
Exit oder Voice?

Das Dilemma institutioneller Investoren

PETER FORSTMOSER*

Inhaltsübersicht

I.	Institutionelle Investoren: Begriff und Bedeutung	787
1.	Der Begriff der institutionellen Investoren: ein Sammelbecken mit unscharfen Rändern	787
2.	Das Einflusspotenzial institutioneller Investoren in der Schweiz	790
II.	Die Einflussebenen institutioneller Investoren	795
1.	Ausübung der Aktionärsrechte	795
2.	Einsitznahme im Verwaltungsrat	798
3.	Informelle Kontakte zur Unternehmensleitung	799
4.	Ergebnis	801
III.	Die Interessen der Publikumsgesellschaften, ihrer Klein- aktionäre und der Gesamtwirtschaft	801
1.	Die Gesellschafts- und Aktionärsinteressen	801
2.	Die Interessen der Gesamtwirtschaft	803
3.	Folgerung	805
IV.	Die Interessen der Institutionellen und der an ihnen wirtschaftlich Berechtigten	805
1.	Argumente zugunsten der Ausübung der Mit- bestimmungsrechte	805
2.	Argumente gegen die Ausübung der Mitbestimmungs- rechte	807
3.	Fazit	810
V.	Lehrmeinungen, politische Diskussion und Regelwerke . .	810
1.	Lehre und politische Diskussion	810
2.	Die Sicht des Gesetzgebers	811
3.	Selbstregulierung	816
VI.	Das «Agency»-Problem der Institutionellen	817

* Meine Assistenten Salvatore Camodeca, DEA Sc. pol./cand. iur., und Marco Spadin, lic. iur. RA, haben die Rechtsgrundlagen und das Zahlenmaterial erarbeitet. Unterstützt wurden sie durch meine Assistentin Christa-Maria Harder Schuler, lic. iur. RA, die den Text kritisch durchgesehen und die Schlussredaktion mitbetreut hat. Ich danke ihnen.

gur des «institutionellen Anlegers mit professioneller Tresorerie» operiert⁵.

b) Ausgangspunkt für eine Definition könnte etwa die Umschreibung der OECD sein, die Versicherungen, Pensionskassen, Anlagefonds sowie «weitere institutionelle Investoren» wie etwa Wohltätigkeitsorganisationen und private Investmentgesellschaften umfasst⁶.

An dieser Begriffsbestimmung orientieren sich auch Schweizer Autoren, welche die Lebensversicherungen, die Nicht-Lebensversicherungen, die Pensionskassen, die Anlagefonds und die Banken zur Gruppe der institutionellen Investoren zählen⁷. Demgegenüber gliedert etwa die jüngste Auflage einer Umfrage zu den «Anlagen Schweizer institutioneller Investoren» die Teilnehmer – d.h. die befragten Institutionellen – in fünf Kategorien⁸: «Vorsorgeeinrichtungen des privaten Sektors», «Vorsorgeeinrichtungen des öffentlichen Sektors», «Gemeinschafts- und Sammelstiftungen», «Krankenkassen» und «Andere».

c) Im vorliegenden Zusammenhang sollte die Begriffsbestimmung nach *funktionalen Kriterien* erfolgen: Welche Eigenschaften zeichnen die Aktionärskategorie «Institutionelle» aus?

WERNLI hat eine Antwort aus betriebswirtschaftlicher Optik versucht und die institutionellen Investoren von den Privatanlegern durch folgende Merkmale abgegrenzt⁹:

Dem institutionellen Investor wird von Dritten Geld für eine bestimmte Zeitdauer und im Hinblick auf einen spezifischen Zweck überlassen; dieses Geld wird in Form einer kollektiven Anlage am Kapitalmarkt platziert. Es wird im Sinne eines «professionellen Anlage-

⁵ Vgl. Art. 2 Abs. 2 der V über die Anlagefonds (Anlagefondsverordnung, AFV) vom 19. Oktober 1994 (SR 951.311); Art. 3 Abs. 6 lit. c der V über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung, BEHV) vom 2. Dezember 1996 (SR 954.11); Art. 3a Abs. 4 lit. c der V über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung, BankV) vom 17. Mai 1992 (SR 952.02) sowie die Rundschreiben der Eidg. Bankkommission vom 1. Juli 1998 (EBK-RS 98/2: «Erläuterungen zum Begriff Effekthändler»), Rz. 16, und vom 28. Mai 2003 (EBK-RS 03/1: «Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung»), Rz. 13 f.

⁶ Vgl. WERNLI (Fn. 4) 26 und Anm. 92.

⁷ Vgl. etwa WERNLI (Fn. 4) 26 und Anm. 92; HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 508.

⁸ Vgl. Graziano Lusenti (Hrsg.), Anlagen Schweizer institutioneller Investoren 2002–2003. Ergebnisse und Kommentare zur Umfrage, Nyon 2003, 21, ferner 27 ff.

⁹ Vgl. WERNLI (Fn. 4) 26 f.

managements durch geschultes Personal verwaltet, welches sich hauptberuflich mit der Anlage beschäftigt und über die nötigen Fähigkeiten verfügt, um die entsprechend dem Investitionszweck und Anlagehorizont geforderte Rendite-, Sicherheits- und Liquiditätsorientierung umzusetzen». Das Anlage- und Risikomanagement des Institutionellen basiert gewöhnlich auf «etablierte[n] Anlagerichtlinien und Prozesse[n]». Schliesslich verfügt der Institutionelle über «vielfältige Kontakte mit <Insight> in die <Financial Community>» und ist regelmässig als juristische Person organisiert.

In ähnlichem Sinne äussert sich der Jurist SPILLMANN, nach dem der Begriff des institutionellen Investors juristische oder natürliche Personen oder Rechtsgemeinschaften umfasst, «[...] die aufgrund ihrer Zielsetzung als Kapitalsammelstellen einen gesteigerten Anlagebedarf haben und verpflichtet sind, über eine professionelle interne oder externe Vermögensverwaltung bzw. Tresorerie zu verfügen [...]», was bedeutet, «[...] dass mindestens eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person, sei diese nun intern oder extern, ausschliesslich damit betraut ist, die Finanzmittel dauernd zu bewirtschaften»¹⁰.

d) Holzschnittartig sind zwei Elemente hervorzuheben, die im vorliegenden Kontext ausschlaggebend sind: Zum einen legen institutionelle Investoren Geld Dritter an, und zwar Geld einer unbestimmten Vielzahl von Dritten. Für die Anlage steht ihnen ein grosses Vermögen zur Verfügung. Zum anderen wird dieses Vermögen professionell verwaltet und angelegt, wobei im Rahmen dieses Aufsatzes die Gretchenfrage die ist, ob sich der Einsatz der Professionalität auf den *Anlageentscheid* beschränken soll oder ob dazu ein aktives Engagement in der Gesellschaft, die *Ausübung der Mitwirkungsrechte*, gehört.

e) Nur am Rande sei erwähnt, dass Interessenlage und Rechtsstellung institutioneller *Investoren* gänzlich anders sind als diejenigen der gesetzlich geregelten institutionellen *Stellvertreter*, d.h. der Organ- und Depotvertreter sowie der unabhängigen Stimmrechtsvertreter¹¹. Insti-

¹⁰ SPILLMANN (Fn. 4) 19.

¹¹ Vgl. Art. 689c und 689d OR; dazu etwa CHRISTIAN RUOFF, Stimmrechtsvertretung, Stimmrechtsermächtigung und Proxy-System. Stimmrechtsausübung durch Intermediäre in Aktionärsversammlungen – Deutschland, Schweiz und USA im Rechtsvergleich, Diss. München 1998, München 1999 = REF 610; ERIC R. SCHERRER, Die Stimmrechtsausübung durch Depotvertreter, Diss. Zürich 1996 = SSW 177; ULYS-

tutionelle Stellvertreter müssen strikte weisungsgebunden agieren, was der Gesetzgeber für die Depotvertretung durch eine – freilich missglückte – Konkretisierung des Auftragsrechts noch besonders abzusichern versucht hat¹². Institutionelle Anleger dagegen handeln zwar im Interesse der wirtschaftlich Berechtigten¹³, aber *aufgrund eigener Entscheidung*.

2. Das Einflusspotential institutioneller Investoren in der Schweiz

a) Über die *Stimmkraft* institutioneller Investoren in Schweizer Publikumsgesellschaften herrschen unterschiedliche Ansichten: Ausgegangen wird oft von der Annahme, dass die Pensionskassen etwa 10% aller Aktien in der Schweiz halten¹⁴. Daraus wird abgeleitet, dass die Gruppe der Institutionellen insgesamt 30–50% der börsenkotierten Aktien

SES VON SALIS, Die Gestaltung des Stimm- und des Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1996 = SSHW 174; RETO Waidacher, Institutionelle Stimmrechtsvertretung. Gesetzliche Schutzvorkehrungen gegen Missbräuche der Massenvertretung, Diss. Zürich 1996, Zürich 1997 = SSHW 178; ferner HANS CASPAR VON DER CRONE, Zweiter Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts: Stimmrechtsvertretung/Dispoaktien, Reprax 5 (2003) H. 2, 1 ff.

¹² Art. 689d OR. In der Realität folgen institutionelle Vertreter freilich meist den Anträgen des Verwaltungsrates, weil Weisungen der Berechtigten ausbleiben. Dies gilt erfahrungsgemäss sogar für den unabhängigen Stimmrechtsvertreter, der vom Gesetzgeber gerade mit der Absicht eingeführt wurde, Aktionären, die Verwaltungsrat und Banken misstrauen, eine Alternative zu bieten. Solches Abstimmungsverhalten führt denn auch in den Generalversammlungen von Publikumsgesellschaften fast immer zu einer Einhelligkeit bei Abstimmungen, wie sie sonst nur aus dem vormaligen Ostblock bekannt ist. Überraschen kann dies nicht: Für den Publikumsaktionär macht es kaum Sinn, seine Stimme zum Protest zu erheben. Vielmehr wird er – wenn er sich rational und als «typischer Aktionär» verhält – gemäss der «Wall Street Rule» mit den Füssen stimmen und seine Aktien veräussern, wenn er mit den Leistungen einer Gesellschaft nicht zufrieden ist.

¹³ Unter dem Begriff «wirtschaftlich Berechtigte» werden hier und im Folgenden die an den (wirtschaftlichen) Resultaten institutioneller Investoren Interessierten schlechthin verstanden, mithin Fondsanleger, Versicherte von Vorsorgeeinrichtungen sowie Aktionäre von Investmentgesellschaften.

¹⁴ Dazu etwa MICHAEL BRANDENBERGER, Bereich und Themenbereich Corporate Governance, SPV 15 (2002) H. 1, 24; MINUZ (Fn. 4) 160. Zu beachten ist freilich, dass die Investitionen der Pensionskassen in den letzten Jahren und seit den referierten Untersuchungen massiv angestiegen sind, vgl. hierzu etwa MARKUS SCHNEIDER, Weltwoche Nr. 27 vom 1. Juli 2004, 11 ff. und das von WERNLI (Fn. 4) 19, 56 erarbeitete Datenmaterial.

halten könnte¹⁵. Schon ca. 30% aber dürften in einer echten – nicht von einem Grossaktionär dominierten – Publikumsgesellschaft¹⁶ ausreichen, um eine Gesellschaft zu beherrschen¹⁷.

b) Betrachtungen aufgrund öffentlich verfügbarer Zahlen führen zu einer nüchterneren Einschätzung:

- Die Bilanzsumme der 8125 schweizerischen *Pensionskassen* belief sich gemäss den statistischen Erhebungen des Bundesamtes für Statistik (BFS) per Ende 2002¹⁸ auf CHF 440,5 Mia.; ungefähr ein Viertel dieses Vermögens (CHF 108,8 Mia. oder 24,7% der Aktiva) war in Aktien und Partizipationsscheinen¹⁹ angelegt; davon entfiel wiederum knapp die Hälfte – CHF 53 Mia. oder 12% der Bilanzsumme sämtlicher Vorsorgeeinrichtungen – auf schweizerische Aktien und Partizipationsscheine²⁰.
- Der *AHV-Ausgleichsfonds* hielt per Ende 2002 schweizerische Aktien im Umfang von vergleichsweise bescheidenen CHF 1,382 Mia.
- Gemäss Erhebungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hielten die dem BG über die Anlagefonds²¹ unterstellten *Anlagefonds* schweizerische Aktien im Wert von CHF 21,38 Mia.²².
- Die *Vorsorgeeinrichtungen* (d.h. die Pensionskassen und der AHV-Ausgleichsfonds) und die Anlagefonds hielten somit per Ende 2002

¹⁵ Vgl. KARL HOFSTETTER, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996) 222 ff., 229; in dieser Grössenordnung auch DOMINIQUE BIEDERMANN, Direktor der Schweizerischen Anlagestiftung für nachhaltige Entwicklung «Ethos», in einem Telefongespräch vom 19. Mai 2004.

