, Aktionärsdemokratie 2013, 19. April 2013, S. 23.

<sup>2</sup> Tagesanzeiger, Ohrfeige für Sulzer und Grossaktionär Vekselberg, 21. März 2014, S. 35.

<sup>3</sup> Dieter Gericke, Von der Fremdbestimmung der Beschlussfassung durch Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater, in: Peter V. Kunz/Oliver Arter/Florian S. Jörg (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht X, Bern 2015, S. 78.

<sup>4</sup> Siehe Blick, Putsch gegen Hayek gescheitert!, 28. Mai 2015.

\* Der Beitrag basiert auf einem Vortrag an der Universität Freiburg vom 5. Juni 2015. Die Vortragsform wurde weitgehend beibehalten.

wicklung unzufrieden wurde. Das höhere Profil der Corporate Governance-Debatte sowie regulatorische Vorgaben bewegten die institutionellen Anleger vermehrt zur Ausübung der Stimmrechte. Da die institutionellen Investoren die zahlreichen Traktanden in den Generalversammlungen der Gesellschaften, in welche sie investiert sind, unmöglich alle selbst analysieren können, beauftragen sie Stimmrechtsberater (Proxy Advisors), um ihre Funktion in der Governance der Gesellschaften wahrzunehmen.

Im Folgenden soll der Frage nachgegangen werden, wie die Stimmrechtsberatung im Kontext der Corporate Governance einzuschätzen ist. Werden die Karten in der Governance der börsenkotierten Aktiengesellschaften derzeit neu gemischt? Ergeben sich aus den Aktivitäten der Stimmrechtsberater berechnete regulatorische Anliegen, wie dies nun vielfach vertreten wird,<sup>5</sup> oder sind diese Berater willkommenen Gehilfen der Aktionäre, im Bemühen, ihren Mitwirkungsrechten Ausdruck zu verleihen?

## II. Stimmrechtsberatung – Eine neue Aktionärsdienstleistung

Das Leistungsspektrum von Stimmrechtsberatern kann neben der Lieferung von Datenmaterial für eigene Analysen der Kunden, Beratungsleistungen für die Stimmrechtsausübung sowie die Stimmrechtsvertretung umfassen. Teilweise wird auch von der Stimmrechtsdelegation gesprochen.<sup>6</sup> Zudem engagieren sich diese Aktionärsdienstleister mit öffentlichen Stellungnahmen zu unternehmensspezifischen Konstellationen, etwa im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen, sowie im Gesetzgebungsprozess.

Über gute und schlechte Corporate Governance kann man in mancherlei Hinsicht geteilter Meinung sein,<sup>7</sup> zum Beispiel betreffend einen allfälligen Zusammenhang zwischen der Amtsdauer von Verwaltungsräten und deren Unabhängigkeit<sup>8</sup> oder den

Wechsel des ehemaligen CEO ins Präsidium des Verwaltungsrates.<sup>9</sup> Einzelne Aspekte einer guten Corporate Governance werden zwischen den Stimmrechtsberatern und den obersten Leitungsgremien der Aktiengesellschaften nun vermehrt erörtert. Die «Bündelung» von Aktienstimmen der institutionellen Investoren öffnen den Stimmrechtsberatern die Türen zu den Gesellschaften. Sie sind allerdings längst nicht überall willkommene Gesprächspartner, sehen sie sich doch verschiedenen Vorwürfen ausgesetzt: Die Corporate-Governance-Modelle seien zu starr und damit zu wenig auf den unternehmensspezifischen Kontext zugeschnitten. Es bestünden Interessenkonflikte, die sich aus anderen Dienstleistungszweigen – Asset Management oder Corporate-Governance-Beratung – ergeben. Und schliesslich wird die Stimmmacht der Berater ohne Tragung eines eigenen Risikos moniert. Dies münde in eine Art «*empty voting*», da die eingeholten Empfehlungen in der Praxis

verfüge (David Frick, Der neue Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, GesKR 2014, S. 437; Peter Böckli, Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, SZW 2015, S. 218), steht in einem gewissen Spannungsverhältnis zur Begründung der Rotationspflicht des leitenden Revisors gemäss Art. 730a Abs. 2 OR (siehe Peter Böckli, Revisionsstelle und Abschlussprüfung, Zürich 2007, S. 244 f.). Gewisse Gesellschaften sehen denn auch Amtsdauerbeschränkungen für Verwaltungsratsmitglieder vor. Die Diskussion um eine Amtsdauerbeschränkung der Verwaltungsräte unter dem Gesichtspunkt der Unabhängigkeit bezieht sich zwangsläufig auf die tatsächlichen Umstände sowie den Anschein (Urs Bertschinger, Führung und Verantwortung in der Aktiengesellschaft, in: Thierry Luterbacher (Hrsg.), Verantwortlichkeits-, Zivilprozess- und Versicherungsrecht, Zürich 2012, S. 23 f.).

<sup>9</sup> Böckli (Fn. 8), S. 219 f.; siehe FAQ-FINMA Oberleitung von Banken und Effektenhändlern, 28. August 2012, lit. F.13: «Ein Wechsel von der Geschäftsleitung in die Oberleitung der Gesellschaft gilt es grundsätzlich zu vermeiden. Findet ein solcher in begründeten Fällen trotzdem statt, ist die Gewaltentrennung dadurch nicht zu schwächen und sind Kompetenzverschiebungen zugunsten der Oberleitung zu vermeiden.» Wenngleich diese Regelung vor dem Hintergrund des Gewaltenteilungsprinzips im Bankenrecht (Art. 11 Abs. 2 BankV) zu sehen ist, können sich auch ausserhalb des Bankbereichs Vorbehalte gegen den Wechsel von der Spitze der Geschäftsleitung ins Präsidium des Verwaltungsrates ergeben, weil dadurch die Dynamik in der Veränderung geschäftlicher Gegebenheiten, welche vom ehemaligen CEO zu verantworten sind, erheblich gebremst sein kann.

<sup>5</sup> Dazu insbesondere unter III.

<sup>6</sup> Siehe Schweizerischer Pensionskassenverband (ASIP), Fachmitteilung Nr. 98, 22. Mai 2014, Umsetzungshilfe (Muster), S. 3.

<sup>7</sup> Siehe dazu auch Neue Zürcher Zeitung, Was die Richtlinien von ISS und Ethos vorgeben, 25. April 2013, S. 31.

