

# Stimmrechtsberater gewinnen an Einfluss

Für Aktionärsversammlungen nehmen institutionelle Anleger vermehrt die Dienste von professionellen Stimmrechtsberatern in Anspruch. Deren Einfluss auf die Abstimmungsergebnisse steigt. Hinsichtlich der Corporate Governance kann dies problematisch sein. *Anne-Sophie Zuckschwerdt*

**Abstract** Stimmrechtsberater empfehlen institutionellen Anlegern börsenkotierter Unternehmen, wie sie an den Generalversammlungen abstimmen sollen. Neusten Studien zufolge beeinflussen Stimmrechtsberater bis zu 20 Prozent der Stimmen. Sie stellen damit einen neuen bedeutenden Faktor im Gefüge der Corporate Governance dar, sind jedoch weder gegenüber den Aktionären verantwortlich noch finanziell an den Unternehmen beteiligt. Weil sich beschränkte Transparenz und das Risiko von Interessenkonflikten negativ auf die Corporate Governance auswirken können, sind im Ausland verschiedene Regulierungsbestrebungen im Gang. Sinnvoll wäre ein koordiniertes Vorgehen auf internationaler Ebene, möglicherweise im Rahmen der OECD.

## Corporate Governance

Das Konzept der *Corporate Governance* befasst sich mit dem Verhältnis zwischen den Aktionären als Eigentümern einer Unternehmung, der Geschäftsleitung als deren Führungsorgan und dem Verwaltungsrat als Oberaufsicht. Die Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit (OECD) erarbeitete 1999 erstmals Grundsätze der Corporate Governance, welche zu weltweiten Mindeststandards für börsenkotierte Unternehmen wurden. Die Grundsätze wurden 2004 und 2015 nach verschiedenen Unternehmensskandalen und der Finanzkrise überarbeitet, um den Entwicklungen im Finanz- und Unternehmenssektor gerecht zu werden. Sie gelten als einer von zwölf Kernstandards für solide Finanzsysteme des Financial Stability Board (FSB). Auch die Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G-20) hat die überarbeiteten Grundsätze 2015 verabschiedet, was ihre politische Relevanz unterstreicht. Die Grundsätze richten sich an die Regierungen und die Gesetzgeber, damit diese für geeignete rechtliche Rahmenbedingungen sorgen. Aus einem Set von möglichen Ansätzen können die Länder das für sie am besten geeignete Modell wählen.

Über die letzten Jahre hat sich das Aktionariat der börsenkotierten Unternehmen verändert: Professionelle Investoren wie Investmentfonds, Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften haben gegenüber privaten Anlegern an Einfluss gewonnen. Diese institutionellen Anleger halten immer grössere Portfolios, was

es für sie schwierig macht, alle Traktanden an den verschiedenen Generalversammlungen zu überblicken und zu beurteilen. Sie greifen deshalb vermehrt auf Abstimmungsempfehlungen von professionellen Stimmrechtsberatern (sogenannten Proxy Advisors) zurück.

Stimmrechtsberatungen liegen auch deshalb im Trend, weil institutionelle Investoren zunehmend zur Ausübung ihres Stimmrechts verpflichtet sind. So ver-

In den Reihen der Aktionäre finden sich immer mehr institutionelle Anleger: Generalversammlung der Credit Suisse im Zürcher Hallenstadion.



pflichtet Frankreich Investmentfonds seit 2005 zur Stimmrechtsausübung. In den USA müssen Investmentfonds seit 2003 Stimmrechtsrichtlinien erarbeiten und werden angeregt, Interessenkonflikte zu vermeiden, indem sie Abstimmungsempfehlungen von unabhängigen Stimmrechtsberatern befolgen. Die Schweiz kennt nach Annahme der Minder-Initiative seit 2014 eine Stimmrechtspflicht für Pensionskassen bei bestimmten Traktanden – etwa wenn es um die Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung geht.

Eine Analyse der Abstimmungsergebnisse der Generalversammlungssaison 2016 in der Schweiz zeigt: Stimmrechtsberater beeinflussen einen Stimmenanteil von bis zu 20 Prozent.<sup>1</sup> Dadurch erhalten sie im Gefüge der Corporate Governance (siehe *Kasten*) zwischen Aktionären und Geschäftsführung eine zunehmende Bedeutung.

Gleichzeitig agieren Stimmrechtsberater losgelöst von den übrigen Akteuren: Anders als der Verwaltungsrat sind sie nicht von den Aktionären gewählt und haben ihnen gegenüber keine Sorgfaltspflicht. Zudem tragen sie kein finanzielles Risiko, da sie nicht in die Unternehmen investieren, die sie analysieren.

<sup>1</sup> Swipra (2016).

Der Chef der Ethos-Stiftung, Dominique Biedermann, spricht an der Generalversammlung des Bauchemieunternehmens Sika in Baar.



Diese «risikolose Macht»<sup>2</sup> kann problematisch sein und verlangt besondere Aufmerksamkeit der Unternehmen und der institutionellen Investoren wie auch des Gesetzgebers.