¹⁶ Zu diesem Vorbehalt aber nachstehend Fn. 25.

¹⁷ Davon geht jedenfalls der Schweizer Gesetzgeber aus, wenn er im BG über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (SR 954.1) für die Aktionäre von Publikumsgesellschaften die Pflicht verankert, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, wenn sie ein Drittel der Stimmrechte auf sich vereinigen (Art. 32 Abs. 1 BEHG). Ratio legis dieser Bestimmung ist die Vermutung eines Kontrollwechsels bei Erreichen dieses Schwellenwertes, weshalb den Kleinaktionären der Ausstieg ermöglicht werden soll.

¹⁸ Pressemitteilung BFS «Berufliche Vorsorge» Nr. 0350-0403-00 vom 15. April 2004 6.

¹⁹ Vgl. die Jahresrechnung 2002 des Verwaltungsrates des Ausgleichsfonds der AHV an den Bundesrat; ferner SMH-SNB August 2004, Tafel D7-Anlagen des Ausgleichsfonds der AHV, 38.

²⁰ Letztere dürften volumenmässig kaum ins Gewicht fallen.

²¹ Anlagefondsgesetz (AFG) vom 18. März 1994 (SR 951.31).

²² Vgl. SMH-SNB August 2004, Tafel D6-Fondsvermögen am Quartalsende, 36.

gesamthaft schweizerische Aktien im Umfang von ca. CHF 75,5 Mia.

- Gemäss Monatsbericht der SWX Swiss Exchange betrug die Börsenkaptalisierung der im «Swiss Performance Index» (SPI) erfassten Publikumsgesellschaften im gleichen Zeitpunkt CHF 643,836 Mia.²³

Demnach entsprachen die von Vorsorgeeinrichtungen und Anlagefonds gehaltenen Aktienbestände per Ende 2002 knapp 12% der Kapitalisierung der im SPI zusammengefassten Gesellschaften. Hinzuzählen sind die Investitionen der nicht dem AFG unterstellten Investmentgesellschaften, wobei aber die gesamten Investitionen sämtlicher institutioneller Anleger noch immer weniger als 15% des Kapitals der im SPI vertretenen Gesellschaften betragen dürften²⁴.

Aber auch mit diesem unter den allgemeinen Erwartungen liegenden Anteil sind institutionelle Investoren in der Schweiz «bei börsenkotierten Gesellschaften mit breitgestreutem Aktionariat die mit Abstand wichtigste Anlegerkategorie»²⁵.

c) Der dadurch entstehende Eindruck grosser Machtfülle ist freilich zu relativieren, aus zwei Gründen:

- In der Schweiz gibt es zahlreiche *unechte Publikumsgesellschaften*, die von einem Einzelnen oder einer Gruppe von Grossaktionären – vorwiegend aus den Gründerfamilien – dominiert werden²⁶. In solchen Gesellschaften sind die Institutionellen als Gruppe in der

²³ Vgl. SWX Swiss Exchange (Hrsg.), Monatsbericht Dezember 2002, 4.

²⁴ Diese Zahl liegt weit unter den für das Ausland referierten Anteilen von teils über 50%, vgl. KÜNZLE (Fn. 4) 421 Anm. 46 und 422 sowie HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 508 f. Für die USA wird sogar angenommen, dass über 60% der Aktien kotierter Gesellschaften bei Institutionellen liegen.

²⁵ HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 509.

²⁶ HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 509; prominente Beispiele sind etwa Roche, Schindler, Arbonia-Forster und Kudelski. Nach einer Studie «Corporate Governance der Schweizer Unternehmen – 2004» der «Ethos» (Fn. 15) <http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p24d_041116_Corporate_Governance_der_Schweizer_Unternehmen.pdf> (besucht am 7. Dezember 2004) hatten 41 der 100 analysierten Unternehmen einen Grossaktionär, der mehr als 33,30% der Stimmrechte kontrollierte, worunter 8 der 26 Swiss Market Index (SMI)-Gesellschaften. Eine Studie von Ernst & Young (Schweizer Familienunternehmen an der Börse, St. Gallen 2004) kommt zum Schluss, dass es sich bei 37% aller an der Schweizer Börse SWX gelisteten Unternehmen mit Hauptsitz in der Schweiz oder im Fürstentum Liechtenstein um Familienunternehmen handelt (S. 10).

Regel nur – aber immerhin – die grössten aussenstehenden Minderheitsaktionäre.

- Auch diese Feststellung gibt indessen ein falsches Bild von den Einflussmöglichkeiten der Institutionellen, denn diese bilden *keineswegs eine einheitliche Gruppe* von «verbundenen Aktionären». Anlagestil und -ziele sowie vor allem der Entscheid über die Art der Wahrnehmung von Aktionärsrechten variieren. Häufig sind die Investitionen sodann in der Regel breit gestreut²⁷. Die Beteiligung eines einzelnen Vorsorgeunternehmens an einer Publikumsgesellschaft beträgt daher kaum je mehr als 1%²⁸, und auch der AHV-Ausgleichsfonds hält in keiner Gesellschaft einen Anteil, welcher 5% des Aktienkapitals erreichen würde.

In der Literatur wird denn auch betont, dass die Einflussmöglichkeiten der institutionellen Anleger nicht überschätzt werden dürfen²⁹, und die Institutionellen selbst gehen davon aus, dass ihre *Einflussmöglichkeiten begrenzt* sind³⁰.

Andererseits gibt es auch keinen Grund, die potenzielle Aktionärsmacht der institutionellen Anleger unter den Scheffel zu stellen: Befinden sich die übrigen Aktien weitgehend in Streubesitz – wie dies bei der echten Publikumsgesellschaft der Fall ist –, dann kommt den Institutionellen ein erheblicher Einfluss zu, vorausgesetzt, dass sie ihre Stimmkraft poolen, sei es durch Vereinbarungen, sei es durch gemeinsame Beauftragung eines Dritten³¹ oder auch dadurch, dass eine grössere Zahl von Institutionellen einem Leader und dem von diesem ge-

²⁷ Eine Ausnahme bildeten gewisse Investmentgesellschaften, deren Ziel es war, in einigen wenigen Unternehmen einen wesentlichen Einfluss auszuüben. Kaum diversifiziert waren etwa die Visionen von Martin Ebner, an denen sich viele einheimische Institutionelle beteiligten und die Ende 1993 lediglich zwei (Pharma Vision) bzw. drei (BK Vision) Titel umfassten, vgl. JÖRG BECHER, Das schnelle Geld – Martin Ebners Weg zur Macht, Zürich 1998, 222 ff.

²⁸ Vgl. AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 436 f.; RUDOLF KUNZ, Institutioneller Investor – Deus ex Machina?, NZZ vom 29. Oktober 2002, 31.

²⁹ Vgl. etwa SCHILLER (Fn. 4) 40.

³⁰ Vgl. SCHILTKNECHT (Fn. 4) 59.

³¹ Eine solche Dienstleistung kann ein *externer Stimmrechtsservice* erbringen (dazu eingehend SPILLMANN [Fn. 4] 114 ff., 120 ff., 123 ff.), wie er in der Schweiz etwa durch «Ethos» (vgl. Fn. 15) angeboten wird. «Ethos» verwaltet derzeit Anlagen von etwa 90 Schweizer Vorsorgeeinrichtungen, wobei der Anlagestrategie eine langfristige Perspektive zugrunde gelegt wird. Vgl. dazu auch HOFSTETTER, SHZ (Fn. 4) 51 und FISCHER (Fn. 4).

übten Stimmverhalten folgt. Zumindest aber können «sporadische und öffentlichkeitswirksame Vorstösse von Institutionellen eine Signalwirkung für andere Anleger haben, die Unternehmensführungen wachrütteln und somit zum besseren Funktionieren der Aktienmärkte beitragen»³².

d) Als *Ergebnis* ist festzuhalten: Die Institutionellen verfügen zwar über weniger Stimmen als bisher regelmässig unterstellt, sie sind aber doch ein *wichtiger Akteur* in der Schweizer Wirtschaft, und sie können dann einen gewichtigen Machtfaktor im Aktionariat von Publikumsgesellschaften darstellen, wenn sie ihre Einflussmöglichkeiten zielgerichtet und koordiniert einsetzen. Aber: Welches sind diese Einflussmöglichkeiten, und werden sie tatsächlich wahrgenommen³³?

e) Ein Irrglaube sei noch ausgeräumt: Es ist längst nicht mehr so, dass die Banken durch Ausübung des *Depotstimmrechts* die Generalversammlungen der schweizerischen Publikumsgesellschaften dominieren würden, obwohl dies in der Lehre zum Teil noch immer unterstellt wird³⁴. Das Depotstimmrecht der Banken ist vielmehr – trotz bzw. wegen der gut gemeinten Regelung im revidierten Aktienrecht – in die Bedeutungslosigkeit abgesunken³⁵. Grossen Einfluss haben dagegen

³² SCHILLER (Fn. 4) 40. Ein Beispiel für die Einflussnahme durch einen institutionellen Minderheitsaktionär bildete die Auseinandersetzung zwischen der Leitung der Schweiz. Bankgesellschaft (SBG) und der BK Vision. So erzielte die BK Vision – Investmentgesellschaft und Grossaktionärin der (später mit dem Schweizerischen Bankverein zur UBS fusionierten) SBG – 1994 mit ihrer Forderung nach einem schlanken SBG-Verwaltungsrat (9 statt 23 Verwaltungsratsmitglieder) an der SBG-Generalversammlung vom 29. April 1994 einen Achtungserfolg (41 % der vertretenen Stimmen unterstützten die BK Vision), welcher die SBG-Führung bezüglich der Grösse des SBG-Verwaltungsrates verhandlungsbereit werden liess, vgl. BECHER (Fn. 27) 238 ff. Vgl. auch die – allerdings von etwelcher Selbstüberschätzung zeugenden – Ausführungen von HANS-JACOB HEITZ in einem Interview in Stocks vom 30. Juli 2004.

³³ Dazu nachstehend Ziff. II.

³⁴ So etwa KÜNZLE (Fn. 4) 424, der davon ausgeht, dass die Banken mit dem Depotstimmrecht eine dominierende Rolle spielen, während institutionelle Anleger nur eine untergeordnete Bedeutung hätten. Dies ist heute nicht mehr so.

³⁵ Gemäss einer Umfrage, die von DER CRONE (Fn. 11) 4 f. im Jahr 2002 unter den 286 schweizerischen Gesellschaften mit an der Schweizer Börse kotierten Aktien durchgeführt hat, wurden in Publikumsgesellschaften nur durchschnittlich 4% der Stimmen von Depotvertretern abgegeben, in SMI-Gesellschaften gar nur 2%. In den Generalversammlungen von 54% der an der Umfrage beteiligten Gesellschaften kam es zu keiner Stimmabgabe durch Depotvertreter. Die Tendenz dürfte weiter rückläufig sein.

die von den Gesellschaften selbst gestellten Organvertreter³⁶, was freilich nicht verwundert: Der Aktionär einer Publikumsgesellschaft wird «mit den Füßen stimmen», wenn er mit Strategie und Geschäftsführung nicht einig geht. Hat er in die Gesellschaft Vertrauen, liegt es für ihn nahe, ihr bzw. ihren Vertretern Vollmacht zu erteilen.

II. Die Einflussebenen institutioneller Investoren

Institutionellen Investoren stehen – wie allen anderen Aktionären auch – verschiedene Möglichkeiten der Einwirkung auf eine Gesellschaft offen:

1. Ausübung der Aktionärsrechte

a) Institutionelle Investoren, die sich als aktive Aktionäre verstehen, werden in erster Linie das Stimmrecht ausüben. Weitere Rechte, die nur ausnahmsweise zum Zuge kommen, sind das Recht auf Traktandierung³⁷, die Wahrnehmung von Informations- und/oder Meinungsäusserungsrechten an der Generalversammlung und schliesslich die Durchsetzung von Schutzrechten wie dem Recht auf Sonderprüfung oder auf Anhebung einer Verantwortlichkeitsklage³⁸.

b) Sinnvoll für die aktive Durchsetzung von Aktionärsinteressen ist die Koordination mit gleich gesinnten Mitaktionären (wobei diese, wenn sie ein gewisses Mass an Intensität und innerer Organisiertheit erreicht, allenfalls börsenrechtliche Melde- und Angebotspflichten be-

³⁶ Nach der soeben (Fn. 35) genannten Studie wurden durchschnittlich 23% der Stimmen von Organvertretern abgegeben, in den SMI-Gesellschaften gar 36%. Auf den unabhängigen Stimmrechtsvertreter entfielen durchschnittlich 10% der Stimmen, in den SMI-Gesellschaften 20%.

³⁷ Die gesetzliche Schranke von Art. 699 Abs. 3 OR – Vertretung von Aktien im Nennwert von CHF 1 Mio. – ist freilich in Publikumsgesellschaften auch für grössere Aktionäre eine kaum überwindbare Hürde. Doch haben in den letzten Jahren viele Schweizer Publikumsgesellschaften die Schwelle durch Statutenbestimmung massiv herabgesetzt.