<sup>8</sup> Die vermeintliche «Lebenserfahrung», dass die Unabhängigkeit eines Verwaltungsratsmitgliedes gegenüber dem Management mit zunehmender Amtsdauer eher zunehme, etwa weil das Mitglied über einen besseren Kenntnisstand

meistens befolgt werden.<sup>10</sup> Jedenfalls entstehe durch den Beizug der Stimmrechtsberater eine neue Dimension der «agency».<sup>11</sup>

Berater entwickeln Modelle und verkaufen diese Denkansätze ihren Kunden.<sup>12</sup> Dadurch entsteht in jedem Beratungsmarkt ein gewisser Herdentrieb, so auch bei der Stimmrechtsberatung. Die Stimmrechtsrichtlinien, die von vielen Beratern entwickelt werden, zeigen das Corporate-Governance-Verständnis des Beraters. Der Kunde identifiziert sich mit diesem Modell, welches sich in mehr oder minder spezifischen, aber immer noch generell-abstrakten Grundsätzen einer vermeintlich guten Corporate Governance ausdrückt.<sup>13</sup> Diese Grundsätze finden Anwendung bei einzelnen Traktanden, die anlässlich der Generalversammlung zur Abstimmung gelangen. Ob

und wie diese Grundsätze aufgrund unternehmensspezifischer Aspekte reflektiert werden, ist Sache des Aktionärs. Sorgfalts- und Treuepflichten bestehen für den Aktionär hinsichtlich der Ausübung der Stimmrechte nicht (Art. 680 Abs. 1 OR). Es mag für die Gesellschaften unbefriedigend sein, sofern sie durch die Proxy Advisors im Rahmen der Beratung des Aktionärs unreflektiert über einen Leisten geschlagen werden. Von aktienrechtlicher Relevanz wäre ein «one size fits all approach» bzw. blosses «box ticking» seitens des Aktionärsberaters indessen nicht.<sup>14</sup>

### III. Langer regulatorischer Wunschzettel

#### 1. Qualifikation und aufsichtsrechtliche Regulierung

Aufgrund der steigenden Bedeutung der Proxy Advisors fällt das Augenmerk auf die Qualifikation der Analysten, die Stimmrechtsempfehlungen erarbeiten.<sup>15</sup> Die Stimmrechtsberatung wurde auch bereits als Finanzdienstleistung identifiziert, die dem kommenden Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) zu unterstellen sei.<sup>16</sup> Damit würde nach dem derzeitigen Stand der Diskussion zum FIDLEG automatisch die Mitarbeiterqualifikation angesprochen.<sup>17</sup> Sodann müsse die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA «die Korrektheit des Dialogs mit den Gesellschaften» prüfen, was sich insbesondere auf substanzielle Informatio-

<sup>10</sup> Böckli (Fn. 8), S. 221; Dieter Gericke/Olivier Baum, Corporate Governance: Wer ist der Governor?, SZW 2014, S. 348; Herbert Wohlmann/Alexandra J.B. Gerber, Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014, S. 294; Henry T.C. Hu/Bernard S. Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review 2008, Vol. 156, S. 639 f., wo auch von «voting ownership» der Proxy Advisors gesprochen wird; siehe auch Charles M. Nathan/Parul Metha, The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting, bei Fn. 11, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1583507](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1583507)>: «The end result is that economic ownership and economic decision making have been effectively decoupled from voting decisions throughout most of the investment management world. This is certainly true with proxy advisory services (whose recommendations are dispositive for many institutional investors and highly influential for others). As a practical matter, it is also true at the majority of institutional investors, which control the costs of voting by delegating the function to a small cadre of governance specialists and largely or entirely disassociate portfolio managers from the process.»

<sup>11</sup> Gericke/Baum (Fn. 10), S. 352; Tamara C. Belinfanti, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, Stanford Journal of Law, Business & Finance, 2009, Vol. 14:2, S. 388: «ISS presents a new flavor of the age-old agency cost problem.»

<sup>12</sup> Siehe etwa die Ethos-Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte 2015, Grundsätze zur Corporate Governance, <[www.ethosfund.ch](http://www.ethosfund.ch)>.

<sup>13</sup> Kevin M. Hubacher, Gewerbmässige Stimmrechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften, Zürich 2015, S. 154, verweist auf Angaben der amerikanischen Glass Lewis, wonach ein hoher Prozentsatz von Kunden über eigene Stimmrechtsrichtlinien verfügt, sowie S. 158; siehe auch George W. Dent, A Defense of Proxy Advisors, Michigan State Law Review 2014, S. 1301.

<sup>14</sup> Yonca Ertimur/Fabrizio Ferri/David Oesch, Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay, 2013, Ziff. 3.2, differenzieren: «Overall, we find limited evidence of a one-size-fits-all approach on SOP. [...] This contrasts to other settings (e.g. governance ratings, shareholder proposals, management equity incentive plans) where PA seem to employ a more mechanical check-the-box approach», <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2019239](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2019239)>.

<sup>15</sup> Wohlmann/Gerber (Fn. 10), S. 295.

<sup>16</sup> Wohlmann/Gerber (Fn. 10), S. 295; für eine aufsichtsrechtliche Regulierung auch Christophe Tagouo, L'influence des agences de vote sur les assemblées générales des sociétés cotées: Quo vadis?, AJP 2015, S. 1138; kritisch zur Bildung eines «oversight board» für Proxy Advisors Dent (Fn. 13), S. 1327 f., und zur Aufsicht durch die deutsche BaFin Uwe H. Schneider/Heribert M. Anzinger, Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – «A quiet guru's enormous clout», NZG 2007, S. 96.

<sup>17</sup> Siehe die vom Bundesrat festgelegten Grundsätze zur Aus- und Weiterbildung der Kundenberater im Kontext des FIDLEG und FINIG, 24. Juni 2015, <[www.news.admin.ch](http://www.news.admin.ch)>.

nen, welche Insiderdelikte und Ad-hoc-Mitteilungen betreffen, beziehen soll. Zu diesem Zweck wird eine Protokollierungspflicht des Dialogs zwischen der Gesellschaft und den Stimmrechtsberatern angeregt.<sup>18</sup> Eine Abgrenzung zum etablierten Austausch zwischen den Emittenten und qualifiziert Beteiligten erschiene kaum begründbar. Jedenfalls wäre der Schweizer Kapitalmarkt mit der Pflicht zur Dialogprotokollierung um ein Kuriosum reicher.

## 2. Transparenzpflichten

Hoch im Kurs sind verschiedene Transparenzpflichten der Stimmrechtsberater. Verlangt wird die Offenlegung sämtlicher Interessenbindungen,<sup>19</sup> also absolut gläserne Verhältnisse für diese Dienstleister. Licht soll auch auf die Aktienbestände der Kunden fallen, welche von den Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters erfasst werden (*«shares under advisory»*).<sup>20</sup> Sodann soll Transparenz bestehen über die Methodik und die Informationsbasis des Stimmrechtsberaters sowie über dessen Stimmrechtsempfehlungen,<sup>21</sup> die damit zum freien Gut würden, was sie teilweise schon heute sind.<sup>22</sup>

Die Transparenzoffensive erfasst auch den Aktionär, soll er doch den beigezogenen Berater der Gesellschaft melden, welche den Markt orientieren müsste.<sup>23</sup> Da erscheint es schon fast als selbstverständlich, dass bei der Offenlegung qualifizierter Beteiligungen Ergänzungen verlangt werden. Der Meldepflichtige<sup>24</sup> soll Angaben zu seinem Stimmrechtsberater und dessen Befugnissen machen.<sup>25</sup> Obwohl bereits schwer befrachtet, würde die Offenlegung qualifizierter Beteiligungen weiter aufgeladen. Zwar könnten Gesellschaften auf dieser Grundlage Abklärungen zum

*«empty voting»*<sup>26</sup> treffen, doch dürfte der Nutzen äusserst gering sein.