### Interessenkonflikte und mangelhafte Analysen

Die beiden dominierenden Stimmrechtsberater im globalen Markt sind die US-Firmen Institutional Shareholder Services (ISS) und Glass Lewis. In der Schweiz teilt sich ISS den Hauptteil des Marktes mit der schweizerischen Ethos-Stiftung. Weitere in der Schweiz ansässige Analysten sind zRatings, Actares und Swipra. Bei einer Stimmrechtsberatung analysieren die Anbieter die Traktanden der Generalversammlungen basierend auf eigenen oder allgemeinen Richtlinien und geben eine entsprechende Empfehlung an ihre Kunden ab.

Da einige dieser Stimmrechtsberater Unternehmen auch in Bezug auf die Corporate Governance beraten, können Interessenkonflikte entstehen. Problematisch wird es dann, wenn ein Stimmrechtsberater ein analysiertes Unternehmen gleichzeitig darin berät, wie es seine Corporate-Governance-Traktanden ausgestalten muss, damit diese nach den Richtlinien des Stimmrechtsberaters zur Annahme empfohlen werden. In einem solchen Fall

<sup>2</sup> Böckli (2014).

dürfte der Stimmrechtsberater kaum eine Ablehnung der Traktanden empfehlen.

Neben der Gefahr solcher Interessenkonflikte besteht das Risiko, dass die Analysen Mängel enthalten. Da die Stimmrechtsberater die Traktanden der Unternehmen vermehrt anhand von standardisierten Methoden und Checklisten als «gut / nicht gut» beurteilen, werden lokale und unternehmensspezifische Besonderheiten unter Umständen nicht genügend berücksichtigt.<sup>3</sup> So monieren Kritiker in der Schweiz, die im Ausland ansässigen Stimmrechtsberater hätten zu wenig Kenntnis über den schweizerischen Markt und würden zu wenig Ressourcen einsetzen, um diesen im Detail zu studieren.

Hinzu kommt: Die Grundlagen der Analysen bleiben in der Regel unveröffentlicht. Und die analysierten Unternehmen haben üblicherweise keine Möglichkeit, zu den Stimmrechtsempfehlungen im Vorfeld der Generalversammlung Stellung zu nehmen und ihre Entscheide hinsichtlich bestimmter Traktanden zu begründen oder allfällige Fehlaussagen der Stimmrechtsberater richtigzustellen. Generell dürfte es deshalb sowohl für die analysierten Unternehmen als auch für die institutionellen Investoren schwierig sein, die Qualität der verwendeten Daten und der resultierenden Analysen in genügendem Mass zu beurteilen.<sup>4</sup>

Schliesslich haften die Stimmrechtsberater nicht für mangelhafte Analysen, und angesichts der noch nicht weit entwickelten Transparenz dürften sie auch kaum einen Reputationsschaden zu befürchten haben.

### Internationale Anstrengungen vorhanden

Welche Lösungen gibt es? Antworten liefern die Grundsätze der OECD und der G-20 zur Corporate Governance. Diese raten grundsätzlich von einer Pflicht zur Stimmausübung für institutionelle Anleger ab, da das Stimmrecht sonst unter Umständen nur pro forma ausgeübt wird.<sup>5</sup> Für private Anleger besteht schliesslich auch keine Stimmpflicht, sondern es handelt sich um ein Recht, dessen Ausübung freiwillig ist.

Eine Pflicht für institutionelle Anleger ist, wie aufgezeigt, in vielen Ländern

<sup>3</sup> Vgl. Böckli (2015).

<sup>4</sup> Vgl. Böckli (2015).

<sup>5</sup> OECD (2015).

jedoch bereits Realität. Sinnvoller wären deshalb Regelungen, wonach die institutionellen Anleger ihr Stimmrecht im Interesse des wirtschaftlich Berechtigten – das heisst ihrer Kunden – auszuüben haben, ohne es zwingend wahrnehmen zu müssen. Dies empfiehlt auch der Wirtschaftsdachverband Economiesuisse in seinem «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance».<sup>6</sup>

Die Gefahr von Interessenkonflikten bei Stimmrechtsberatern könnte laut den OECD-Grundsätzen durch Regulierungen oder Selbstregulierungskodizes verringert werden. Ausserdem sollten die Stimmrechtsberater ihre Analysemethoden offenlegen. Gleichzeitig anerkennt die OECD, dass Stimmrechtsberater dazu beitragen können, gute Corporate Governance zu prägen und zu fördern, indem sie Best Practices empfehlen und Unternehmen bei der Verbesserung ihrer Corporate-Governance-Strukturen beraten.

Die Empfehlungen der europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (Esma) zielen in eine ähnliche Richtung.<sup>7</sup> Diese fordert einen Verhaltenskodex für die Branche der Stimmrechtsberater. Darin soll geregelt werden, wie mit Interessenkonflikten umzugehen ist und dass Abstimmungsrichtlinien sowie für die Analyse verwendete Quellen offenzulegen sind. Im Übrigen sollen sich die Stimmrechtsberater verpflichten, die lokalen Gegebenheiten zu berücksichtigen und die Investoren über den Dialog mit dem Emittenten zu informieren.