³⁸ Eine solche wurde m.W. von einem institutionellen Investor in einer Publikumsgesellschaft bisher erst einmal angestrengt, und dies aus sachfremden Gründen.

gründen kann³⁹). Die Geltendmachung der Aktionärsrechte kann aber auch an Dritte delegiert werden⁴⁰.

c) In der Ausübung der Aktionärsrechte darf sich der institutionelle Anleger – wie jeder andere Aktionär auch – *ausschliesslich von seinen eigenen Interessen leiten lassen*, er kann – wie das Bundesgericht wiederholt festgehalten hat – seine «[...] eigenen Interessen [...] denjenigen der Gesellschaft und einer Minderheit vorgehen [...]» lassen⁴¹. Eine Treuepflicht des Grossaktionärs gegenüber seinen Mitaktionären, wie sie in der deutschen Praxis bejaht wird⁴², kennt das schweizerische Recht nicht.

d) In der Schweiz haben institutionelle Investoren – anders als etwa im angloamerikanischen Raum⁴³ – ihre Mitwirkungsrechte bis vor wenigen Jahren nur *zurückhaltend* wahrgenommen. In der Tendenz sind sie jedoch in letzter Zeit aktiver geworden. Insbesondere Pensionskassen scheinen vermehrt zu stimmen, seit sie ihre Abstimmungspolitik offen legen müssen⁴⁴. Nach einer neuesten Umfrage⁴⁵ bei schweizerischen Pensionskassen üben 63% der Umfrageteilnehmer ihr Stimmrecht grundsätzlich aus, während 33% dieses nur – aber immerhin – bei «wichtigen Entscheidungen» wahrnehmen. Zudem macht der AHV-Ausgleichsfonds seit einigen Jahren fast immer von den ihm zustehenden Stimmrechten bei schweizerischen Publikumsgesellschaften Gebrauch

³⁹ Vgl. Art. 20 BEHG i.V.m. Art. 15 Abs. 1 BEHV resp. Art. 31 BEHG i.V.m. Art. 38 Abs. 2 und Art. 15 Abs. 1 BEHV.

⁴⁰ Dazu vorn bei Fn. 31.

⁴¹ BGE 99 II 55 ff., E. 4b, 62 sowie neuestens Urteil 4C.143/2003 vom 14. Oktober 2003, E. 6.

⁴² Die neuere Praxis des deutschen Bundesgerichtshofs in Zivilsachen wurde durch den «Linotype»-Entscheid (BGHZ 103, 184 ff.) aus dem Jahre 1988 eingeleitet; im 1995 ergangenen «Girmes»-Urteil (BGHZ 129, 136 ff.) wird die Treuepflicht gar auf gewichtige Minderheitsaktionäre ausgedehnt. Vgl. dazu statt vieler KARSTEN SCHMIDT, Gesellschaftsrecht, 4. A., Köln usf. 2002, § 20 IV, 587 ff., insb. 589 ff., m.w.N.

⁴³ Dazu etwa MINUZ (Fn. 4) 160 f.; KÜNZLE (Fn. 4) 422 f.; OLGIAI/KINDLER (Fn. 4) 1066; AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 436 f.

⁴⁴ Vgl. Art. 49a Abs. 2 der V über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) vom 18. April 1984 (SR 831.441.1) in der Fassung vom 14. November 2001 (AS 2001 31 69), wonach die Vorsorgeeinrichtungen Regeln aufzustellen haben, «[...] die bei der Ausübung ihrer Aktionärsrechte zur Anwendung gelangen». Vgl. dazu hinten bei Fn. 118; SPILLMANN (Fn. 4) 89, mit Verweis auf BIEDERMANN.

⁴⁵ WERNLI (Fn. 4) 123 ff.

– in den meisten Fällen im Sinne der Anträge des Verwaltungsrates⁴⁶. Festzustellen sind schliesslich Anstrengungen zu einer stärkeren Koordination⁴⁷. Auch wird versucht, durch eine Standardisierung der Stimmabgabe den Aufwand zu minimieren und zugleich Transparenz sicherzustellen⁴⁸.

⁴⁶ Jahresbericht 2002 des Ausgleichsfonds, 18. Gemäss dem den «Richtlinien des Verwaltungsrates für die Bewirtschaftung des Vermögens und die Organisation des Ausgleichsfonds der Alters- und Hinterlassenenversicherung» vom 1. Dezember 2003 beigelegten Reglement betreffend die Ausübung der Stimmrechte des AHV-Ausgleichsfonds (zit. Stimmrechtsreglement AHV-Ausgleichsfonds) übt der AHV-Ausgleichsfonds seine Stimmrechte grundsätzlich «[...] nach Massgabe des längerfristigen Interesses der Aktiengesellschaft und der Aktionäre [...]» aus (a.a.O., Rubrik «Grundhaltung»), was dahingehend konkretisiert wird, dass der Fonds mit seinen Stimmen in allen rubrizierten Themenbereichen grundsätzlich den Anträgen des Verwaltungsrates folgt (vgl. a.a.O. etwa die Rubriken «Verwendung des Bilanzgewinns und Dividende», «Wahl der Revisionsstelle» oder «Änderung und Ergänzung der Statuten»). Ein Abweichen vom Antrag des Verwaltungsrates wird etwa für den Fall thematisiert, dass «[...] der Konzernprüfer bzw. die Revisionsstelle wesentliche Vorbehalte [...]» hinsichtlich der vom Verwaltungsrat vorgelegten Jahres- bzw. Konzernrechnung anbringt.

⁴⁷ Die im Rahmen des «Institute for Sustainable Management (IfSM)» der Fachhochschule Aargau/Nordwestschweiz errichtete «Stiftung Corporate Governance Schweiz (SCGS)» bezweckt unter anderem den Aufbau einer «Corporate Governance Agency Switzerland (CGAS)» – einer unabhängigen, nicht gewinnorientierten gemeinschaftlichen Einrichtung, die nach dem Ansinnen ihrer Trägerschaft zur Wahrnehmung der Interessen der Vorsorgeeinrichtungen gegenüber den Aktiengesellschaften im Sinne der «Umsetzung von Good-Governance-Prinzipien» berufen sein soll. Das anvisierte Dienstleistungsprogramm der CGAS sieht auch die Organisation des Stimmenpooling unter den interessierten Pensionskassen vor. Vgl. dazu die von THOMAS FISCHER veröffentlichte Informationsnote «Corporate Governance Agency Switzerland» vom Dezember 2003, einsehbar unter <http://www.ifsm.ch/projekte-beratung/projekt-cgas.htm> (besucht am 1. Oktober 2004). Jüngst haben sich ferner zwei bedeutende Pensionskassen (die Pensionskasse der Stadt Zürich und die Caisse de prévoyance du personnel des établissements publics médicaux du Canton de Genève) mit «Ethos» (Fn. 15) zum sog. «Ethos-Engagement-Pool» zusammengeschlossen mit dem Ziel, den aktiven Dialog – insbesondere in Fragen der Corporate Governance und der nachhaltigen Entwicklung – zwischen Aktionären und Unternehmensleitung zu suchen und dadurch langfristig den Unternehmenswert zu steigern. Das Interesse an einer Teilnahme an diesem Pool sei gross.

⁴⁸ Vgl. dazu die im Stimmrechtsreglement des AHV-Ausgleichsfonds (Fn. 46) enthaltenen Stimmausübungsgrundsätze, welche freilich in der Praxis zu Recht nicht schemenhaft zur Anwendung gelangen. Vgl. ferner die detaillierten und eingehend kommentierten «Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte» vom Januar 2004 der «Ethos» (Fn. 15), einsehbar unter <http://www.ethosfund.ch/ethosfund/de/reports.htm> (besucht am 7. Dezember 2004).

Trotzdem erscheint der Einfluss der Institutionellen auf den körperschaftlichen Willensbildungsprozess insgesamt «nach wie vor nicht sehr hoch»⁴⁹. Und es steht fest, dass *im Zweifel für Exit und nicht für Voice optiert* wird: Zu ihrem Verhalten bei Unzufriedenheit mit dem Management oder der Kursentwicklung erklärten 94,7% der befragten institutionellen Investoren, sie würden ihre Aktien verkaufen, während nur 5,3% versuchen würden, Einfluss zu nehmen⁵⁰.

e) Nach dem Stimmrecht scheint – etwa bei den Pensionskassen – das Traktandierungsrecht die am zweithäufigsten genutzte formelle Einflussmöglichkeit zu sein⁵¹.

2. Einsitznahme im Verwaltungsrat

a) Intensivere Bande zu einer Gesellschaft lassen sich durch die Mitwirkung im Verwaltungsrat knüpfen. Zumindest dann, wenn Institutionelle gemeinsam vorgehen, dürfte das Ziel einer Vertretung in der Exekutive einer Gesellschaft erreichbar sein. In Betracht kommt entweder die Vertretung direkt durch eine Person, die bei einem institutionellen Investor eine Organstellung innehat, oder aber die Vertretung durch einen Dritten als Vertrauensperson.

b) Der Vorteil einer direkten Einflussnahme im Leitungsorgan einer Gesellschaft ist indes mit gewichtigen Nachteilen verbunden: Anders als der Aktionär unterliegt das Verwaltungsratsmitglied einer strengen Treue- und Sorgfaltspflicht⁵², und dies in gleicher Weise gegenüber der Gesellschaft wie auch gegenüber ihren Aktionären⁵³. Sodann wird durch die Mitwirkung in der Exekutive die *Alternative Exit einge-*

⁴⁹ HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 511; vgl. auch KURT SCHILTKNECHT, Die Manager haben zu viel Macht, SHZ vom 29. September 2004, 5.

⁵⁰ REINHOLZ (Fn. 4) 80.

⁵¹ WERNLI (Fn. 4) 133.

⁵² Vgl. Art. 717 Abs. 1 OR. Dazu etwa BGE 130 III 213 ff., E. 2.2.2, 219; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. A., Zürich 2004, § 13 N 596 ff. m.w.N.; ERIC HOMBURGER, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Teilband V 5b: Der Verwaltungsrat (Art. 707–726 OR), Zürich 1997, N 837 ff.; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 28 N 25 ff.

⁵³ Art. 717 Abs. 2 OR.

schränkt: Zwar nicht rechtlich, wohl aber faktisch wird sich ein Aktionär nicht einfach von seiner Beteiligung trennen können, solange er im Verwaltungsrat vertreten ist. Im Extremfall kann sich aus der Einsitznahme sogar ein Haftungsrisiko ergeben⁵⁴.

c) Institutionelle Investoren stehen einer Einsitznahme im Verwaltungsrat daher überwiegend skeptisch gegenüber: In einer Umfrage von 1996 sprachen sich 79,1% gegen eine solche aus⁵⁵. Immerhin wird auch postuliert, Grossaktionäre und namentlich Pensionskassen sollten «zusammenarbeiten und versuchen, auch gegen den Widerstand des Verwaltungsrates unabhängige Persönlichkeiten in das Gremium zu entsenden»⁵⁶. Und für die Zukunft wird prophezeit, es sei «durchaus denkbar, dass institutionelle Investoren [...] vermehrt eigene Kandidaten portieren würden»⁵⁷. Dies widerspricht freilich der persönlichen Erfahrung des Verfassers, wonach es Institutionelle mehr und mehr als ein Element guter Governance verstehen, nicht in Verwaltungsräten vertreten zu sein, um die Freiheit bezüglich ihrer Investitions- und Deinvestitionsentscheide nicht zu beeinträchtigen.

3. Informelle Kontakte zur Unternehmensleitung

a) Grossaktionäre – und damit auch die institutionellen Investoren – haben erleichterten Zugang zur Unternehmensleitung. Sie können so allenfalls auch informell auf die Geschicke der Gesellschaft einwirken.

⁵⁴ Vgl. statt vieler BÖCKLI (Fn. 52) § 18 N 141 ff. m.w.N.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (Fn. 52) § 37 N 15. Intensiv diskutiert wurde die Haftung von Grossaktionären vor einigen Jahren im Fall «Biber»: Im Verwaltungsrat einer Gesellschaft, die fallierte, waren auch Mitglieder der Geschäftsleitung von Grossbanken vertreten. Es wurde behauptet, diese Banken seien über ihre Vertreter zu Insiderwissen gekommen, das sie zu ihrem Vorteil ausgenutzt hätten, indem sie kurz vor dem Zusammenbruch des Biber-Papierkonzerns viele ihrer faktisch wertlosen Biber-Aktien an Anleger verkauft hatten. Der Fall, der hohe Wellen schlug, wurde schliesslich durch Vergleiche erledigt.

⁵⁵ REINHOLZ (Fn. 4) 79 f.

⁵⁶ SCHILTKNECHT (Fn. 4) 59.