## 3. Hemmschwellen für die Stimmrechtsausübung

Konkrete Vorschläge finden sich auch zur Beschränkung der Bevollmächtigung von Stimmrechtsberatern, sei es hinsichtlich der Stimmgabe oder des Ausfüllens des Stimmrechts- bzw. Weisungsformulars. Das Verhältnis zwischen dem Aktionär und seinem Berater soll limitiert werden. In dieselbe Richtung zielt das Bemühen, die Vermögensverwalter ausschliesslich auf die finanziellen Interessen des wirtschaftlich Berechtigten zu verpflichten, womit hinsichtlich des Stimmrechts *«unter Umständen die Passivität zur gebräuchlichsten Handlungsform würde»*.<sup>27</sup>

## 4. Anhörung der Gesellschaft

Mit Nachdruck wird die Anhörung der betroffenen Gesellschaften durch die Stimmrechtsberater verlangt.<sup>28</sup> Zudem soll der Stimmrechtsberater verpflichtet werden, seinem Kunden auch die Position der Gesellschaft mitzuteilen.<sup>29</sup> Zwar kann Kommunikation mit der Gesellschaft zur Qualität von Beratungsdienstleistungen beitragen.<sup>30</sup> Gleichwohl darf der Stimmrechtsberater aufgrund seiner Sorgfalts- und Treuepflicht gegenüber dem Kunden<sup>31</sup> unter geltendem Recht die Gesellschaft nicht ohne Weiteres kontaktieren.<sup>32</sup> Die European Securities and Market Association (ESMA) hat sich zum Konsultationsprozess zwischen Emittent und Proxy Advisor ebenfalls zurückhaltend ge-

<sup>18</sup> Wohlmann/Gerber (Fn. 10), S. 295 f.

<sup>19</sup> Gericke (Fn. 3), S. 105.

<sup>20</sup> Gericke/Baum (Fn. 10), S. 356.

<sup>21</sup> Gericke/Baum (Fn. 10), S. 356 f.

<sup>22</sup> Ethos veröffentlicht die Abstimmungsempfehlungen zwei Werktage vor der jeweiligen Generalversammlung auf der Website, siehe [www.ethosfund.ch](http://www.ethosfund.ch).

<sup>23</sup> Gericke/Baum (Fn. 10), S. 356; siehe auch Lars Klöhn/Philip Schwarz, The regulation of proxy advisors, Capital Markets Law Journal 2013, Vol. 8, No. 1, S. 104.

<sup>24</sup> Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA. In Zukunft sind die Offenlegungspflichten im Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 19. Juni 2015 sowie in der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA angesiedelt.

<sup>25</sup> Gericke (Fn. 3), S. 104; Schneider/Anzinger (Fn. 16), S. 96.

<sup>26</sup> Dazu schon bei Fn. 10 und eingehender unter III.7.a.

<sup>27</sup> Gericke (Fn. 3), S. 105.

<sup>28</sup> Gericke/Baum (Fn. 10), S. 357, wonach *«verantwortliche Beratungstätigkeit»* bedinge, eine Empfehlung des Beraters, welche von den Anträgen des Verwaltungsrates abweicht, mit der Gesellschaft zu besprechen.

<sup>29</sup> Thomas U. Reutter, Is a Regulation of Proxy Advisors needed in Switzerland?, CapLaw 2/2015, S. 10, Ziff. 4.

<sup>30</sup> Teilweise wird die Kontaktnahme mit der Gesellschaft offengelegt; siehe etwa [http://swipra.ch/wp-content/uploads/Roche\\_summaryvotingrecommendation\\_2015.pdf](http://swipra.ch/wp-content/uploads/Roche_summaryvotingrecommendation_2015.pdf).

<sup>31</sup> Vgl. Art. 394 OR und Art. 398 Abs. 2 OR.

<sup>32</sup> Die Richtlinien für institutionelle Investoren (siehe unter IV.3) sehen in Grundsatz 3 vor: *«Bei kontroversen Themen informieren die Stimmrechtsberater die betroffenen Gesellschaften vorab über ihre Empfehlungen.»*

äussert.<sup>33</sup> Je stärker die Gesellschaften auf Anhörung drängen, desto eher können Zweifel aufkommen, ob das Stimmrechtsmaterial die Traktanden hinreichend detailliert erklärt.<sup>34</sup> Das Verlangen der Gesellschaften nach Anhörung durch die Stimmrechtsberater weist auch eine Konnotation zur Gleichbehandlung der Aktionäre auf (Art. 717 Abs. 2 OR).<sup>35</sup>

## 5. «Narrow Proxy Advisory Services»

Die potenziellen Interessenkonflikte, die sich etwa aufgrund von Corporate-Governance-Services eines Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft ergeben können, haben zur Forderung nach der Beschränkung des Geschäftsmodells von Proxy Advisors geführt.<sup>36</sup> Soweit Beratungsdienstleistungen an die Gesellschaft im Zusammenhang mit einzelnen Traktanden stehen, findet diese Forderung eine Parallele im Selbstprüfungsverbot der Revisionsstelle.<sup>37</sup> Für anderweitige Corporate-Governance-Services können die Regeln zum Verhältnis zwischen Revisionshonorar und zusätzlichen Honoraren bei Gesellschaften des öffentlichen Interesses<sup>38</sup> herangezogen werden.<sup>39</sup> Weisen Dienstleistungen durch eine andere Geschäftseinheit des Proxy Advisors ein Konfliktpo-

tenzial zur Stimmrechtsberatung auf, wie es in vergleichbarer Weise bei Finanzintermediären vorkommt, wird der Stimmrechtsberater grundsätzlich durch «Chinese Walls» Abhilfe schaffen können.<sup>40</sup> Darüber hinaus müssen es die Marktkräfte richten, falls sensiblere Kunden den Druck auf die Aktionärsdienstleister zur Entflechtung erhöhen wollen.

## 6. Haftung

Für Empfehlungen, die auf falschen Tatsachen beruhen, wird gegenüber dem Aktionär und der Gesellschaft eine Haftungsregelung gefordert.<sup>41</sup> Damit würde im Verhältnis zum Aktionär die vertragsrechtliche Haftung dupliziert und gegenüber der Gesellschaft für Stimmrechtsberater – einschliesslich sonstiger Dienstleister, die sich im Auftrag ihrer Kunden und Klienten mit einzelnen Traktanden einer Generalversammlung befassen – haftungsrechtlich eine neue Ausgangslage geschaffen. Hier deutet sich die allgemeine Stossrichtung der Diskussion über die Stimmrechtsberater an: Die Schutzwirkung zugunsten der Gesellschaft, welche sich nicht aus dem Vertragsverhältnis zwischen Aktionär und Stimmrechtsberater ableiten lässt, soll von Gesetzes wegen etabliert werden. Damit käme der Berater des Aktionärs in den erweiterten Wirkungskreis der Gesellschaft.

