

Corporate Governance: Wer ist der Governor?

Stimmrechtsberatung als Folge und Katalysator eines Paradigmenwechsels

Von Dr. iur. Dieter Gericke und lic. iur. Olivier Baum

In the AGM season 2014, during which many Swiss listed companies adjusted their articles of incorporation to comply with new say-on-pay regulations, the influence of proxy advisors on decision taking came to public attention. Proxy advisors' views on favorable say-on-pay regimes were not aligned with the relevant regulations and led, in some instances, "out of the blue" to rejections of fully compliant regimes. The influence of proxy advisors is, however, no new development. Rather, while corporate law is still based on the idea that shareholders meet, get informed, discuss, decide and then vote (principle of immediacy), in reality, there has been a shift in paradigm in the way decision-taking on the level of the shareholders' meeting evolves. Voting decisions are taken well before the shareholders' meeting and the decision takers ("governors") are increasingly less those who bear the risk of the relevant share investment, but rather asset managers who delegate substantive decision taking to proxy advisors. As most beneficial owners would be best served if no money would be spent by their intermediaries on voting

(which is reflected by the fact that there is an inverse market for voting rights), the principal-agent theory does not offer solutions to this dilemma. In addition, traditional share ownership disclosure regimes are not designed to reveal the factual voting power of proxy advisors and, according to a recent Federal Supreme Court decision, asset managers are carved out from disclosure of their voting power, too. The article discusses the reasons for this development and possible means to address some of the adverse consequences, such as lack of transparency. It would, however, not be prudent to believe that these developments can be undone. Rather, they have, inter alia, been initiated or accelerated by regulatory goals and developments over the last years. In order to realign corporate processes with reality, a fundamental change of corporate procedures, allowing for an open discussion with equal information and transparency for all shareholders prior to the formal decision taking will be necessary. That would bring Swiss corporate law governance procedures closer to a proxy system.

Inhaltsübersicht

I. Einleitung

II. Analyse des Phänomens

1. **Entfremdung der faktischen von der rechtlichen Corporate Governance – Ein Paradigmenwechsel**
2. **Ursachenforschung**
 - 2.1 Auseinanderfallen von wirtschaftlicher Berechtigung und Kontrolle
 - 2.2 Mangelndes Interesse an der Willensbildung
 - 2.3 Verlust der Unmittelbarkeit

III. Stimmrechtsberatung: Teil des Problems oder Teil der Lösung?

1. **Die Rolle externer Stimmrechtsberater**
 - 1.1 Dienstleistungen
 - 1.2 Anbieter
 - 1.3 Kritikpunkte
 - 1.3.1 Methodologie
 - 1.3.2 Unabhängigkeit
2. **Problemkreise im Zusammenspiel mit institutionellen Investoren**
 - 2.1 Prinzipal-Agent-Theorie am Ende ihres Lateins
 - 2.2 Unreflektierte Übernahme der Empfehlungen externer Stimmrechtsberater
 - 2.3 Akzentuierung durch Stimmpflicht

- 2.4 Herdenverhalten
- 2.5 Koordinationsfunktion und Machtballung

3. Fazit

- 3.1 Stimmrechtsberater als «Governor»?
- 3.2 Relevanz für die Corporate Governance
 - 3.2.1 Aus Sicht der Gesellschaft und ihrer Stakeholder
 - 3.2.2 Aus volkswirtschaftlicher Sicht

IV. Mögliche Massnahmen

1. Verbesserung der Transparenz

- 1.1 Offenlegung und Eindämmung der Machtballung
- 1.2 Offenlegung des Beurteilungsmassstabs
- 1.3 Offenlegung der Empfehlungen von Stimmrechtsberatern
- 1.4 Offenlegung des Stimmverhaltens institutioneller Investoren

2. Gleichlauf von Macht und Verantwortung

- 2.1 Eindämmung der Standardberatung/Gehör der Gesellschaft
- 2.2 Haftungsnormen
- 2.3 Eindämmung von Interessenkonflikten
 - 2.3.1 Verbot der gleichzeitigen Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung
 - 2.3.2 Interessenbindungen
 - 2.3.3 Verbot des Ausnützens der Stimmenmacht