⁵⁷ HOFSTETTER, SHZ (Fn. 4) 51.

b) Einer solchen informellen Einflussnahme sind aber enge Grenzen gesetzt:

Zwar verlangt das Aktienrecht die Gleichbehandlung der Aktionäre nur «unter gleichen Voraussetzungen»⁵⁸, was – etwa im Bereich der Informationsrechte – für eine gewisse Privilegierung von Grossaktionären Raum lassen mag⁵⁹. Für eine effektive Einflussnahme durch Grossaktionäre auf informelle Weise, etwa durch laufenden oder periodischen Kontakt mit Mitgliedern des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung, besteht aber keine gesetzliche Grundlage, da sie gegen die Grundsätze der Gleichbehandlung sowie der Zuweisung unübertragbarer und unentziehbarer Aufgaben an den Verwaltungsrat verstösst⁶⁰. Auch die zunehmend rigideren Vorschriften zur Information im Börsenumfeld setzen einer differenzierten Behandlung unterschiedlicher Aktionärsgruppen immer engere Schranken, und international tätige Unternehmen halten sich mehr und mehr an die besonders strengen amerikanischen Regeln.

c) Für die Institutionellen selbst hat ein intensiver Meinungs- und Informationsaustausch mit der Unternehmensleitung neben Vorteilen durchaus Nachteile: Allenfalls werden sie bzw. ihre Organe zu Insider, was ihre Bewegungsfreiheit und die Alternative Exit massiv einschränken kann⁶¹. Im Extremfall könnte die Einwirkung auf die Unternehmensleitung gar als Begründung einer faktischen Organstellung gewürdigt werden.

⁵⁸ Art. 717 Abs. 2 OR.

⁵⁹ Einem Grossaktionär können – über die allgemeine Berichterstattung hinaus – diejenigen Informationen gewährt werden, welche die Gesellschaft auf Anfrage hin jedem Aktionär zu übermitteln bereit ist, ferner all die Informationen, die an Analysten und an die Presse (Letzteres ohne Beschränkung der Weitergabe) abgegeben werden. Eine weiter gehende Information von Grossaktionären ist m.E. nur begrenzt zulässig, nämlich insoweit, als sie sich aufgrund einer – rechtlich oder faktisch – längerfristigen Bindung an die Gesellschaft rechtfertigt, so insbesondere, wenn sich ein Grossaktionär verpflichtet, seine Aktien für eine bestimmte Zeit zu halten und Veräusserungen nur in Absprache mit der Gesellschaft vorzunehmen. Die Grenzziehung, wann ein solcher Rechtfertigungsgrund vorliegt, ist heikel. In der Literatur wird vereinzelt die Möglichkeit einer darüber hinaus gehenden Privilegierung vertreten, vgl. dazu HOFSTETTER (Fn. 15) 230. Vgl. auch BEAT M. BARTHOLD, Mitwirkungsrechte von institutionellen Anlegern, NZZ vom 28. Januar 2003, 73.

⁶⁰ Art. 716a OR.

⁶¹ Vgl. HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 521.

4. Ergebnis

Institutionelle Investoren machen von ihren Mitwirkungsmöglichkeiten nur zurückhaltend Gebrauch, wobei die Ausübung des Stimmrechts an der Generalversammlung im Vordergrund steht. Vor die Wahl zwischen Exit und Voice gestellt, wird die Alternative Exit durchwegs vorgezogen.

Ist diese Zurückhaltung zu begrüssen oder zu bedauern? Zur Beantwortung dieser Frage ist ein Blick auf die Interessenlage der betroffenen Gesellschaften und ihres Aktionariats sowie der Gesamtwirtschaft⁶², vor allem aber auf die der Institutionellen selbst und der an ihnen wirtschaftlich Berechtigten⁶³ sinnvoll.

III. Die Interessen der Publikumsgesellschaften, ihrer Kleinaktionäre und der Gesamtwirtschaft

1. Die Gesellschafts- und Aktionärsinteressen

a) Zu erinnern ist an einige Charakteristika institutioneller Investoren: Ziel der Institutionellen ist die Ertrags- und Wertsteigerung ihrer Anlage. Sie sind konsequent auf die *Schaffung von «Shareholder-Value» ausgerichtet. Häufig – freilich nicht immer – ist der Anlagehorizont langfristige*. So betont etwa der AHV-Ausgleichsfonds, er setze seine Stimmrechte «nach Massgabe der Wahrung der langfristigen Interessen der Aktionäre und der Unternehmung» ein⁶⁴. Sodann arbeiten Institutionelle professionell, sie haben die Instrumente und die notwendigen personellen Kapazitäten, um eine Gesellschaft beurteilen und die Aktionärsrechte wirksam wahrnehmen zu können. Oft sind sie – neben allfälligen anderen Grossaktionären – die Einzigen, die dies tun und für eine Kontrolle, für «Checks and Balances» zwischen

⁶² Dazu Ziff. III.

⁶³ Dazu Ziff. IV.

⁶⁴ Jahresbericht 2002 des Verwaltungsrates des Ausgleichsfonds der AHV an den Bundesrat, 7. Konkretisiert wird diese Zielsetzung im Stimmrechtsreglement AHV-Ausgleichsfonds (Fn. 46), aus welchem hervorgeht, dass sich der Fonds vor allem um eine gute Governance bemüht. Entsprechende Aussagen finden sich auch bei «Ethos», vgl. vorn Fn. 15.

Unternehmensleitung und Aktionariat sorgen können. Den Institutionellen kann so eine Vorreiterrolle im Aktionariat zukommen⁶⁵, wodurch ihr Einfluss weit über ihre prozentuale Stimmkraft hinausgehen kann⁶⁶.

b) Aufgrund dieser Eigenschaften sind aktive Investoraktionäre aus Sicht der Publikumsgesellschaften grundsätzlich *erwünscht*. Erwünscht sind sie auch aus Sicht der Kleinaktionäre, die im Sinne eines «Free Ride» von der Verbesserung der Governance und der Kontrolle der Unternehmensführung profitieren⁶⁷, handelt es sich doch bei der Willensbildung und der Überwachung der Verwaltung durch die Aktionäre um ein Kollektivgut⁶⁸. Schliesslich ist daran zu erinnern, dass die – wenngleich in Verklärung der Realität – noch immer hoch gehaltene Aktionärsdemokratie nach einer repräsentativen Vertretung des Aktionariats in der Generalversammlung ruft⁶⁹.

Allerdings sind zwei *Vorbehalte* angebracht: Zum einen operieren gewisse institutionelle Investoren ausgesprochen kurzfristig und spekulativ, was nicht im Interesse der Gesellschaft und ihrer «typischen» Aktionäre ist⁷⁰. Grund dafür können falsche Anreize im Entlohnungs- oder Honorierungssystem der für die Investitionsentscheide Zuständi-

⁶⁵ Vgl. etwa OLGATI/KINDLER (Fn. 4) 1070; SCHILLER (Fn. 4) 37, 40; WERNLI (Fn. 4) 74, 77.

⁶⁶ Im vorn (Fn. 32) genannten Beispiel erreichte die BZ-Gruppe trotz Stimmrechtsbeschränkung 41% Ja-Stimmen, wobei mehr als drei Viertel dieser Stimmen auf verbundene Grossaktionäre entfielen, vgl. BECHER (Fn. 27) 239.

⁶⁷ Vgl. etwa KUNZ (Fn. 28) 31 und WERNLI (Fn. 4) 78.

⁶⁸ RUFFNER (Fn. 4) 238, 264 f.; SPILLMANN (Fn. 4) 171.

⁶⁹ Dieses Postulat wird durch das unerfreuliche, aber kaum zu beseitigende Institut der *Dispo-Aktien*, deren Eigentümer sich nicht einmal um die *Möglichkeit* der Ausübung des Stimmrechts bemühen, arg strapaziert. In der Tat sind in Generalversammlungen von Schweizer Publikumsgesellschaften oft weniger als 50% und manchmal gar weniger als ein Drittel aller Aktien vertreten. Vgl. dazu VON DER CRONE (Fn. 11) 9 ff., 10.

⁷⁰ Ausführlich dazu Urs HUG, Das Anlageverhalten der Schweizer und US-amerikanischen Pensionskassen und dessen Auswirkungen auf das Firmen- und Wirtschaftswachstum, Aachen 1995, 140 ff., der eine Abnahme der Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen in den Unternehmen befürchtet und auf die Vorteile *mehrfähiger* Performance-Vergleiche für Vermögensverwalter und Unternehmen hinweist. Vgl. im Weiteren RICHARD M. BUXBAUM, Institutional Ownership and the Restructuring of Corporations, in: Jürgen F. Baur/Klaus J. Hopt/K. Peter Mailänder (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorf, Berlin/New York 1990, 24. Vgl. auch bei Fn. 102.

gen sein⁷¹. Zum anderen können institutionelle Anleger danach trachten, auf Kosten der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre Sonder Vorteile zu erzielen⁷².

c) Die Publikumsgesellschaften selbst begrüssen es, wenn Investoraktionäre ihre Mitwirkungsrechte wahrnehmen: Gemäss einer Umfrage von 1996 waren 85,9% der Gesellschaften aktiven institutionellen Investoren gegenüber positiv eingestellt, und 63,8% bekundeten ein Interesse an langfristigen Aktionären mit einem grösseren Kapitalanteil⁷³.

d) Relativierend ist freilich darauf hinzuweisen, dass ein positiver Einfluss aktiver Aktionäre und institutioneller Investoren empirisch bisher nicht nachgewiesen werden konnte⁷⁴. Immerhin gibt es eine Reihe von Studien, die belegen, dass eine gute Governance den Unternehmenswert steigert⁷⁵. Und der Einsatz für eine gute Governance muss ein Hauptziel aktiver institutioneller Investoren sein.

2. Die Interessen der Gesamtwirtschaft

a) Eine langfristige Steigerung des «Shareholder-Value» kommt – es ist dies ein kaum je in Frage gestellter Gemeinplatz⁷⁶ – allen «Stakehol-

⁷¹ Der jüngste Trend der Aufsichtsbehörden und Börsen, die Gesellschaften zu verpflichten, in immer kürzeren Abständen eine Flut von detaillierten Informationen zu publizieren, begünstigt ebenfalls eine auf kurzfristige Gewinnausweise ausgerichtete Geschäftspolitik. Vgl. auch SPILLMANN (Fn. 4) 292, der kritisiert, dass der Gesetzgeber den – eigentlich langen – Anlagehorizont von Vorsorgeeinrichtungen «künstlich» verkürzt. Zudem wird postuliert, dass sich der Verwaltungsrat «[g]egen kurzfristiges Profitdenken von Spekulanten und Raidern [...]» mit den einschlägigen aktien- und börsenrechtlichen Abwehrmassnahmen zur Wehr setzen können soll, vgl. HOFSTETTER (Fn. 15) 228.

⁷² Eine gute Governance sowohl bei der Gesellschaft wie auch beim institutionellen Investor kann dem entgegenwirken.

⁷³ REINHOLZ (Fn. 4) 83.

⁷⁴ AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 437; KÜNZLE (Fn. 4) 424 ff., 434.

⁷⁵ Vgl. die Zusammenstellung bei PETER FORSTMOSE, Good Governance und Transparenz, in: ROBERT JAKOB/JÖRG NAUMANN (Hrsg.), Wege aus der Vertrauenskrise, Frankfurt a.M. 2003, 137 f.

⁷⁶ Die Kritik am «Shareholder-Value» bezieht sich – und dies zu Recht – auf die darunter oft subsumierte *kurzfristige und spekulative* Denkweise, welche freilich dem klassischen, von ALFRED RAPPAPORT entwickelten Konzept widerspricht. Vgl. DERS., Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors, 2. A., New York 1998, passim.

ders», auch den Mitarbeitenden und der Allgemeinheit, zugute. Eine aktive Aktionärspolitik von Institutionellen wird daher zu Recht als auch gesamtwirtschaftlich wünschenswert eingestuft⁷⁷. Die Produktion der kollektiven Güter «Überwachung» und «Willensbildung in Gesellschaften» ist nicht nur mikro-, sondern auch makroökonomisch sinnvoll⁷⁸.

b) Drei *Vorbehalte* sind anzubringen:

Das stete Wachstum (auch) der staatlich kontrollierten Vorsorgeeinrichtungen kann letztlich zu einem unerwünschten indirekten Staatseinfluss auf privatwirtschaftliche Aktiengesellschaften führen⁷⁹. Dem ist durch eine gute Governance hinsichtlich der Ausübung der Aktionärsrechte gerade auch in solchen Institutionen gegenzusteuern⁸⁰.

Sodann ist es problematisch, wenn institutionelle Investoren auf unternehmensfremde Ziele eingeschworen werden, etwa Pensionskassen einem sozialen Auftrag nachkommen sollen⁸¹. Pensionskassen sollen vielmehr konsequent ihre eigenen ökonomischen Interessen bzw. die ihrer Begünstigten verfolgen, ganz abgesehen davon, dass die «soziale» Aufgabe einer Unternehmung in erster Linie darin besteht, ihre Kernaktivitäten zuverlässig, nachhaltig und ertragbringend zu gestalten.