## 7. Vernehmlassung zur Aktienrechtsrevision

### a. Ausweitung der Treuhändervinkulierung

Bei der Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR wurde im Rahmen der Vernehmlassung zum Vorentwurf für ein revidiertes Aktienrecht vom 28. November 2014 ein Zusatz vorgeschlagen, wonach auf Verlangen der Gesellschaft ausdrücklich zu erklären wäre, dass der Aktionär «selber über die Ausübung der Stimmrechte entscheidet». Damit soll «der Blankodelegation des Stimmverhaltens an Dritte (etwa Stimmrechtsberater) entgegen(ge)wirkt» werden.<sup>42</sup> Der Keil, der sich dadurch zwischen Aktionär

<sup>33</sup> ESMA, Final Report, Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19. Februar 2013, S. 8, <[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)>: «Issuers may legitimately fact-check the opinions of proxy advisors as regards to their resolutions (where proxy advisors choose to be in dialogue with issuers on these matters). However, there should be no other expectations for the contacts between issuers and proxy advisors.»

<sup>34</sup> Kritisch zum Informationsgehalt der Stimmrechtsmaterialien für die Aktionäre *Alexander F. Wagner*, Generalversammlung und Stimmrechtsberater nach der Minder-Initiative, ST 2014, S. 590, mit Verweis auf eine Umfrage des Stimmrechtsberaters SWIPRA.

<sup>35</sup> Siehe auch *Hubacher* (Fn. 13), S. 224.

<sup>36</sup> *Gericke/Baum* (Fn. 10), S. 358; kritisch *Klöhn/Schwarz* (Fn. 23), S. 106 f.

<sup>37</sup> Siehe Art. 728 Abs. 2 Ziff. 4 OR zum Verbot der Mitwirkung bei der Buchführung sowie der Erbringung anderer Dienstleistungen, durch die das Risiko entsteht, als Revisionsstelle eigene Arbeiten überprüfen zu müssen.

<sup>38</sup> Siehe Art. 2 lit. c Revisionsaufsichtsgesetz.

<sup>39</sup> Siehe RAB-Rundschreiben 1/2010 über die Berichterstattung der staatlich beaufsichtigten Revisionsunternehmen an die Aufsichtsbehörde, Rz 22/b, wonach bei einem Verhältnis von 1 zu 1 zwischen Revisionshonorar und zusätzlichen Honoraren «allfällige Schutzvorkehrungen, die gegen eine allfällige Beeinträchtigung der Unabhängigkeit getroffen wurden», bedeutsam sind.

<sup>40</sup> Vgl. Urteil des Bundesgerichts vom 2. Februar 2000, E. 5.d, EBK-Bulletin 40/2000, S. 60 f.; siehe in diesem Zusammenhang betreffend die amerikanische ISS *Dent* (Fn. 13), S. 1323.

<sup>41</sup> *Gericke* (Fn. 3), S. 105; kritisch zur Haftung gegenüber der Gesellschaft *Gericke/Baum* (Fn. 10), S. 357.

<sup>42</sup> *Homburger*, Vernehmlassung Aktienrecht, 15. März 2015, S. 48 f., <[www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch)>.

und Stimmrechtsberater treiben liesse, ist unverkennbar.<sup>43</sup> In welchem Mass müsste der Aktionär die Stimmrechtsempfehlungen seines Beraters reflektieren, um im Rechtssinne Entscheidungsträger zu sein? Wie wäre die Rechtslage, wenn der Aktionär Stimmrechtsempfehlungen nur beiläufig oder überhaupt nicht hinterfragen würde? Könnte sich die Instruktion, dass die Stimmrechte im Einklang mit hinreichend detaillierten Richtlinien des Beraters auszuüben sind, für den Aktionär unter Art. 685d Abs. 2 OR als problematisch erweisen?

Willensbildung und Risikoträgerschaft sollen in der Aktiengesellschaft nach einer verbreiteten Meinung in der Person des Aktionärs vereint sein.<sup>44</sup> Von guten Beratern wird erwartet, dass sie ihre Kunden führen, ohne in der Angelegenheit selbst den «*driver seat*» zu übernehmen. Es ist deshalb von einem erheblichen faktischen Einfluss des Beraters auf den Kunden auszugehen.<sup>45</sup> Ansonsten lässt sich der Rationalisierungseffekt, welcher jedem Beizug eines Beraters zugrunde liegt und wofür der Kunde letztlich das Entgelt entrichtet, gar nicht realisieren. Soweit der Berater aufgrund hinreichend klarer Instruktionen des Kunden agiert, ist die Situation von Rechts wegen klar: Der Berater bleibt Berater, sodass der

Entscheid über die Ausübung des Stimmrechts vom Kunden ausgeht.<sup>46</sup>

Der Gehalt der klassischen Treuhändervinkulierung des Art. 685d Abs. 2 OR wird mittlerweile in der Erfassung des wirtschaftlich Berechtigten gesehen. Damit ist sowohl der Entscheidungsträger bezüglich der Ausübung des Stimmrechts als auch derjenige gemeint, der das mit den Aktien verbundene ökonomische Risiko trägt.<sup>47</sup> Im Diskurs um die Stellung der Proxy Advisors droht die Norm nun auszuufern.<sup>48</sup>

In einem alten, aber nach wie vor beachtenswerten Entscheid hat das Bundesgericht – unter dem Vorbehalt der Umgehung – festgestellt, dass «jeder Aktionär frei (ist), nach den Wünschen eines Dritten zu stimmen.»<sup>49</sup> Da die Stimmrechtsempfehlungen für den Kunden – unter normalen Umständen – nicht verbindlich sind, findet in diesem Urteil das gute Recht des Aktionärs Ausdruck, sich beraten zu lassen. Die folgende Erwägung des Zürcher Handelsgerichts ist ebenfalls in diesem Kontext zu sehen: «Räumt ein Aktionär seine materielle Stimmkraft nicht rechtlich verbindlich einem Dritten ein und trägt er das wirtschaftliche Risiko seiner Aktionärsstellung alleine, [...] besteht kein Rechtsgrund, seine Stimmkraft zu beschränken.»<sup>50</sup> Da die Wahrung der Interessen der Anleger bzw. Versicherten nach vertraglichen Vereinbarungen verlangt, die den Schluss zulassen, dass die Stimmrechtsausübung vom institutionellen Investor ausgeht,<sup>51</sup> kann keine Rede davon sein, die materielle Stimmkraft werde dem Stimmrechtsberater verbindlich übertragen.<sup>52</sup>

## b. Prämie für die Stimmrechtsausübung

Anhand der Bonus- und Malus-Regelung für die Ausübung des Stimmrechts, wie sie in Art. 661 Abs. 2 VE-

<sup>43</sup> In diese Richtung zielt auch die Abkoppelung der Stimmrechtsberater von den Stimmrechtsplattformen (*Gericke* (Fn. 3), S. 105); zur Verknüpfung von Stimmrechtsberater und Stimmrechtsplattform siehe <[swipra.ch/ueber-swipra/partner](http://swipra.ch/ueber-swipra/partner)>: «SWIPRA-Kunden können Empfehlungen im SWIPRA-Advisory Tool auf Shernpany einsehen und für die von SWIPRA abgedeckten Unternehmen elektronisch abstimmen und sich davon ein Reporting erstellen lassen.»