In den USA wird eine Regulierung diskutiert, welche den Stimmrechtsberatern vorschreibt, sich bei der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC zu registrieren und die Methoden mitzuteilen, welche sie bei der Erarbeitung der Empfehlungen verwenden.<sup>8</sup> Ausserdem müssten die Stimmrechtsberater bestehende und potenzielle Interessenkonflikte kommunizieren sowie nachweisen, dass sie über genügend Ressourcen verfügen, um eine qualitativ hochwertige Beurteilung vorzunehmen. Die institutionellen Anleger haben sich allerdings ablehnend zu diesem Vorhaben geäussert.

<sup>6</sup> Economiesuisse (2016).

<sup>7</sup> ESMA (2015).

<sup>8</sup> US Congress (2016).

In der Schweiz sind keine Vorstösse ersichtlich, die Stimmrechtsberater gesetzlich oder über einen Selbstregulierungskodex zu regulieren. Indirekt werden die Beratungsfirmen aber über die «Richtlinien für institutionelle Investoren» angesprochen, welche von einer Gruppe institutioneller Anleger 2013 publiziert wurden.<sup>9</sup> Darin werden die institutionellen Anleger aufgerufen, ihre Stimmrechtsberater sorgfältig auszuwählen und deren Empfehlungen kritisch zu prüfen. Die Investoren haben zudem dafür zu sorgen, dass Stimmrechtsberater Interessenkonflikte offenlegen und geeignete Massnahmen ergreifen.

In den Richtlinien für institutionelle Anleger wird darauf hingewiesen, dass die betroffenen Unternehmen ein Recht haben, bei kritischen Empfehlungen vorgängig angehört zu werden. Da sich die Richtlinien jedoch nur an die Investoren richten, verpflichten sie die Stimmrechtsberater nicht. Die Ethos-Stiftung forderte deshalb kürzlich, dass auch die Branche der Stimmrechtsberater im Rahmen einer Selbstregulierung klare Grundsätze erarbeiten soll.

## Schweizer Sonderlösung nicht zielführend

In Anbetracht der unterschiedlich ausgestalteten Rahmenbedingungen in den verschiedenen Konkurrenzmärkten der Schweiz erscheint eine allfällige Regulierung der Stimmrechtsberater auf Gesetzesebene zum jetzigen Zeitpunkt verfrüht. Auch würden viele Stimmrechtsberater und institutionellen Anleger von einer Regulierung nicht erfasst, da ein Grossteil von ihnen im Ausland ansässig ist.

Die Schweiz setzt sich im Rahmen des OECD-Ausschusses für Corporate Governance dafür ein, gleich lange Spiesse für alle Länder zu schaffen. Allfällige Bestrebungen, gewisse Bereiche zu regulieren, sollen möglichst international koordiniert erfolgen. Aufgrund der internationalen Verflechtung der Märkte kann nur ein internationales Vorgehen das Problem der Stimmrechtsberater lösen, ohne die Schweizer Wirtschaftsbeteiligten – das

<sup>9</sup> ASIP, Economiesuisse, Ethos, Swiss Banking, Swiss Holdings (2013).

heisst Beratungsfirmen, institutionelle Anleger und börsenkotierte Unternehmen – gegenüber ausländischen Konkurrenten zu benachteiligen.

Der OECD-Ausschuss für Corporate Governance wird im Rahmen seiner regelmässigen Länderüberprüfungen («Peer Review») in den kommenden Jahren voraussichtlich auch die Regulierung von Stimmrechtsberatern untersuchen. Die daraus resultierenden Daten werden eine umfassendere Beurteilung der Problematik und der bestehenden nationalen Regulierungen erlauben, und es ist gut möglich, dass innerhalb der OECD der erste Schritt zur Erarbeitung von konkreten globalen Grundsätzen für die Stimmrechtsberatung erfolgen wird. Die Schweiz wird sich in diesem Prozess für Ansätze einsetzen, welche verhältnismässig sind und den betroffenen Unternehmen möglichst viel Gestaltungsspielraum belassen. Vorstellbar wäre etwa eine Verpflichtung der Stimmrechtsberater zu mehr Transparenz bezüglich ihrer Analysemethoden und Interessenkonflikte sowie zum Dialog mit den analysierten Unternehmen.



**Anne-Sophie Zuckschwerdt**

Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Ressort Internationales Wirtschaftsrecht, Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Bern

## Literatur

- ASIP, Economiesuisse, Ethos, Swiss Banking, Swiss Holdings (2013). Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften.
- Böckli, Peter (2014). Corporate Governance: Erfolg und Versagen einer Leitidee – Eine Standortbestimmung nach zwölf Jahren «Swiss Code».
- Böckli, Peter (2015). Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten.
- Economiesuisse (2016). Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.
- Esma (2015). Follow-up Report on the Development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis.
- OECD (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015 Edition.
- Swipra (2016). CV-Auswertung 2016.
- US-Congress (2016). The Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016, HR 5311.