Schliesslich kann es zu Interessenkonflikten kommen: Wie soll sich etwa eine Pensionskasse – und ganz besonders die firmeneigene Pensionskasse – im Hinblick auf Postulate verhalten, die zwar höhere Erträge versprechen, aber mit massiven Arbeitsplatzverlusten verbunden sind⁸²? Bei solchen Zielkonflikten wird ein institutioneller Investor in

⁷⁷ Vgl. etwa SPILLMANN (Fn. 4) 276.

⁷⁸ SPILLMANN (Fn. 4) 226.

⁷⁹ In dieser Hinsicht ist es problematisch, wenn postuliert wird, den grösseren öffentlich-rechtlichen Pensionskassen solle eine «aktivere Katalysatorrolle» zukommen, vgl. SCHILLER (Fn. 4) 40.

⁸⁰ Vorbildlich etwa die AHV, die ihre Zielsetzungen – sie entsprechen im Wesentlichen dem, was gute Governance verlangt – schriftlich niedergelegt und öffentlich bekannt gemacht hat (vgl. Stimmrechtsreglement AHV-Ausgleichsfonds [Fn. 46]).

⁸¹ So etwa SCHILLER (Fn. 4) 37.

⁸² Diese Frage hat sich seinerzeit akut in der Auseinandersetzung zwischen der SBG und der BK Vision (dazu vorn Fn. 32) gestellt: Die BK Vision verfolgte ein Konzept, das nach ihrer Auffassung Gewinnsprünge versprach, aber mit massiven Stellenverlusten verbunden gewesen wäre: Die Grossbank hätte ihre Verankerung im ver-

erster Linie versuchen müssen, die Meinung seiner eigenen wirtschaftlich Berechtigten zu eruieren. Allenfalls wird er auf die Ausübung des Stimmrechts verzichten.

3. Folgerung

Generell ist es mithin aus Sicht der Publikumsgesellschaften, ihrer «Stakeholder» wie auch aus Sicht der Gesamtwirtschaft zu begrüssen, wenn Institutionelle ihre Mitwirkungsrechte ausüben.

Wie aber verhält es sich mit den Interessen der Institutionellen selbst und der an ihnen wirtschaftlich Berechtigten?

IV. Die Interessen der Institutionellen und der an ihnen wirtschaftlich Berechtigten

Zum Pro und Contra einer aktiven Aktionärsrolle Folgendes:

1. Argumente zugunsten der Ausübung der Mitbestimmungsrechte

Für die Ausübung der Stimmrechte (und allenfalls weiterer Mitwirkungs- und Schutzrechte⁸³) spricht:

a) Institutionelle verfügen häufig über die erforderliche Professionalität. Es ist konsequent, diese nicht nur im Sinne einer Exit-Strategie, sondern auch durch das Erheben der Stimme fruchtbar zu machen.

gleichsweise unprofitablen Massengeschäft aufgeben und sich stattdessen auf die lukrativere Vermögensverwaltungssparte fokussieren sollen. Die Unternehmensleitung widersetzte sich diesem Postulat und berief sich (unter anderem) auf die soziale Verantwortung von Unternehmen. Sie ermahnte die Vorsorgeeinrichtungen, ihre eigene soziale Verpflichtung wahrzunehmen. Durch ausserordentliche Anstrengungen der SBG-Verwaltung gelang es dieser schliesslich, anlässlich einer ausserordentlichen Generalversammlung am 22. November 1994 die bisherigen Stimmrechtsaktien zu beseitigen und eine Einheitsinhaberaktie einzuführen. Dadurch wurde die Stimmkraft der BK Vision entscheidend geschwächt, vgl. BECHER (Fn. 27) 246 f.

⁸³ Ausser Acht gelassen werden im Folgenden die Möglichkeiten einer Vertretung im Verwaltungsrat und der informellen Kontakte zur Gesellschaft: Ersteres ist – wie gezeigt (bei Fn. 52 ff.) – nicht unproblematisch, Letzteres kann – soweit zulässig (hierzu vorn bei Fn. 59) – zumindest nicht schaden.

b) Eine Mitbestimmung kann sich aufdrängen, wenn für Grossaktionäre aufgrund illiquider Märkte die Alternative Exit nicht opportun, weil mit einem Kurszerfall verbunden, wäre⁸⁴.

c) Viele Investoren verwalten zumindest einen Teil ihres Portfolios passiv, mittels eines «Indexing», durch Nachbildung eines bestimmten Marktportfolios⁸⁵. Dies ist kostengünstig, scheint langfristig die Rendite zu optimieren, zugleich das Anlagerisiko zu vermindern und stellt sicher, dass unliebsame Abweichungen von einem Benchmark vermieden werden. Indexiert verwaltete Beteiligungen können indessen nicht ohne weiteres veräussert werden. Es leuchtet daher ein, dass gerade Vorsorgeeinrichtungen in jüngerer Zeit der Option Voice mehr Bedeutung schenken⁸⁶: «If one can't sell, one must care»⁸⁷.

d) Häufig verwalten Institutionelle sodann ihre Mittel – allenfalls auch nur teilweise – über Mandate. Insoweit geben sie die Investitionsentscheide und damit die Möglichkeiten einer Exit-Strategie aus der Hand⁸⁸. Ebenso verhält es sich, wenn das Management des Portfolios einer Sammelstiftung übertragen worden ist⁸⁹.

e) Schliesslich hat man für die Stimmrechte bezahlt⁹⁰ – da ist es vernünftig, das «Aktivum Stimmrecht» auch zu nutzen.

⁸⁴ Vgl. etwa AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 437; MINUZ (Fn. 4) 161 und 165; RUFFNER (Fn. 4) 241, 270 und SPILLMANN (Fn. 4) 177 Anm. 958 und 178.

⁸⁵ Vgl. dazu etwa HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 514; MINUZ (Fn. 4) 161; für Pensionskassen sodann SCHILLER (Fn. 4) 37.

⁸⁶ Dazu etwa DOMINIQUE BIEDERMANN, L'organisation du conseil d'administration du point de vue de l'investisseur, SZW 76 (2004) 37, 40; MINUZ (Fn. 4) 165.

⁸⁷ Zit. bei OLGIATI/KINDLER (Fn. 4) 1066.

⁸⁸ Oft ist übrigens auch der Beauftragte in seinen Anlageentscheiden nicht frei, weil er sich – wie etwa bei der Verwaltung des AHV-Vermögens – an einem Benchmark zu orientieren hat.

⁸⁹ Vgl. dazu LUSENTI (Fn. 8) 63 f.; DERS. (Hrsg.), Pensionskassenanlagen 2000–2002. Ergebnisse und Kommentare zur Umfrage, Genf 2002, 41 ff., 63 ff.; KÜNZLE (Fn. 4) 421 f.; SPILLMANN (Fn. 4) 102 f.

⁹⁰ Ein Indiz dafür ist der *Ecart*, der regelmässig zwischen Aktien und Partizipations- bzw. Genussscheinen besteht, wobei dieser freilich auch von Übernahmefantasien beeinflusst wird.

2. Argumente gegen die Ausübung der Mitbestimmungsrechte

Aber auch gegen die Ausübung der Mitbestimmungsrechte spricht einiges, wobei sich die Gegenargumente freilich bei näherem Zusehen zum Teil entkräften, zum Teil zumindest relativieren lassen:

a) Kritisch wird zunächst darauf hingewiesen, dass es Institutionellen allenfalls am Know-how für eine wirksame Kontrolle fehle⁹¹ und dass ein direkter Einfluss auf das strategische oder operative Verhalten von Unternehmen durch Institutionelle problematisch sei. Ferner wird angeführt, dass sich Pensionskassen vor allem auf das Passivgeschäft und das Asset-Liability-Management zu konzentrieren hätten, womit die Aktivseite und damit die Verwaltung der Vermögenswerte weniger bedeutsam werde⁹².

Dem ist entgegenzuhalten, dass sich das für die Kontrolle und den aktiven Einsatz der Mitwirkungsrechte erforderliche Know-how nicht wesentlich von dem für Anlageentscheide benötigten unterscheidet – und dieses sollte bei institutionellen Investoren oder den von ihnen Beauftragten vorhanden sein. Weiterhin ist festgestellt worden, dass institutionelle Investoren heute für die Ausübung der Aktionärsrechte «deutlich besser gerüstet» sind als noch vor zwei Jahrzehnten⁹³. Zu Recht wird sodann betont, dass die Frage, ob der Anleger direkt Einfluss auf das strategische oder das operative Verhalten einer Unternehmung nehmen solle, falsch gestellt ist⁹⁴, liegen doch die Festlegung der Strategie und die Oberleitung unentziehbar⁹⁵ beim Verwaltungsrat. Beim Aktionär kann es immer nur darum gehen, Kontrollrechte auszuüben, sich für eine gute Governance einzusetzen und die richtigen Personen zu wählen. Hinsichtlich der Fokussierung von Pensionskassen auf das Asset-Liability-Management schliesslich ist nicht zu bestreiten, dass sich hieraus Einschränkungen für Anlageentscheide er-

⁹¹ MINUZ (Fn. 4) 165; SCHILTKNECHT (Fn. 4) 59; vgl. auch SPILLMANN (Fn. 4) 290.

⁹² SPREMANN (Fn. 4) 22. So schenke die Öffentlichkeit dem Deckungsgrad einer Pensionskasse mehr Beachtung als etwa dem Engagement eines Portfolio-Managers in einer Generalversammlung.

⁹³ SPREMANN (Fn. 4) 22. Hinzu kommt, dass sich die Informationslage des Aktionariats von Publikumsgesellschaften in den letzten Jahren enorm verbessert hat.

⁹⁴ FISCHER (Fn. 4).

⁹⁵ Art. 716a Abs. 1 OR.

geben. Doch ändert dies nichts daran, dass auf die Entwicklung der getätigten Anlagen positiv eingewirkt werden kann und soll.

b) Erwähnt wird auch, der von einem Institutionellen gehaltene Anteil sei zu klein für eine wirksame Einflussnahme⁹⁶, und zudem seien Einflussnahmen technisch erschwert durch die Delegation der Verwaltung an Dritte, den Anschluss an Sammelstiftungen oder die Investition entsprechend einem Index⁹⁷. Dass mit diesen Argumenten aber auch umgekehrt eine aktive Einflussnahme begründet werden kann, ist vorstehend⁹⁸ dargelegt worden. Ein institutioneller Investor kann im Übrigen seine Position dadurch verstärken, dass er sich für die Ausübung der Aktionärsrechte mit gleich Gesinnten zusammenschliesst⁹⁹.

c) Zum Hinweis auf den «Free Ride» der übrigen Aktionäre, der ebenfalls kritisch vorgebracht wird, ist zu sagen, dass ein solcher für die Institutionellen selbst neutral ist. Der überdies ins Feld geführte Aufwand, der mit der Wahrnehmung von Aktionärsrechten verbunden sei¹⁰⁰, lässt sich durch ein Interessenpooling und die Bildung von Schwerpunkten minimieren. Und erneut ist daran zu erinnern, dass die für die Willensbildung erforderlichen Analysen auch bei einer Exit-Strategie gemacht werden müssen¹⁰¹. Sie entfallen nur bei einer reinen Index-Strategie.

d) Dass professionelle Vermögensverwalter oft kurzfristig denken, weil ihre Performance in kurzen Abständen gemessen wird¹⁰², und dass sie allenfalls bestrebt sind, Erträge schnell am Kapitalmarkt zu realisieren¹⁰³, steht einer Ausübung von Aktionärsrechten nicht entgegen. Vielmehr wird man – sicher keine leichte Aufgabe – danach trachten müssen, Anreizsysteme zu finden, die dem an sich langfristigen Anlagehorizont, etwa von Vorsorgeeinrichtungen, Rechnung tragen. Je län-

⁹⁶ Vgl. AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 438; vgl. auch MINUZ (Fn. 4) 163.

⁹⁷ Vgl. etwa KÜNZLE (Fn. 4) 421 f., 433.

⁹⁸ Vgl. vorn bei Fn. 85, 88 f.

⁹⁹ Vgl. vorn bei Fn. 39.

¹⁰⁰ Vgl. AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 438; KUNZ (Fn. 28) 31; RUFFNER (Fn. 4) 263 f. und WERNLI (Fn. 4) 78.

¹⁰¹ Die Kosten der Stimmrechtsausübung selbst sind in der Regel marginal, SPILLMANN (Fn. 4) 291.

¹⁰² Vgl. RUFFNER (Fn. 4) 264.