3. Anpassung des Systems der Willensbildung an die Realität

- 3.1 Vorverlagerung der Willensbildung vor die Generalversammlung – Proxysystem
- 3.2 Freiheit der Aktionäre hochhalten

V. Würdigung

VI. Literaturverzeichnis

I. Einleitung

In der jüngsten Vergangenheit wurde der Einfluss von Nichtaktionären auf die gesellschaftsinterne Willensbildung verschiedentlich augenscheinlich. So scheiterte an der ordentlichen Generalversammlung des Winterthurer Industriekonzerns Sulzer 2014 trotz Zustimmung des Grossaktionärs die Statutenänderung zur Umsetzung der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV),¹ oder es wurde der Vergütungsbericht der ABB in einer konsultativen Abstimmung nur knapp (51%) genehmigt.² Grund dafür war das Zusammenwirken von Vermögens-/Fondsverwaltern mit Stimmrechtsberatern (sog. *proxy advisors*). Dabei handelt es sich nicht um Einzelfälle und auch nicht um ein neues Phänomen, doch wurde die Problematik im Zusammenhang mit den VegüV-Abstimmungen teils transparent, da die Stimmrechtsberater ihren Fokus nicht primär auf die Konformität mit der VegüV richteten, sondern eigene Agenden verfolgten, die weder von Art. 95 Abs. 3 BV noch von der VegüV vorgeschrieben sind.³ Es stellt sich deshalb die Frage, wer die Willensbildung eigentlich bestimmt, mithin wer der Governor in der Corporate Governance ist? Sind es die Aktionäre, die «endlich» Gehör finden, sind es die Pensionskassen, die «ihre Rolle» wahrnehmen oder sind es die externen Stimm-

rechtsberater, welche – beauftragt durch Vermögensverwalter – das Sagen übernommen haben? Eng damit verbunden ist die Frage, wann und in welchem Verfahren die Willensbildung erfolgt bzw. erfolgen soll.

II. Analyse des Phänomens

1. Entfremdung der faktischen von der rechtlichen Corporate Governance – Ein Paradigmenwechsel

Der Begriff der Corporate Governance ist zu einem Dauerbrenner der aktienrechtlichen Diskussion der letzten zwanzig Jahre geworden, wobei die darunter verstandenen Themenkreise mannigfaltig sind. Im Kern geht es um die Strukturierung der Unternehmensführung im Sinne von *checks & balances*, sowohl intern zwischen dem Aktionariat und dem Verwaltungsrat bzw. dem Management wie extern gegenüber dem Kapitalmarkt und weiteren Stakeholdern.⁴ Dabei wurde die rechtliche und v.a. auch rechtspolitische Diskussion in der Vergangenheit stark aus dem Blickwinkel der Publikumsaktionäre geführt mit dem Prinzipal-Agent-Problem im Fokus.⁵

Weniger Beachtung fand die Thematik dagegen aus einer objektiven Gesellschafts- oder gar volkswirtschaftlichen Warte: Funktioniert das System der (schweizerischen, aktienrechtlich geprägten) Corporate Governance tatsächlich, und wessen Willen wird dabei umgesetzt? Entspricht der Output des Systems dem Plan und führt er zu volkswirtschaftlichem Nutzen? Indessen drängt genau diese Analyse: Ob schon sich ein Aktionär Gehör verschaffen und gestalten wirken kann, wenn er will, hat er oft gute Gründe, dies nicht zu tun. Dieses Gestaltungsvakuum wurde in der Vergangenheit teils durch die von den Aktionären gewählte Unternehmensführung gefüllt, d.h. durch Verwaltungsratsanträge, denen im Allgemeinen gefolgt wurde,⁶ heute aber immer bedeutender durch Stimmrechtsberater und Aktionärs-

¹ NZZ vom 22. März 2014, S. 31. Die Statutenänderung stand durchaus im Einklang mit der VegüV.