<sup>44</sup> *Gericke/Baum* (Fn. 10), S. 355; *Böckli* (Fn. 8), S. 211, spricht von einem «Fundamentalprinzip der Aktiengesellschaft». Anzumerken bleibt, dass der Bundesrat das Securities Borrowing, welches sich in der Willensbildung des Borrowers und der Risikotragung durch den Lender ausdrückt, in der laufenden Aktienrechtsrevision bloss einer Kann-Vorschrift unterwerfen will (Art. 685d Abs. 2 VE-OR (2014)). Dies lässt sich als Hinweis auffassen, dass das erwähnte Prinzip so fundamental nicht ist (siehe schon *Urs Bertschinger*, Finanzinstrumente in der Aktienrechtsrevision – Derivate, Securities Lending und Repurchase Agreements, SZW 2008, S. 220).

<sup>45</sup> Siehe etwa *Pensionskasse SBB*, Politik zur Ausübung der Stimmrechte bei Aktiengesellschaften (Stimmrechts-Politik), gültig ab 1. Januar 2015, Art. 8 Stimmrechtsberater, wo unter anderem festgehalten wird (Ziff. 4): «In begründeten Fällen kann die PK SBB von der Empfehlung der Stimmrechtsberater abweichen. Die Verantwortung der Stimmrechts-Ausübung liegt in jedem Fall bei der PK SBB.», <[www.pksbb.ch/images/downloads/Stimmrechtspolitik.pdf](http://www.pksbb.ch/images/downloads/Stimmrechtspolitik.pdf)>.

<sup>46</sup> Siehe dazu auch unter IV.4.

<sup>47</sup> *Dieter Dubs/Urs Brügger*, Transparenz im Aktionariat durch (objektiv-)geltungszeitliche Interpretation des Art. 685d Abs. 2 OR – Die Offenlegung des wirtschaftlich Berechtigten als Anerkennungsvoraussetzung, SZW 2007, S. 290.

<sup>48</sup> Siehe dazu schon bei Fn. 10.

<sup>49</sup> BGE 81 II 534, E. 4 in fine.

<sup>50</sup> Zürcher Handelsgericht, ZR 108 (2009), Nr. 64, S. 312.

<sup>51</sup> Siehe bei Fn. 46 und Fn. 73.

<sup>52</sup> Vgl. die verschiedenen Konstellationen im Zusammenhang mit Abstimmungsempfehlungen bei Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange AG, Jahresbericht 2010, Ziff. 3.2.4.3, S. 124 ff.

OR (2014) vorgeschlagen wird,<sup>53</sup> lassen sich unerwünschte Nebeneffekte unausgeglichener Regulierung veranschaulichen. Ein Vernehmlassungsteilnehmer hat zu Recht geltend gemacht, dass diese Vorschrift den Vermögensverwalter dazu verpflichten würde, die Stimmrechte des Kunden ebenfalls zu verwalten, da die Stimmrechtsausübung mit einer höheren Dividende prämiert würde. Damit wäre nach dieser Vernehmlassung eine steigende Bedeutung der Berater verbunden, «was nicht unbedingt im Interesse der Unternehmungen ist».<sup>54</sup>

#### c. Steigende Kosten für institutionelle Investoren

Im Zusammenhang mit einer Ausweitung des Stimmzwangs gemäss Art. 71a VE-BVG (2014) werden die steigenden Kosten für die Stimmrechtsberater beklagt.<sup>55</sup> Damit findet der faktische Zwang seitens der Vorsorgeeinrichtungen Ausdruck, zur Erfüllung der Stimmpflicht<sup>56</sup> mangels eigener Ressourcen Aktionärsdienstleister zu engagieren. Sobald sich die Kosten der Stimmrechtsausübung im Verhältnis zum damit verbundenen Nutzen ungünstig entwickeln, wird man die Interessen der Versicherten, welche die Stimmpflicht der Vorsorgeeinrichtungen in der Verfassungsbestimmung determinieren,<sup>57</sup> bei der Umsetzung des Stimmzwangs ins Gesetz stärker relativierend zum Tragen bringen.

## IV. Stimmrechtsberatung unter geltendem Recht

Trotz der zunehmend aufkeimenden Regulierungsdiskussion wäre es falsch, zu glauben, die Stimmrechtsberatung sei regulatorisch ein Novum, ganz im Gegenteil:

<sup>53</sup> Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, <[www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch)>.

<sup>54</sup> UBS, Stellungnahme zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), 13. März 2015, S. 4, <[www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch)>.

<sup>55</sup> Industrie- und Handelskammer Zentralschweiz, Vernehmlassung Aktienrechtsrevision, 11. März 2015, S. 18, <[www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch)>.

<sup>56</sup> Art. 22 VegüV.

<sup>57</sup> Art. 95 Abs. 3 lit. a Satz 3 BV: Die Pensionskassen stimmen im Interesse ihrer Versicherten ab und legen offen, wie sie gestimmt haben.

## 1. Kollektive Kapitalanlagen

Gemäss Art. 23 Abs. 1 Kollektivanlagengesetz (KAG) sind die mit den Anlagen verbundenen Mitgliedschafts- und Gläubigerrechte unabhängig und ausschliesslich im Interesse der Anleger auszuüben. So dann schreibt Art. 34 Abs. 3 Kollektivanlagenverordnung vor, dass die Bewilligungsträger bei der Ausübung von Mitgliedschafts- und Gläubigerrechten die Transparenz gewährleisten, welche den Anlegern ermöglicht, die Ausübung nachzuvollziehen. In diesem Zusammenhang sind auch der allfällige Beizug eines Stimmrechtsberaters und dessen Befugnisse relevant. Die Fachinformation «Ausübung von Mitgliedschafts- und Gläubigerrechten» der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) vom Juli 2012 bzw. Oktober 2014 konkretisiert die SFAMA-Verhaltensregeln,<sup>58</sup> welche von der FINMA als Mindeststandard anerkannt sind und deren Einhaltung von den Prüfungsgesellschaften zu prüfen ist.<sup>59</sup> Jedenfalls haftet die Fondsleitung für Handlungen der Beauftragten wie für eigenes Handeln (Art. 31 Abs. 6 KAG).

## 2. Vorsorgeeinrichtungen

Die bei einer Vorsorgeeinrichtung mit der Geschäftsführung und Vermögensverwaltung betrauten Personen unterliegen der treuhänderischen Sorgfaltspflicht<sup>60</sup>, und das oberste Organ muss seit Jahren die Regeln aufstellen, die bei der Ausübung der Aktionärsrechte der Vorsorgeeinrichtung zur Anwendung gelangen.<sup>61</sup> Mittlerweile hat die Ausübung der Stimmrechte bei den Vorsorgeeinrichtungen ein hohes Profil. Vom Stimmvolk selbst angeordnet und einstweilen in der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) umgesetzt, soll das Stimmverhalten gemäss Art. 22 VegüV zudem transparent sein. Gemäss Verfassung ist offenzulegen, «wie sie [die Pensionskassen] gestimmt haben».<sup>62</sup> Art. 23 Abs. 1 VegüV richtet die Offenlegungspflicht der Vorsorgeeinrichtungen darauf aus, «wie sie ihrer Stimmpflicht [...] nachgekommen sind».