¹⁰³ WERNLI (Fn. 4) 79.

gerfristig aber die Ausrichtung von Anlagen, desto eher trägt eine aktive Aktionärspolitik Früchte.

e) Bemängelt wird auch die Verflechtung zwischen Gesellschaften und Institutionellen, aus der sich Interessenkonflikte ergeben können, die eine unabhängige Ausübung der Stimmrechte gefährden¹⁰⁴. Solche Konflikte sind aber auch bei Exit-Strategien nicht aus der Welt. Sie lassen sich durch eine indirekte Verwaltung mittels Mandaten oder die Beanspruchung eines externen Stimmrechtsservices minimieren¹⁰⁵. Gleiches gilt für den Einwand, insbesondere Pensionskassen könnten «unter politischem oder gesellschaftlich wirtschaftlichem Druck stehen»¹⁰⁶.

f) Der Gefahr einer unerwünschten quasi-staatlichen Einflussnahme durch ein aktives Verhalten öffentlich-rechtlicher Vorsorgeeinrichtungen schliesslich ist durch eine angemessene Governance bei diesen Einrichtungen zu begegnen, eine Governance, die dafür sorgt, dass keine sachfremden Ziele – und in diesem Kontext ist das Ziel, prioritär das Allgemeinwohl zu fördern, durchaus sachfremd¹⁰⁷ – verfolgt werden.

g) Ernst zu nehmen ist das Legitimationsproblem: Wie lässt sich sicherstellen, dass Institutionelle ihre Einflussmöglichkeiten im Interesse der wirtschaftlich Berechtigten ausüben? Darauf ist noch gesondert einzugehen¹⁰⁸. An dieser Stelle sei nur erwähnt, dass sich auch dieses Problem bei einer Exit-Strategie gleichermassen stellt.

h) Damit bleibt es bei der einen Kernfrage: Lohnt es sich für Institutionelle, aktiv Einfluss zu nehmen, oder ist eine passive Exit-Strategie letztlich wirtschaftlich erfolgreicher? Nach diesem Kriterium allein

¹⁰⁴ Vgl. AUCKENTHALER/SUTER (Fn. 4) 438; RUFFNER (Fn. 4) 264; SCHILTKNECHT (Fn. 4) 5; DERS., SHZ vom 29. September 2004, 5; SPILLMANN (Fn. 4) 289; ROLF WATTER/CORRADO RAMPINI, Proxy Fights, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 19; WEBER (Fn. 4) 140 und WERNLI (Fn. 4) 79 f. Vgl. auch SCHILLER (Fn. 4) 37, wonach der Informations- und Umsetzungsaufwand für kleinere Pensionskassen in keinem Verhältnis zur möglichen «Beziehungsbelastung» stehen soll.

¹⁰⁵ Zu Letzterem eingehend SPILLMANN (Fn. 4) 114 ff., 120 ff., 123 f.

¹⁰⁶ MINUZ (Fn. 4) 165.

¹⁰⁷ Vgl. dazu bereits PETER FORSTMOSER, Wer «A» sagt muss auch «B» sagen, SJZ 98 (2002) 193 ff. und 217 ff.

¹⁰⁸ Nachstehend Ziff. VI.

sollten institutionelle Investoren den Entscheid über die Ausübung von Voice oder den Verzicht auf Mitsprache treffen.

3. Fazit

Allen Institutionellen gemeinsam ist das Ziel, Mehrwert für die wirtschaftlich Berechtigten zu schaffen. Ob sich diese Zielsetzung durch eine aktive Wahrnehmung der Aktionärsrechte oder durch eine ausschliessliche Exit-Strategie besser verfolgen lässt, kann nicht allgemein gesagt werden und ist nach Kosten-/Nutzenüberlegungen zu entscheiden. Dabei spricht vieles für die Geltendmachung der Mitwirkungsrechte, und zwar umso mehr, je längerfristig der Anlagehorizont ist.

Im Zweifel liegt es im Interesse der institutionellen Investoren und der wirtschaftlich an ihnen Berechtigten, die Aktionärsrechte – generell oder zumindest selektiv – auszuüben.

Entspricht diese Folgerung dem, was in Lehre und politischer Diskussion vertreten wird und in staatlichen oder privaten Regelwerken seinen Niederschlag gefunden hat?

V. Lehrmeinungen, politische Diskussion und Regelwerke

1. Lehre und politische Diskussion

a) Die in der Schweiz vorgetragenen Lehrmeinungen sind in Ziff. III und IV hievor im Wesentlichen berücksichtigt. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass in der Literatur die aktive Wahrnehmung von Aktionärsrechten überwiegend begrüsst¹⁰⁹ oder gar als selbstverständliches Verhalten, das keiner weiteren Begründung bedarf, vorausgesetzt wird. Wo man hinterfragt, wird vor allem auf den beschränkten Nutzen und die Kosten hingewiesen, ohne dass die Ausübung schlechthin kritisiert würde.

b) Die politische Diskussion zum Thema Exit oder Voice hat bisher keine grossen Wellen geschlagen. Bemerkenswert ist immerhin, dass noch vor zehn bis fünfzehn Jahren die Ausübung der Mitwirkungsrechte durch In-

¹⁰⁹ Vgl. statt aller SCHILLER (Fn. 4) 37.

stitutionelle kaum zur Debatte stand¹¹⁰, sich der Gesetzgeber dagegen heute der Bedeutung dieser Frage bewusst ist¹¹¹. Gleichzeitig scheint ein Wertewandel stattgefunden zu haben, von der stillschweigenden Annahme, Institutionelle würden und sollten sich passiv verhalten, hin zur Forderung nach einer aktiven Wahrnehmung der Aktionärsrechte¹¹².

Gerade deshalb ist man sich einer früher nicht thematisierten Problematik bewusst geworden: des Umstandes, dass die Förderung der Aktionärsdemokratie durch Einbezug der Institutionellen mit einem Mangel an demokratischer Legitimation bei den Institutionellen selbst verbunden sein könnte¹¹³.

2. Die Sicht des Gesetzgebers

Eine einheitliche gesetzgeberische Stellungnahme zum erwünschten Verhalten institutioneller Investoren gibt es in der Schweiz nicht, wohl aber Sonderbestimmungen, die sich an einzelne Kategorien von Institutionellen richten:

a) *Anlagefonds* wird für den Grundtypus des Effektenfonds vorgeschrieben, sie dürften

«für keinen der von ihr verwalteten Effektenfonds Beteiligungsrechte [...] erwerben, die mehr als 10 Prozent der Stimmrechte ausmachen oder die es ihr erlauben, einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftsleitung eines Emittenten auszuüben»¹¹⁴.

Der Gesetzgeber will damit verhindern, dass die Fondsleitung unternehmerisch tätig wird, er versteht den Effektenfonds bzw. dessen Fondsleitung als «passiven Investor»¹¹⁵.

¹¹⁰ Vgl. immerhin die Ausführungen bei Fn. 114–117 zum in den Jahren 1990–1994 entwickelten Anlagefondsgesetz.

¹¹¹ Vgl. den seit dem 1. Januar 2002 geltenden zweiten Absatz von Art. 49a der V über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) vom 18. April 1984 (SR 831.441.1), wonach Vorsorgeeinrichtungen Regeln über die Ausübung ihrer Aktionärsrechte aufzustellen haben. Dazu nachstehend bei Fn. 118.

¹¹² Dazu nachstehend Ziff. 2 und 3.

¹¹³ Vgl. zu dieser Problematik hinten Ziff. VI. Das Thema wird aufgenommen von KARL HOFSTETTER, *Corporate Governance in der Schweiz*, Zürich 2002, 51, und von der Industrieholding in einer Stellungnahme vom 19. April 2004.

¹¹⁴ Art. 33 Abs. 2 AFG i.V.m. Art. 39 Abs. 1 AFV.

¹¹⁵ Vgl. SPILLMANN (Fn. 4) 133, mit Nachweisen in Anm. 709.

Das Verbot, wesentlichen Einfluss auf Gesellschaften auszuüben, in die investiert wird, gilt hingegen nicht für die übrigen Fonds. Und für Immobilienfonds muss bei Investitionen in Immobilien-AGs gerade umgekehrt ein wesentlicher Einfluss – nämlich eine Zweidrittelmehrheit an Kapital und Stimmen – gegeben sein¹¹⁶.

Das AFG nimmt daher – je nach Art des Fonds und seiner Anlagen – unterschiedliche, teils konträre Haltungen ein¹¹⁷.

b) Für *Vorsorgeeinrichtungen* schreibt der Verordnungsgeber seit dem 1. Januar 2002 vor:

«Die Vorsorgeeinrichtung stellt Regeln auf, die bei der Ausübung ihrer Aktionärsrechte zur Anwendung gelangen»¹¹⁸.

Interessant ist die Entstehungsgeschichte dieser Bestimmung. Der Verordnungsgeber ging davon aus, dass die Rechte, die den Vorsorgeeinrichtungen als Aktionärinnen zustehen, «eine zentrale Rolle» spielen¹¹⁹. Diskutiert wurden im Vorfeld der heute geltenden Ordnung verschiedene Möglichkeiten, diesem Umstand Rechnung zu tragen, von der Beibehaltung des Status quo (freies Ermessen einer jeden Vorsorgeeinrichtung betreffend die Stimmrechtsausübung, ohne generelle Regelungspflicht) über die Pflicht zur Begründung einer Nichtausübung des Stimmrechts im konkreten Fall bis hin zum Auftrag, systematisch bei allen Generalversammlungen mitzuwirken und zu allen Anträgen zu stimmen. Man entschied sich schliesslich für eine «sehr moderate Weiterentwicklung des Status quo»¹²⁰, nämlich für die Pflicht zu einer generellen Regelung der Stimmrechtsausübung, was immerhin dazu zwingt, sich mit dieser Frage auseinander zu setzen. Damit wurde – aus Sicht des Verfassers zu Recht – weniger weit gegangen als etwa in den USA, wo die Pensionskassen seit einem Jahrzehnt verpflichtet sind, ihre Stimmrechte auszuüben¹²¹. Die Schweizer Ordnung

¹¹⁶ Art. 36 Abs. 2 lit. b AFG.

¹¹⁷ In der Literatur erhofft man sich, dass durch die anstehende Totalrevision des Gesetzes die widersprüchliche Haltung des Gesetzgebers zumindest teilweise korrigiert wird, vgl. SPILLMANN (Fn. 4) 143.

¹¹⁸ Art. 49a BVV 2, am 14. November 2001 beschlossener zweiter Absatz. Vgl. dazu etwa SCHILLER (Fn. 4) passim sowie KÜNZLE (Fn. 4) 421 f.

¹¹⁹ Vgl. Mitteilungen über die berufliche Vorsorge (hrsg. vom Bundesamt für Sozialversicherungen) Nr. 59 vom 10. Dezember 2001, 4.

¹²⁰ Vgl. OLGATI/KINDLER (Fn. 4) 1068.

¹²¹ Dazu KÜNZLE (Fn. 4) 422 f.

zeigte aber – das bestätigt die Praxis – durchaus Wirkung, indem das Bewusstsein, über Mitwirkungsrechte zu verfügen, bei den Pensionskassen verstärkt und oft auch erst geschaffen worden ist¹²².

Nach geltendem Recht können Vorsorgeeinrichtungen also auf die Wahrnehmung der Stimmrechte verzichten, sie können generell (und allenfalls mit Ausnahmen in Einzelfällen) den Anträgen des Verwaltungsrates folgen oder sie können ihr Stimmrecht aufgrund individueller Willensbildung im Einzelfall ausüben¹²³. Priorität hat aber – daran hat der Gesetzgeber nie gerüttelt – das Ziel, den Verpflichtungen gegenüber den Destinatären stets nachkommen zu können¹²⁴. Stets stand auch fest, dass «die primäre Aufgabe der Vorsorgeeinrichtungen [...] nach wie vor in der Erreichung des Vorsorgeziels und nicht in der Unternehmensführung zu sehen sein wird»¹²⁵.

c) Dem *Ausgleichsfonds der AHV*¹²⁶ wird seit Anfang 1997 – d.h. seit Inkrafttreten der 10. Revision des AHVG – aufgrund des geänderten Wortlauts von Art. 108 Abs. 1 AHVG der Erwerb von Aktien an schweizerischen Gesellschaften «in begrenztem Rahmen» ermöglicht^{127, 128}. Aus dieser Erwerbsberechtigung wird die Zulässigkeit der

¹²² Transparenz wird freilich nur dann hergestellt, wenn Vorsorgeeinrichtungen ihre Stimpolitik bekannt geben, wozu sie der Gesetzgeber nicht zwingt.

¹²³ Ob ihnen dabei, wie dies SCHILLER (Fn. 4) 37 annimmt, unterschiedliche «politische Ausrichtungen» zur Verfügung stehen – nämlich neben der Wahrung der ökonomischen Interessenvertretung auch der Einsatz für gute Governance, die aktive Förderung einer nachhaltigen und sozialen Unternehmenspolitik oder gar einer gerechteren Weltordnung –, kann freilich mit Fug bezweifelt werden: Ohne ein entsprechendes Mandat der wirtschaftlich Berechtigten haben sich Vorsorgeeinrichtungen an der (*langfristigen*) Optimierung des Ertrages zu orientieren, was zwar den Einsatz für eine gute Governance, für Nachhaltigkeit und eine soziale Unternehmenspolitik rechtfertigen mag, kaum aber das generelle Engagement für Gerechtigkeit in der Welt.