² Zu diesem Traktandum gaben die Stimmrechtsberater geschlossen eine ablehnende Abstimmungsempfehlung ab, vgl. Tages-Anzeiger vom 3. Mai 2014, S. 42.

³ Als prägnantes Beispiel mag hier das Kernanliegen von Art. 95 Abs. 3 BV dienen, die zwingende verbindliche Abstimmung über die dem Verwaltungsrat und den Geschäftsleitungsmitgliedern von Schweizer Publikumsgesellschaften maximal auszurichtenden Entschädigungen (vgl. Art. 18 VegüV). Gemäss ISS ist die vorgängige verbindliche Abstimmung über den Gesamtentschädigungsrahmen nicht mit dem von ihr favorisierten System des retrospektiven, konsultativen «say-on-pay», vereinbar; vgl. NZZ vom 22. März 2014, S. 31.

⁴ Vgl. etwa Böckli (2000), S. 133; Böckli (2014), S. 349 f.; Forstmoser (2002), S. 19 ff.; Hofstetter (2008B), S. 477; Bühler, S. 125 ff.

⁵ Vgl. z.B. von der Crone, S. 553 ff. sowie hinten III.4.1.

⁶ Wenn man den umstrittenen Demokratiebegriff verwenden möchte – vgl. dazu Vogt, *passim*; Böckli (2013), S. 180 ff.; Watter/Maizar, S. 411 ff. –, war das System daher faktisch näher bei einer indirekten Demokratie.

aktivisten. Dass auch der verfassungsrechtliche Befehl an Pensionskassen, zu gestalten,⁷ dem gesetzlichen Modell der Aktionärsherrschaft keinen Durchbruch verschafft, zeigt sich u.a. daran, dass mit SWIPRA sofort eine spezialisierte Beratungsorganisation in die Bresche gesprungen ist.

Die Organisation einer ultimativ aktionärsgesteuerten Unternehmensführung gestaltet sich insofern schwierig, als das Aktionariat von Publikumsgesellschaften gemeinhin atomisiert ist und wie gelähmt erscheint. Dadurch stellt sich dem Verwaltungsrat das Problem, dass er keinen Gegenpart hat, welcher für ein System von *checks & balances* erforderlich wäre. Der Beizug «unabhängiger» Stimmrechtsberater erscheint aus dem Blickwinkel der Machterhaltung bzw. «zum Schutz der Aktionäre»,⁸ aber auch als Gesprächspartner des Verwaltungsrats daher zunächst attraktiv, doch ist deren Rolle im gesetzlichen Governance-System nicht eingeplant. So sehen sich die Publikumsgesellschaften aktuell mit der Entwicklung konfrontiert, dass eine eigentliche Welle kritischer Empfehlungen externer Berater über sie hereinbricht, welche stets neue und oft widersprüchliche Anforderungen an die Corporate Governance stellen, aber auch auf Sachentscheide Einfluss nehmen.

Problematisch erscheint an dieser Konstellation namentlich, dass es sich aus Sicht der Gesellschaft und des Gesellschaftsrechts um unbeteiligte Drittpersonen handelt.⁹ Anstatt mit ihren Aktionären zu diskutieren, sehen sich Publikumsgesellschaften in Fragen der Ausgestaltung der Corporate Governance und ihrer Wahlgeschäfte und Sachentscheide vielmehr mit Personen konfrontiert, welche – ohne in die Aktiengesellschaft investiert zu sein – mit klaren Forderungen und faktischer Stimmgewalt auftreten.¹⁰

⁷ Vgl. Art. 95 Abs. 3 BV und Art. 22 VegüV.

⁸ So der Wortlaut von Art. 95 Abs. 3 BV.

⁹ Vgl. hinten III.4.