<sup>58</sup> Siehe SFAMA-Verhaltensregeln, 7. Oktober 2014, Rz 49–53, betreffend Ausübung von Mitgliedschafts- und Gläubigerrechten, <[www.sfama.ch](http://www.sfama.ch)>.

<sup>59</sup> FINMA-Rundschreiben 2008/10, Selbstregulierung als Mindeststandard, <[www.finma.ch](http://www.finma.ch)>.

<sup>60</sup> Art. 51b Abs. 2 BVG.

<sup>61</sup> Art. 49a Abs. 2 lit. b BVV 2.

<sup>62</sup> Art. 95 Abs. 3 lit. a Satz 3 BV.

Nach richtiger Auffassung erstreckt sich der Gehalt beider Vorschriften sowohl auf den konkreten Inhalt der Stimmrechtsausübung als auch auf das Vorgehen im Hinblick auf die Stimmabgabe. Damit ist die Mitwirkung eines Stimmrechtsberaters sowie dessen Mandatierung als Stimmrechtsvertreter erfasst.

Bei der Offenlegung soll «unverhältnismässiger Verwaltungsaufwand» vermieden werden.<sup>63</sup> Die ASIP-Umsetzungshilfe hält zwar fest, dass das oberste Organ der Vorsorgeeinrichtung für die Stimmrechtswahrnehmung verantwortlich und auch bei einer zulässigen Delegation an einen unabhängigen Stimmrechtsberater die Rapportierung an das oberste Organ sowie die Kontrolle sicherzustellen ist. Der Mustervorschlag zur Offenlegung erfasst den allfälligen Beizug eines Stimmrechtsberaters und dessen Befugnisse allerdings nicht.<sup>64</sup> In der Offenlegung des Stimmverhaltens durch die Vorsorgeeinrichtungen hat der «Berg also bloss eine Maus geboren».<sup>65</sup>

### 3. Selbstregulierung

Die «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften» vom Januar 2013<sup>66</sup> enthalten Grundsätze zur Stimmrechtsausübung und zur Transparenz. Diese Richtlinien werden unter anderem von ASIP, economiesuisse, SwissHoldings sowie Ethos herausgegeben. Sie regeln, was man unter der allgemeinen treuhänderischen Sorgfaltspflicht eines institutionellen Anlegers vernünftigerweise erwarten darf.

Im Rahmen der Verantwortung der institutionellen Investoren für die Ausübung der Mitwirkungsrechte sind Stimmrechtsberater sorgfältig auszuwählen, ihre Empfehlungen kritisch zu hinterfragen und insbesondere auf mögliche Interessenkonflikte zu überprüfen (Grundsatz 3). Unterliegt ein Stimmrechtsberater aufgrund seines Geschäftsmodells einem potenziellen Interessenkonflikt, schliesst ihn dies nach der hier vertretenen Auffassung als Dienstleister für

einen institutionellen Investor nicht a priori aus. Allerdings steigt die Intensität der Überwachung des Beraters hinsichtlich allfälliger negativer Auswirkungen des Konfliktpotenzials. Die institutionellen Investoren machen den Anlegern die Grundsätze und Verfahren der Ausübung von Mitwirkungsrechten zugänglich (Grundsatz 4). In einem Reglement hält der institutionelle Investor fest, ob und wie die Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern in Anspruch genommen werden. Im Rechenschaftsbericht legt der institutionelle Anleger offen, inwieweit er die Stimmrechtsausübung an Vermögensverwalter übertragen oder Stimmrechtsberater beigezogen hat und wie die entsprechenden Beziehungen ausgestaltet sind (Grundsatz 5).

Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (2014) der economiesuisse<sup>67</sup> verweist im Abschnitt zu den «Aktionären» (Ziffer 1) auf die Richtlinien und verpflichtet institutionelle Investoren sowie die Proxy Advisors, die Richtlinien zu berücksichtigen.

Die Richtlinien für institutionelle Investoren folgen ausländischem Vorbild, hält der «UK Stewardship Code» doch fest: «Institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services.»<sup>68</sup> Im Unterschied zum UK Code<sup>69</sup> findet sich bei den Schweizer Richtlinien für institutionelle Investoren nur eine sehr geringe Anzahl von Organisationen, die sich öffentlich zu diesen bekennen.<sup>70</sup> Im Hinblick auf eine glaubwürdige Umsetzung der Schweizer Selbstregulierung besteht also noch Nachholbedarf.<sup>71</sup>

<sup>63</sup> Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement, Zusatzbericht VegüV, 8. Oktober 2013, S. 13; Erläuternder Bericht zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, S. 198.

<sup>64</sup> Siehe ASIP-Umsetzungshilfe (Fn. 6).

<sup>65</sup> Kritisch auch Alexander F. Wagner/Christoph Wenk, Aktionäre und Stimmrechtsberater im Jahr 1 nach der Minder-Initiative, ST 2014, S. 1151 f.

<sup>66</sup> Siehe <[www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch)>.

<sup>67</sup> Siehe <[www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch)>.

<sup>68</sup> Siehe <[www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf)>, Guidance zu Principle 6.

<sup>69</sup> Siehe die Liste der «statements of commitment», die Asset Manager, Asset Owners und Service Providers umfasst, <[www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx)>.

<sup>70</sup> Siehe die Liste der Organisationen, die sich nach dem Grundsatz «comply or explain» zu den Richtlinien bekennen, unter <[swissinvestorscode.ch/traeger](http://www.swissinvestorscode.ch/traeger)>, besucht am 3. September 2015.

<sup>71</sup> Siehe auch Andreas Binder/Roman S. Gutzwiller, Soft Law für institutionelle Investoren, GesKR 2013, S. 93.



#### 4. Offenlegung qualifizierter Beteiligungen

Fraglich ist, unter welchen Voraussetzungen der Stimmrechtsberater selbst für qualifizierte Beteiligungen offenlegungspflichtig wird, weil ihm die Stimmrechte seiner Kunden vermittelt werden.<sup>72</sup> Zu Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA hat die Offenlegungsstelle in der Mitteilung II/99 vom 26. Februar 1999 festgehalten, dass «eine Drittperson eine selbstständige Meldepflicht trifft, sofern diese nicht nur befugt ist, die Stimmrechte auszuüben, sondern darüber hinaus die Art und Weise der Stimmrechtsausübung *autonom* festlegen kann». Die erforderliche Autonomie der Drittperson setzt im offenlegungsrechtlichen Sinne voraus, dass sie die Stimmrechte «ohne Rücksprache mit dem wirtschaftlich Berechtigten ausüben kann». Wird das Stimmrecht nach «Instruktionen des wirtschaftlich Berechtigten» ausgeübt, agiert der Dritte gemäss Offenlegungsstelle nicht autonom und ist folglich nicht selbst meldepflichtig.