¹²⁴ Vgl. Art. 65 Abs. 1 BVG, wonach Vorsorgeeinrichtungen jederzeit Sicherheit dafür bieten müssen, dass sie die übernommenen Verpflichtungen erfüllen können, sodann auch die ausgewogene – Sicherheit, Ertrag, Risikostreuung und Liquidität erwähnende – Formulierung der Zielsetzung des Asset Managements in Art. 71 Abs. 1 BVG.

¹²⁵ OLGATI/KINDLER (Fn. 4) 1068.

¹²⁶ Vgl. Art. 107 ff. des BG über die Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHVG) vom 20. Dezember 1946 (SR 831.10).

¹²⁷ Zu den gesetzgeberischen Motiven des vormaligen Verbotes vgl. etwa die Botschaft zu einer Änderung des BG über die Alters- und Hinterlassenenversicherung (Neuausrichtung der Anlagevorschriften der AHV) vom 5. Juni 2000, BBl 2000 3971 ff.

¹²⁸ Durch BG vom 6. Oktober 2000 wurde diese Bestimmung per 1. Februar 2001 erneut revidiert mit dem Ziel, dem Ausgleichsfonds auch Anlagen in ausländische Aktien zu ermöglichen, vgl. AS 2001 292 f. und Botschaft 2000 (Fn. 127) 3973 ff.

Stimmrechtsausübung abgeleitet, und die Stimmrechte werden grundsätzlich auch ausgeübt¹²⁹.

d) *Investmentgesellschaften* unterstehen, sieht man von zusätzlichen Informationspflichten aufgrund der Kotierungsvorschriften ab, ausschliesslich dem Aktienrecht. Damit ist Art. 717 Abs. 1 OR massgebend, wonach die Mitglieder des Verwaltungsrates «ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt erfüllen und die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren» müssen. Da es – andere statutarisch explizit vorgesehene Zielsetzungen vorbehalten – Aufgabe einer Aktiengesellschaft ist, wirtschaftliche Ziele zu verfolgen und den Ertrag zu optimieren¹³⁰, entscheidet sich die Frage, ob Mitwirkungsrechte ausgeübt werden sollen oder nicht, danach, ob durch deren Ausübung Mehrwert für die Aktionäre der Investmentgesellschaft geschaffen werden kann. In der Regel wird diese Frage positiv oder zumindest neutral zu beurteilen sein – dann wird man die Aktionärsrechte wahrnehmen. Ist dagegen zu erwarten, dass der (langfristige) Nutzen kleiner ist als es die Kosten einer Stimmrechtsausübung sind, ist auf eine aktive Aktionärsstellung zu verzichten und ausschliesslich eine Exit-Strategie zu verfolgen.

e) Der Vollständigkeit halber sei noch erwähnt, dass das Versicherungsaufsichtsgesetz¹³¹ keine spezifische Regelung betreffend die Ausübung von Aktionärsrechten durch die unterstellten *Privatversicherungen* enthält. Diese sind damit frei im Entscheid darüber, ob sie die ihnen aufgrund ihrer Beteiligungen zustehenden Stimmrechte wahrnehmen wollen oder nicht¹³², bzw. sie haben diesen Entscheid im wohlverstandenen Interesse ihrer Aktionäre zu treffen. Der beherrschenden Stellung in einem Unternehmen steht auch bei den Privatversicherungen – wie bei den Effektenfonds – die Diversifikationspflicht¹³³ entgegen.

¹²⁹ Vorn bei Fn. 46.

¹³⁰ Art. 620 Abs. 3 OR.

¹³¹ BG betreffend die Aufsicht über die privaten Versicherungseinrichtungen (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG) vom 23. Juni 1978 (SR 961.01).

¹³² Vgl. OLGIATI/KINDLER (Fn. 4) 1070.

¹³³ Dazu Art. 23 ff. der Lebensversicherungsverordnung (LeVV) vom 29. November 1993 (SR 961.611) und Art. 15 ff. der Schadenversicherungsverordnung (SchVV) vom 8. September 1993 (SR 961.711).

f) Ein Rundgang durch den Garten des Gesetzgebers vermittelt somit ein uneinheitliches, ja *widersprüchliches Bild*¹³⁴. Es fehlt der «Gesamtblick des Gesetzgebers»¹³⁵, was zu konträren Resultaten selbst in Erlassen führt, die etwa zur gleichen Zeit diskutiert wurden: «So sah der Bundesrat einerseits im Rahmen der Revision der AFV im Jahr 2001 keinen Anlass, den die Mitwirkungsrechte der Effektenfonds unnötig einschränkenden Art. 39 AFV einer Überprüfung unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten zu unterziehen. Andererseits hat er als Verordnungsgeber in der BVV 2 praktisch zur gleichen Zeit für die Vorsorgeeinrichtungen einen ersten Schritt zu einer aktiveren Rolle [...] im Rahmen der Corporate Governance [...] unternommen»¹³⁶.

Die Tendenz geht – sekundiert durch die Lehre¹³⁷ – allerdings in Richtung einer stärkeren Wahrnehmung der Mitwirkungsrechte. Insofern findet, wie erwähnt, zurzeit ein Wandel in den herrschenden Ansichten statt¹³⁸, der sich beispielsweise im Bereich der Anlagefonds in der Praxis der Aufsichtsbehörde spiegelt und der in künftigen Erlassen – etwa bei der Ablösung des geltenden AFG durch ein im Anwendungsbereich weiter gefasstes künftiges Kollektivanlagegesetz¹³⁹ – seinen Niederschlag finden dürfte.

Doch wird eine *Grenze nie überschritten*: Kein Erlass verpflichtet Institutionelle zu einer aktiven Wahrnehmung der Stimmrechte. Vielmehr besteht eine – implizite, gelegentlich aber auch vom Normgeber ausdrücklich geäusserte – *unité de doctrine* darüber, dass es letztlich

¹³⁴ So im Ergebnis auch OLGIATI/KINDLER (Fn. 4) 1070; SPILLMANN (Fn. 4) 287 ff. und andere.

¹³⁵ SPILLMANN (Fn. 4) 291.

¹³⁶ OLGIATI/KINDLER (Fn. 4) 1070.

¹³⁷ Vgl. statt aller neuestens SPILLMANN (Fn. 4) und HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4); ferner auch etwa OLGIATI/KINDLER (Fn. 4).

¹³⁸ Vgl. etwa HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 516.

¹³⁹ Eine vom Vorsteher des Eidg. Finanzdepartementes eingesetzte Expertenkommission unter dem Vorsitz des Verfassers und eine Arbeitsgruppe zur Erarbeitung steuerrechtlicher Vorschläge, geleitet von Xavier Oberson, legten im März 2003 einen Gesetzesentwurf vor, in welchem eine Totalrevision des Anlagefondsgesetzes und die Erweiterung der Spezialgesetzgebung auch auf gesellschaftsrechtliche Formen der kollektiven Kapitalanlage (daher die neue Bezeichnung «BG über die kollektiven Kapitalanlagen [KAG]») vorgeschlagen werden. Der Entwurf ist im Allgemeinen gut aufgenommen worden. Auf das dritte Quartal 2005 will der Bundesrat eine Botschaft ausarbeiten lassen (vgl. NZZ vom 4./5. Dezember 2004, 33), so dass die parlamentarische Beratung 2006 erfolgen und das Gesetz 2007 in Kraft treten könnte.

darauf ankommt, wie den Interessen der wirtschaftlich Berechtigten am besten gedient ist. Wo diese Interessen eine ausschliessliche Exit-Strategie für angezeigt erscheinen lassen, sind Institutionelle nicht gehalten, Mitwirkungsrechte wahrzunehmen. Doch geht die Vermutung mehr und mehr dahin, dass diese Konstellation eher die Ausnahme als die Regel sein dürfte. Dieses Ergebnis entspricht auch der Ansicht des Verfassers.

3. Selbstregulierung

In neueren Dokumenten privater Normsetzung zeigt sich ebenfalls eine Tendenz hin zu Voice bzw. zumindest ein diesbezüglich geschärftes Bewusstsein:

a) Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance¹⁴⁰ sieht zwar keinerlei Pflicht der Aktionäre vor, von ihren Mitwirkungsrechten Gebrauch zu machen. Doch wird aus der Gesamtordnung des Kodex und insbesondere der expliziten Verankerung des Bestrebens, «den Aktionären die Ausübung ihrer gesetzlichen Rechte zu erleichtern»¹⁴¹, klar, dass der Kodex einer Geltendmachung der Aktionärsrechte positiv gegenübersteht. NOBEL¹⁴² sieht darin eine «einladende Geste in Richtung Aktionäre, ihre Rechte auszunutzen». Hieraus und aus der Stimmkraft der Institutionellen zu folgern, dass diese «mitverantwortlich werden und dafür sorgen müssen, dass die Unternehmen die Prinzipien des Swiss Code beachten»¹⁴³, bzw. von ihnen erwartet werden darf, dass sie das Stimmrecht ausüben¹⁴⁴, geht m.E. jedoch zu weit.

b) Die von der Swiss Funds Association, der Landesorganisation der Fondswirtschaft, erlassenen «Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft» vom 30. August 2000 sehen vor, dass die Fondsleitun-

¹⁴⁰ Economiesuisse (Hrsg.), vom 25. März 2002, in Kraft seit 1. Juli 2002 (zit. Swiss Code).

¹⁴¹ Ziff. 2 des Swiss Code.

¹⁴² PETER NOBEL, Corporate Governance und Aktienrecht. Bedeutung für KMU?, in: Hans Caspar von der Crone/Rolf H. Weber/Roger Zäch/Dieter Zobl (Hrsg.), Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht. Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, 325 ff., 341.

¹⁴³ KÜNZLE (Fn. 4) 434.

¹⁴⁴ OLGATI/KINDLER (Fn. 4) 1070.

gen bei Traktanden, welche die Interessen der Anleger nachhaltig tangieren könnten, das Stimmrecht ausüben oder weisungsgebunden ausüben lassen sollen¹⁴⁵. FISCHER¹⁴⁶ bedauert, dass der Leitfaden für Routinegeschäfte die Möglichkeit einer generellen Stimmenthaltung einräumt¹⁴⁷. Dem ist hinzuzufügen, dass sich die Stimmenthaltung – was oft übersehen wird – keineswegs wie ein passives Verhalten auswirkt, sondern wie eine Neinstimme¹⁴⁸. Stimmenthaltungen sollten daher in der Tat vermieden werden; wer nicht Einfluss nehmen will, sollte sich gänzlich passiv verhalten und an Abstimmungen gar nicht erst teilnehmen – auch nicht mit «Enthaltung»¹⁴⁹.

c) Dokumente der Selbstregulierung stehen folglich der Ausübung der Stimmrechte durch Institutionelle positiv gegenüber. Eine eigentliche Stimmpflicht dagegen wird nur für Situationen statuiert, in denen die Abstimmung im Interesse der eigenen wirtschaftlich Berechtigten geboten ist.

VI. Das «Agency»-Problem der Institutionellen

a) Über die sog. «Agency»-Problematik in Publikumsgesellschaften ist in jüngerer Zeit auch in der Schweiz (wieder) viel geschrieben worden¹⁵⁰. Die Aktionäre als Eigentümer («Principals») haben in der Pu-

¹⁴⁵ Art. 14 Abs. 3 der «Verhaltensregeln» (Fn. 111); vgl. dazu auch die Erläuterungen zu Art. 14 im «Leitfaden zur Umsetzung» der Verhaltensregeln vom 9. Mai 2001, 18, wonach die Interessen der Anleger namentlich bei Fusionen, Übernahmen, Reorganisationen, Veräusserung von Teilbereichen und Änderungen in der Kapital- und Stimmrechtsstruktur von Unternehmen nachhaltig tangiert werden.

¹⁴⁶ Fn. 4.

¹⁴⁷ Erläuterungen zu Art. 14 im «Leitfaden» (Fn. 145) 18.

¹⁴⁸ Gemäss Art. 703 OR – eine dispositive Bestimmung, die von Publikumsgesellschaften fast ausnahmslos stillschweigend akzeptiert worden ist – fasst die Generalversammlung ihre Beschlüsse und vollzieht ihre Wahlen mit der «absoluten (!) Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen», was bedeutet, dass sich *Stimmenthaltungen gleich wie Neinstimmen* auswirken. Aus der stillschweigenden Zustimmung wird damit eine ebenso stillschweigende und meist ungewollte Ablehnung, die im Einzelfall ein Routinetraktandum zu Fall bringen könnte.

¹⁴⁹ Dem Vernehmen nach übt auch «Ethos» (Fn. 15) Stimmenthaltung in Fällen, in denen nicht opponiert werden soll. Dies verfälscht das Abstimmungsergebnis.