¹⁰ Prägnant dazu hielt *Leo E. Strine Jr.*, Chief Justice des Delaware Supreme Court, 2005 fest: «[P]owerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues like proposed mergers, executive compensation, and poison pills. They do so because the CEOs recognize that *some institutional investors will simply follow ISS's advice rather than do any thinking of their own.*» (Hervorhebung durch die Autoren hinzugefügt); vgl. *Leo E. Strine Jr.*, S. 688.

2. Ursachenforschung

2.1 Auseinanderfallen von wirtschaftlicher Berechtigung und Kontrolle

Ein wichtiges Element für die vorstehend skizzierte Entwicklung bildet der Umstand, dass der Anteil institutioneller Investoren¹¹ im Aktionariat stetig wächst. So hat sich das von institutionellen Investoren verwaltete Vermögen in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt und beträgt allein in der Schweiz 250% des BIP.¹² Die Vermögensanlage durch kollektive Kapitalaufbringung ist dabei für den einzelnen Anleger grundsätzlich mit Vorteilen verbunden: Sie ermöglicht auch bei niedrigem Kapitaleinsatz eine gute Diversifikation, welche das mit einzelnen Anlagen verbundene systematische Risiko reduzieren kann.¹³ Überdies kommt der Anleger in den Genuss einer professionellen Vermögensverwaltung.

Diese Tendenz und die damit verbundene, stetig zunehmende Bedeutung institutioneller Investoren auf dem Aktienkapitalmarkt ist aus Sicht der Corporate Governance nicht unbeachtlich, da mit der Abkehr von direkten hin zu indirekten Investitionen und der damit verbundenen Zwischenschaltung eines Intermediärs eine Strukturänderung mit Bezug auf die Kontrollrechte und -interessen einhergeht. Bei der indirekten Investition über einen Fonds partizipiert der Anleger zwar an der wirtschaftlichen Entwicklung des Gesamtportfolios, ist dabei aber oft nur wirtschaftlich Berechtigter und damit höchstens «materieller Aktionär». Eigentümer der Aktien und damit «formeller Aktionär» ist hingegen das Fondsvehikel, das die einzelnen Beteiligungspapiere bzw. Bucheffekten für sämtliche Anleger kollektiv hält. Das Fondsvehikel verfügt gewöhnlich über keine eigene «Intelligenz», weshalb ein Fondsmanager mit der professionellen Verwaltung und Vermehrung des Fondsvermögens betraut wird. Anlageentscheide sowie die Ausübung sämtlicher dem Fonds gehörender Rechte, einschliesslich Stimmrechte, werden in dieser Konstellation weder vom wirtschaftlich noch

¹¹ Die Bezeichnung «institutioneller Investor» ist ein Sammelbegriff für Investitionsvehikel, welche sich durch die kollektive Anlage von bei verschiedenen Anlegern eingesammeltem Kapital und die professionelle Verwaltung und Bewirtschaftung desselben auszeichnen (vgl. dazu: *Spillmann*, S. 19, sowie aus der ökonomischen Warte: *Wernli*, S. 26 f.).

¹² Vgl. *Çelik/Isaksson*, S. 97 ff.

¹³ Dazu eingehend: *Markowitz*, S. 77 ff.

vom rechtlich Berechtigten getroffen, sondern von einer Drittperson.¹⁴ Dementsprechend zergliedern sich die mit den einzelnen Aktien verbundenen «Rechte» (etwas vereinfacht) auf drei Parteien:

1. den Fonds als rechtlicher Eigentümer der einzelnen Aktien;
2. den Anleger, welcher die mit den Aktien verbundenen wirtschaftlichen Risiken, aber auch Chancen trägt, d.h. «wirtschaftlicher Eigentümer» von Gewinn und Verlust (*beneficial owner*) ist;
3. den Fondsmanager, der das Recht und die Möglichkeit hat, die mit den Aktien verbundenen Mitgliedschafts- und insb. Stimmrechte (im Namen des Fonds) auszuüben.