Wie es sich damit bei Aktionärsdienstleistern verhält, lässt sich lediglich aufgrund der Umstände des Einzelfalles beurteilen. Allerdings dürfte schon die Instruktion, das Stimmrecht gemäss den Richtlinien zur Stimmrechtsausübung des Beraters auszuüben, eine Meldepflicht des Stimmrechtsberaters ausschliessen, sofern die Richtlinien hinreichend detailliert sind. Damit ist die Stimmrechtsausübung des Beraters durch den Kunden bestimmt bzw. bestimmbar, was freies Ermessen im offenlegungsrechtlichen Sinne ausschliesst.<sup>73</sup> Kann der Stimmrechtsberater allerdings nur über einen einzigen Punkt der Traktandenliste an einer Generalversammlung frei, also ohne hinreichend konkrete Vorgabe des Kunden abstimmen, fällt der Berater gemäss Offenlegungsstelle unter die Meldepflicht.<sup>74</sup>

Im Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 19. Juni 2015 tritt die Meldepflicht einer Person, welche die Stimmrechte nach freiem Ermessen ausüben kann, neben die Meldepflicht des wirtschaftlich Berechtigten.<sup>75</sup> Nach den Gesetzesmaterialien unterliegen Finanzintermediäre der Meldepflicht, sofern sie «befugt sind, Stimmrechte autonom auszuüben».<sup>76</sup> Die Materialien zum Entwurf der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA) halten fest, dass bei der Ausübung von Stimmrechten freies Ermessen vorliegt, «wenn der wirtschaftlich Berechtigte keinen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung nimmt».<sup>77</sup> Damit schliesst die künftige Rechtslage an die aktuelle Praxis der Offenlegungsstelle an.<sup>78</sup>

#### V. Wie weiter bei der Stimmrechtsberatung?

##### 1. Schutzzweck

Regulierung bedarf der Rechtfertigung durch ein schützenswertes Interesse. Institutionelle Investoren gelten grundsätzlich als qualifizierte Anleger,<sup>79</sup> sodass deren Schutz vor den Beratern sicherlich nicht im Vordergrund steht. Also bleibt als mögliches Schutzobjekt die Gesellschaft. Ist sie vor dem Einfluss von Stimmrechtsberatern zu schützen, welche nach einem verbreiteten Vorwurf nicht das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko tragen?<sup>80</sup> Klar ist zunächst, dass der Berater wegen des Konfliktpotenzials vernünftigerweise nicht in die betreffende Gesellschaft investiert sein sollte.<sup>81</sup> Es gilt, den aktien-

<sup>72</sup> Vgl. Gericke (Fn. 3), S. 104.

<sup>73</sup> In diesem Sinne auch Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange AG, Jahresbericht 2010, S. 134 f.

<sup>74</sup> Siehe <[www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/publication/obligations/disclosure/notices/1999\\_02\\_de.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/publication/obligations/disclosure/notices/1999_02_de.pdf)>.

<sup>75</sup> Siehe Art. 120 Abs. 3 FinfraG.

<sup>76</sup> Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz vom 3. September 2014, BBl 2014, S. 7582.

<sup>77</sup> FINMA, Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, Erläuterungsbericht, 20. August 2015, S. 25, wobei auf S. 26 zudem festgehalten wird: «In der Sphäre des zur Stimmrechtsausübung Berechtigten entscheidet derjenige nach freiem Ermessen, dessen Wille für die Stimmrechtsausübung ursächlich ist.»

<sup>78</sup> Siehe insbesondere Fn. 74.

<sup>79</sup> Siehe Art. 10 Abs. 3 KAG.

<sup>80</sup> Dazu schon bei Fn. 10.

<sup>81</sup> Siehe dazu die Überlegungen von Urs Bertschinger, Der eingeordnete Berater – Ein Beitrag zur faktischen Organisation, in: Hans Caspar von der Crone u.a. (Hrsg.), Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, S. 461 f., sowie die Kritik von Dent (Fn. 13), S. 1309 f.

rechtlich geschützten Einfluss der Aktionäre mithilfe der Stimmrechtsberater von der freien Ausübung des Stimmrechts durch diese Berater zu unterscheiden. Hier drängt sich die Koordination des Aktienrechts mit dem Offenlegungsrecht für qualifizierte Beteiligungen<sup>82</sup> auf.

Da die Rolle der Stimmrechtsberater aufgrund der Stimmpflicht der Vorsorgeeinrichtungen quasi verfassungsrechtlich abgesichert ist,<sup>83</sup> dürfte die gestiegene Bedeutung der Proxy Advisors irreversibel sein. Damit erhält die Diskursfähigkeit der Organpersonen in Fragen der Corporate Governance mehr Gewicht. «Vorausseilender Gehorsam»<sup>84</sup> ist jedenfalls nicht zwangsläufig in Übereinstimmung mit der Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrates.<sup>85</sup> Die Gesellschaften können durch die Qualität des Stimmrechtsmaterials Fehleinschätzungen der Aktionäre und ihrer Berater von vornherein begegnen. Zudem haben die Gesellschaften die Möglichkeit, zu Differenzen, welche nach Gesprächen mit den Proxy Advisors verbleiben, rechtzeitig vor den Generalversammlungen nochmals in geeigneter Form, zum Beispiel auf der eigenen Website, Stellung zu nehmen. Ein grundlegend neues Regulierungsinteresse ist aufgrund der Stimmrechtsberatung einstweilen weder seitens der Aktionäre noch seitens der Gesellschaften auszumachen.<sup>86</sup>

## 2. Regulierungsansatz

Sofern institutionelle Anleger für Dritte investieren, schulden sie in der Vermögensverwaltung von Aufsichtsrechts wegen eine treuhänderische Sorgfalt.<sup>87</sup> Daher verlangt der Beizug eines Stimmrechtsberaters durch den institutionellen Investor zwangsläufig nach angemessener Sorgfalt in der Auswahl, Instruktion und Überwachung des Beauftragten. Die Blankovollmacht an den Stimmrechtsberater entspricht

nicht sorgfaltsadäquatem Verhalten des institutionellen Anlegers. Vielmehr verlangen die aufsichtsrechtlichen Vorschriften nach personeller Kapazität für die angemessene Analyse von Stimmrechtsempfehlungen sowie den Kontakt mit dem Stimmrechtsberater (*Stimmrechts-Governance*).<sup>88</sup>

Da die aufsichtsrechtlichen Vorgaben zur Stimmrechtsverwaltung den Schutzzweck der Finanzmarktaufsicht betreffen,<sup>89</sup> sind die Prüfgesellschaften<sup>90</sup> und die Aufsichtsbehörden gefordert. Bestehen bei einem beaufsichtigten institutionellen Investor Anzeichen für inadäquate Prozesse im Umgang mit den Stimmrechten,<sup>91</sup> muss das aufsichtsrechtliche Instrumentarium zur Wiederherstellung des rechtmässigen Zustandes greifen. Unter dem Gesichtspunkt der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung können die verantwortlichen Personen unter geltendem Recht notfalls aus ihren Funktionen entfernt werden.<sup>92</sup> Dies bedeutet selbstverständlich nicht, dass die Aufsichtsbehörden die Zweckmässigkeit der Stimmrechtsausübung im Einzelfall überprüfen müssten.<sup>93</sup>

<sup>82</sup> Dazu unter IV.4.