¹⁵⁰ Grundlegend hierzu ist der Klassiker von ADOLF A. BERLE/GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932. Für die Schweiz vgl.

blikumsgesellschaft die Geschäftsführung an «Agents» (die Mitglieder des Verwaltungsrates und des Managements) delegiert, und sie müssen dies zwangsläufig tun. Die Interessen der «Agents» aber stimmen nicht unbedingt mit denen der «Principals» überein, und es besteht die Gefahr, dass die «Agents» als Mandatierte den Grundauftrag aller Beauftragten, ausschliesslich die Interessen des Auftraggebers zu verfolgen¹⁵¹, missachten und stattdessen ihre eigene Agenda betreiben.

b) In neuerer Zeit ist das Bewusstsein dafür gewachsen, dass ein solches «Agency»-Problem auch bei den Institutionellen besteht. Weil diese Gelder Dritter verwalten, «kann sich die «Agency»-Problematik von der börsenkotierten Gesellschaft auf die Ebene ihrer Aktionäre und deren interne Vertretungsverhältnisse verlagern»¹⁵². Daraus ergibt sich ein Legitimationsproblem hinsichtlich des Leitungsgremiums institutioneller Anleger¹⁵³.

Auf politischer Ebene ist diese Problematik von der Industrieholding¹⁵⁴ angesprochen worden: «Institutionelle Investoren [...] üben Aktionärsrechte aus, ohne dass de lege lata die hinter ihnen stehenden wirtschaftlich Berechtigten [...] sich darüber aussprechen können, ob und wie diese Aktionärsrechte wahrgenommen werden sollen.» Es sei daher «vordringlich, sich mit dieser Problematik zu befassen».

Im Bereich der Selbstregulierung thematisiert der Swiss Code die Frage, indem in Ziff. I. 3. Lemma postuliert wird:

«Institutionelle Anleger, Nominees und andere Intermediäre, die im eigenen Namen Aktionärsrechte ausüben, sorgen soweit möglich dafür, dass die wirtschaftlich Berechtigten Einfluss darauf nehmen können, wie diese Aktionärsrechte wahrgenommen werden.»

c) Das Ziel, so gut als möglich für eine im Sinne der wirtschaftlich Berechtigten repräsentative Ausübung der Mitwirkungsrechte zu sorgen,

statt aller: PETER BÖCKLI, Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen, ST 74 (2000) Heft 3, 133 ff., 134; GUY MUSTAKI/VALÉRIE ENGAMMARE, L'audit juridique des sociétés: le point sur le Corporate Governance, ZSR 121 (2002) I 243 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 119 (2000) II 239 ff., 241 ff.; ROLF H. WEBER, Insider v. Outsider in Corporate Governance, Symposium Meier-Hayoz, Zürich 2002, 81 ff., 85 f.

¹⁵¹ Vgl. Art. 398 OR.

¹⁵² HOFSTETTER (Fn. 113) 51 (Hervorhebungen durch Verfasser).

¹⁵³ Dazu auch etwa RUFFNER (Fn. 4) 239 und SPILLMANN (Fn. 4) 104, 201 ff.

¹⁵⁴ Vgl. Fn. 113.

ist unbestritten. Bezüglich der Umsetzung herrscht dagegen Ratlosigkeit, und sie kann auch nicht für alle Institutionellen in gleicher Weise erfolgen. Aus dem Strauss von Anregungen seien die folgenden Vorschläge erwähnt:

Wünschenswert wäre die Befragung der wirtschaftlich Berechtigten¹⁵⁵. Eine solche wurde im Vorfeld der Einführung des Swiss Code für bestimmte Fälle¹⁵⁶ diskutiert, aber schliesslich abgelehnt – nicht zuletzt deshalb, weil ein Zusammenhang zwischen Aktionärsaktivismus und «Added Value» bei den Gesellschaften nicht nachgewiesen werden konnte¹⁵⁷. De lege ferenda wird eine Umsetzung «in Anlehnung an bestehende Stimmrechtsvertretungsregeln» für praktikabel gehalten¹⁵⁸. Unter geltendem Recht dürfte ein Instruktionsverfahren mit Einbezug der wirtschaftlich Berechtigten aber kaum realisierbar sein¹⁵⁹; in Betracht käme höchstens die Einholung genereller Weisungen. Umso wichtiger ist es, dass die Willensbildung durch das oberste Leitungsorgan eines institutionellen Investors selbst erfolgt und keinesfalls an den Geschäftsführer delegiert wird¹⁶⁰. Innerhalb des Leitungsorgans kann allenfalls ein Ausschuss gebildet werden, in welchem die wirtschaftlich Berechtigten repräsentativ vertreten sind¹⁶¹.

¹⁵⁵ Zu Gründen für und gegen eine Abstimmung unter den wirtschaftlich Berechtigten am Beispiel der Pensionskassen vgl. SPILLMANN (Fn. 4) 103 ff.

¹⁵⁶ Nämlich dann, wenn der Investor gewisse Prozentlimiten überschreitet und beabsichtigt, nicht im Sinne des Verwaltungsrates der betroffenen Gesellschaft zu stimmen.

¹⁵⁷ Vgl. KÜNZLE (Fn. 4) 434; SPILLMANN (Fn. 4) 247 f.

¹⁵⁸ So von der Industrieholding (Fn. 114). M.E. ist diesbezüglich Skepsis angebracht, und es ist daran zu erinnern, dass sich die liebevolle Regelung des Depotstimmrechts im revidierten Aktienrecht als Flop erwiesen hat, vgl. den Hinweis vorn in Fn. 35.

¹⁵⁹ OLGATI/KINDLER (Fn. 4) 1070 bezeichnen ein solches Vorhaben «als sehr ambitiös», was noch ein Euphemismus sein dürfte.

¹⁶⁰ Vgl. WEBER (Fn. 4) 140, der darauf hinweist, dass die Versicherten zumindest bei autonomen und halbautonomen Pensionskassen über ihre Vertreter im Stiftungsrat Einfluss nehmen können; sodann OLGATI/KINDLER (Fn. 4) 1068. SCHILLER (Fn. 4) 38 verlangt im Falle der aktiven Wahrnehmung von Stimmrechten, dass das paritätische Organ entsprechend informiert wird, was m.E. nicht genügt.

¹⁶¹ Vgl. die Regelung des AHV-Ausgleichsfonds (Fn. 46): Über das jeweilige Abstimmungsverhalten entscheidet auf Antrag der Geschäftsleitung ein Ausschuss von drei Mitgliedern.

Erforderlich ist auf jeden Fall Transparenz. Hierzu gehört, dass das Stimmverhalten offen gelegt wird^{162, 163}. Der Vorhersehbarkeit dienlich ist es, wenn die Kriterien, nach welchen über den Einsatz der Stimmrechte entschieden wird, im Voraus bekannt gegeben werden¹⁶⁴.

Besteht ausreichende Transparenz, dann mag man auf eine wirksame Kontrolle durch den Markt vertrauen, allerdings nur bei denjenigen Institutionellen, die von den wirtschaftlich Berechtigten frei gewählt werden können¹⁶⁵.

VII. Ergebnisse und Postulate

Aus den vorstehenden Ausführungen ergeben sich vier Folgerungen:

1. Entscheidendes Kriterium: die Interessen der wirtschaftlich Berechtigten

Institutionelle Investoren haben die Interessen der an ihnen wirtschaftlich Berechtigten wahrzunehmen. Nach diesem – und nur nach diesem – Kriterium ist zu entscheiden, ob auf der Schiene Exit oder Voice gefahren werden soll.

Daher wäre es verfehlt, Institutionelle zu verpflichten, ihre Stimmkraft aufgrund «sozialer» Verantwortung einzusetzen oder an der Willensbildung von Publikumsgesellschaften teilzunehmen, um repräsentative Abstimmungs- und Wahlergebnisse sicherzustellen. Wohl mag es für eine Pensionskasse Sinn machen, auch soziale Aspekte zu be-

¹⁶² Offenbar weigert sich die DWS, die Fondsgesellschaft der Deutschen Bank, dies zu tun, vgl. NZZ vom 16. August 2004, 18.

¹⁶³ Für einen Ausbau der Transparenz im Wege der Selbstregulierung HOFSTETTER, FS Zobl (Fn. 4) 522.

¹⁶⁴ Mustergültig hiefür der AHV-Ausgleichsfonds, vgl. Fn. 46. Solche Regeln dürfen freilich nicht stur befolgt werden, sondern es muss möglich sein, von ihnen situativ abzuweichen. So kann es etwa geboten sein, vom im Grundsatz richtigen Postulat einer Trennung der Funktionen von Verwaltungsratspräsident und CEO Ausnahmen zu machen, etwa dann, wenn sich eine Gesellschaft in der Krise befindet und Sondervollmachten in einer Hand nötig sind, oder auch, wenn die Personalunion nur für eine Übergangszeit gedacht ist.

¹⁶⁵ Dies ist etwa bei Anlagefonds der Fall, nicht aber bei Vorsorgeeinrichtungen.

achten. Dies geschieht aber im eigenen Interesse der Kasse bzw. *im Interesse der an ihr wirtschaftlich Berechtigten*, auch wenn das Resultat weiteren Kreisen und hoffentlich der Volkswirtschaft insgesamt nützen mag.

2. Erleichterung der Stimmrechtsausübung, aber keine Stimmpflicht

Aktive institutionelle Aktionäre sind für eine Gesellschaft und deren «Stakeholder» in der Regel von Vorteil, jedenfalls dann, wenn sie ihren Willen aufgrund eines langfristigen Anlagehorizontes bilden.

Es ist daher sinnvoll, durch gesetzliche Ordnung, private Regelwerke und gesellschaftsinterne Ausgestaltung die Ausübung der Mitwirkungsrechte durch Institutionelle zu erleichtern. Aber: Ihre Mitwirkung ist zu *fördern*, nicht dagegen zwingend zu *fordern*. Vielmehr gilt für sie, was für alle Aktionäre gilt: Sind die Aktien einmal liberiert, haben sie keine weiteren Verpflichtungen¹⁶⁶. Die Institutionellen müssen frei entscheiden können, was ihnen bzw. den am von ihnen verwalteten Vermögen wirtschaftlich Berechtigten frommt¹⁶⁷.

3. Beachtung der Regeln guter Governance auch bei den Institutionellen selbst

Das «Agency»-Problem, das sich aus dem Spannungsfeld zwischen Kapitalgebern und Organen ergibt, muss auch bei Institutionellen durch eine gute Governance überbrückt oder zumindest gemildert werden. Daraus ergibt sich die Forderung nach einer möglichst *repräsentativen Willensbildung* unter Einbezug der wirtschaftlich Berechtigten oder ihrer direkten Vertreter und ferner auch das Postulat grösstmöglicher *Transparenz*.

¹⁶⁶ Art. 680 Abs. 1 OR. Eine Ausnahme bilden die – hier nicht interessierenden – börsenrechtlichen Melde- und Angebotspflichten.

¹⁶⁷ A.M. MARKUS RUFFNER in einer St. Galler Austrittsverlesung vom 26. Oktober 2004, die voraussichtlich in der SJZ veröffentlicht wird: Nach RUFFNER sollte der Staat die institutionellen Investoren einer Stimmpflicht unterwerfen. Diese Ansicht verkennt, dass institutionelle Investoren die Interessen ihrer eigenen Stakeholder wahrzunehmen und ausschliesslich aus dieser Optik zu entscheiden haben, ob die Ausübung der aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte Sinn macht.

4. Voice und Exit – komplementäre und nicht alternative Strategien

Schliesslich: Zwischen Voice und Exit gibt es kein Entweder-oder, sondern beide Möglichkeiten ergänzen sich:

Solange eine Beteiligung gehalten wird, dürfte es sich in der Regel empfehlen, durch Geltendmachung der Mitwirkungsrechte auf die in der Generalversammlung zu treffenden Grundsatzentscheide sowie die Bestellung der Organe einzuwirken. Sinnvoll wird dies freilich nur dann sein, wenn im Grundsatz Übereinstimmung mit der vom Verwaltungsrat bestimmten Strategie und der darauf basierenden Politik und Praxis der Geschäftsleitung besteht. Ist dies nicht (mehr) der Fall und kann zudem auf eine Umbesetzung der Leitungsorgane nicht wirksam Einfluss genommen werden, dann bleibt der Ausstieg. Also: Exit *und* Voice, nicht Exit *oder* Voice!

Norm und Wirkung

5/2932

**Beiträge zum Privat- und Wirtschaftsrecht
aus heutiger und historischer Perspektive**

Bxa
2251

**Festschrift für Wolfgang Wiegand
zum 65. Geburtstag**

Herausgegeben von:

EUGEN BUCHER
CLAUS-WILHELM CANARIS
HEINRICH HONSELL
THOMAS KOLLER

Redaktion:

CHRISTIANE BOHNY
MARCEL BRÜLHART
MARTIN IMMENHAUSER
JÜRG WICHTERMANN



Stämpfli Verlag AG Bern · 2005



Verlag C.H. Beck München · 2005