<sup>83</sup> Siehe Art. 95 Abs. 3 lit. a Satz 3 BV.

<sup>84</sup> Siehe *Gericke/Baum* (Fn. 10), S. 350, Fn. 34.

<sup>85</sup> Art. 717 Abs. 1 OR.

<sup>86</sup> Siehe auch die Darstellung von *Hans-Ulrich Wilsing*, *Corporate Governance in Deutschland und Europa*, ZGR 2–3/2012, S. 302 ff.

<sup>87</sup> Dazu vorne unter IV.1.–2.

<sup>88</sup> Siehe ASIP-Umsetzungshilfe (Fn. 6), S. 3: «Eine Delegation/Auslagerung der Stimmrechtsausübung an interne Stellen oder Dritte ist möglich, setzt aber voraus, dass das oberste Organ die konkreten Kriterien für das jeweilige Abstimmungs- und Wahlverfahren beschliesst. Zudem empfiehlt es sich, dem obersten Organ ein Vetorecht einzuräumen. Vorzusehen ist auch ein regelmässiges internes Reporting zuhanden des obersten Organs.» Für *Böckli* (Fn. 8), S. 211, bleibt die Qualitätsprüfung hinsichtlich der von den Stimmrechtsberatern eingekauften Empfehlungen «ein frommer Wunsch».

<sup>89</sup> Siehe Art. 5 FINMAG.

<sup>90</sup> Vgl. allgemein Art. 27 FINMAG und Art. 52c BVG (Revisionsstelle).

<sup>91</sup> Siehe dazu bei Fn. 88.

<sup>92</sup> Siehe Art. 14 KAG und Art. 133 KAG (betreffend Gesetzesverletzungen *Franco Taisch/Patrick K. Meyer*, *Basler Kommentar Kollektivanlagengesetz*, Basel 2009, Art. 133, N 3) sowie Art. 51b BVG und Art. 62a BVG.

<sup>93</sup> Siehe für den Bereich der kollektiven Kapitalanlagen Art. 132 Abs. 2 KAG.

### 3. «Commodity-Falle»

Ein Geschäft mit hohen Margen scheint die Stimmrechtsberatung nicht zu sein.<sup>94</sup> Befinden sich die Stimmrechtsberater in einer «Commodity-Falle»? Bei den Revisoren wird diese Diagnose seit Längerem diskutiert,<sup>95</sup> ohne dass ein Allheilmittel gefunden wurde. Leitplanken für die Festsetzung des Honorars von Stimmrechtsberatern wären – ähnlich wie für die aufsichtsrechtlichen Prüfgesellschaften<sup>96</sup> – theoretisch denkbar, aber womöglich mit einem Kostensprung für diese Aktionärsdienstleistungen verbunden. Sollten die institutionellen Investoren bei den Stimmrechtsberatern relevante Qualitätsmängel feststellen, sind sie aufgrund ihrer Treuepflicht gegenüber den Anlegern bzw. Versicherten verpflichtet, qualitativ bessere Dienstleistungen zu erlangen. Damit dürften gewisse Preissteigerungen bei Aktionärsdienstleistungen zum Thema werden.

### VI. Ausblick

Im Wesentlichen geht es darum, ob es bei den Stimmrechtsberatern erhebliche Missstände gibt oder sich mit ihrer Hilfe nun bloss formiert, was in den aktienrechtlichen Grundstrukturen angelegt ist: Aktive Aktionäre.<sup>97</sup> Dem fragenden Aktionär schlug kaum je eine Welle der Sympathie entgegen. Seit er mit Berater auftritt, verlängert sich der regulatorische Wunschzettel.<sup>98</sup> Dass die Europäische Union den Mitgliedstaaten Vorgaben, insbesondere hinsichtlich der Transparenz bei den Stimmrechtsberatern, machen wird,<sup>99</sup> sollte den Schweizer Gesetzgeber einstweilen nicht aus der Ruhe bringen. Aufgrund der Internationalität der Anlegerschaft und ihrer Stimmrechtsberater erscheinen regulatorische Eingriffe durch die Schweiz als unergiebig.<sup>100</sup>

Die institutionellen Investoren sind in der Pflicht, qualitativ angemessene Aktionärsdienstleistungen erhältlich zu machen, ohne dabei den Aufwand für die Stimmrechtsausübung aus den Augen zu verlieren.<sup>101</sup> In absehbarer Zeit bedarf die Selbstregulierung einer stärkeren Profilierung.<sup>102</sup> Die Proxy Advisors werden darüber hinaus im Brennpunkt kontroverser Diskussionen bleiben.

<sup>94</sup> Center on Executive Compensation, A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, Januar 2011, S. 32: «ISS has also disclosed on its website that approximately 17 percent of its total revenues are generated from its ICS subsidiary, which provides consulting services to corporations. This consulting revenue is highly significant because it is widely believed to be highly profitable to ISS (because much of it results from charging corporations for use of elements of the ISS compensation model). In fact, some observers believe that without this highly profitable revenue source, ISS's operations would be unprofitable or, at best, only marginally profitable. This may account for the firm's reluctance to spin-off or otherwise separate this business»; Latham & Watkins LLP, Corporate Governance Commentary, Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?, März 2011, S. 4: «Finally, and hardly least important, there is evidence that proxy advisory firms, even with the stripped down, pipe rack proxy advisory services they currently provide, are not particularly profitable»; Wagner/Wenk (Fn. 65), S. 1149, wonach «der Preiswettbewerb nur tiefe Margen im Geschäft mit Stimmempfehlungen zulässt»; a.M. Wohlmann/Gerber (Fn. 10), S. 295: «generieren mit wenig Einsatz viel Gewinn».

<sup>95</sup> Siehe Urs Bertschinger, Honorardruck und Unabhängigkeit der Revisionsstelle, AJP 2013, S. 18.

<sup>96</sup> Art. 8 Abs. 2 Finanzmarktprüfverordnung (SR 956.161) verbietet Pauschalentschädigungen sowie die Vereinbarung eines bestimmten Zeitaufwandes.

<sup>97</sup> Schon die blosse Existenz der Mitwirkungsrechte impliziert den Aktionärsaktivismus.

<sup>98</sup> Dazu die Übersicht unter III.

<sup>99</sup> Siehe zum aktuellen Stand <[www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)>.

<sup>100</sup> Ähnlich Böckli (Fn. 8), S. 221.

<sup>101</sup> Kritisch zur Kostenfrage auch Herbert Wohlmann, Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, SJZ 2013, S. 462 f. und S. 466.

<sup>102</sup> Siehe dazu schon bei Fn. 71.