Es kommt somit zu einer Diskrepanz zwischen wirtschaftlicher Berechtigung und Kontrolle, wobei zwischen der effektiv entscheidenden Person und dem wirtschaftlich Berechtigten eine Vielzahl von Intermediären (Fondsmanager, Investment Advisor, Fund of Fund etc.) dazwischengeschaltet sein können. Je länger diese «Kette» ist, desto geringer ist die Identifikation mit den Interessen der wirtschaftlich berechtigten Person, des «materiellen Aktionärs», ausser dass klare Zielvorgabe die Vermehrung des Fondsvermögens ist. Umgekehrt hat der Anleger weder Möglichkeit noch Interesse, auf das Stimmverhalten Einfluss zu nehmen. Um dieses Vakuum zu füllen, vermarkten sich Stimmrechtsberater, welche parallel zur Entwicklung institutioneller Investoren stetig an Bedeutung gewonnen haben.

Eine Diskrepanz zwischen Stimmkraft und Risikotragung ist auch die Folge gewisser Derivatstrukturen – z.B. der Wertschriftenleihe¹⁵ oder der Erwerb von Put-Optionen (mit Realerfüllung).¹⁶ Dort ist die Problematik aber insofern anders gelagert, als diejenige Person, welche das Stimmrecht ausüben kann, für die Aufhebung oder Limitierung des mit der Beteiligung verbundenen Risikos zunächst eine Prämie bezahlen muss. Überdies ist das (potenzielle) Aus-

einanderfallen von wirtschaftlicher Berechtigung und Kontrolle gegenüber dem Markt offenzulegen (Art. 14 und 15 Abs. 1 BEHV-FINMA). Im Gegensatz dazu liegt die Gestaltung der Stimmrechtsausübung bei institutionellen Investoren in den Händen Dritter, die für dieses «Recht» keine Prämie bezahlen und ihre Macht auch nicht offenlegen müssen.¹⁷ Während sich die Diskussion im Zusammenhang mit den eben erwähnten Transaktionsformen um das Kernthema Stimmenkauf¹⁸ dreht, sehen wir uns heute vielmehr einem *inversen Markt für Stimmrechte* gegenüber: Fondsmanager und Stimmrechtsberater werden für die Kontrollausübung bezahlt, Pensionskassen verfassungsrechtlich dazu verpflichtet.¹⁹

Ein derartiges Vorgehen, bei welchen der Abstimmende kein eigenes wirtschaftliches Interesse am Ergebnis der gesellschaftsinternen Willensbildung hat, wird gemeinhin mit dem Begriff «*empty voting*» umschrieben.²⁰ Dies ist unter dem Gesichtspunkt der Legitimation der von der Generalversammlung getroffenen Beschlüsse heikel, da auf solchem Weg Personen eine Kontrollfunktion zukommt, welche sich nicht durch die mit dem Aktieneigentum verbundene Übernahme des wirtschaftlichen Risikos zur Ausübung derselben «legitimieren».²¹

2.2 Mangelndes Interesse an der Willensbildung

Die durchschnittliche Haltedauer einer Aktie beträgt heute weniger als ein Jahr.²² Viele Aktionäre verfolgen somit keine langfristige Anlagestrategie, sondern sind auf kurzfristige Gewinne aus. Dement-

¹⁴ Art. 31 Abs. 1 i.V.m. Art. 30 lit. d KAG.

¹⁵ Bei der Wertschriftenleihe (*securities lending and borrowing* oder kurz *securities lending*) überlässt der Darleiher dem Borger Effekten, verbunden mit der Vereinbarung, dass der Borger dem Darleiher in einem späteren Zeitpunkt Effekten der nämlichen Gattung und Anzahl zurückzugeben hat; vgl. dazu: *Zobl/Kramer*, Rn. 1277 ff. sowie *Bertschinger*, Band I, *passim*.

¹⁶ Vgl. dazu: *Hull*, S. 195 f.

¹⁷ Das Bundesgericht hat mit dem Entscheid 2C_98/2013 vom 29. Juli 2013, besprochen bei *Gericke/Kuhn*, S. 93 ff., Meldepflichten, welche nicht mit der wirtschaftlichen Berechtigung zusammenfallen, für ungültig erklärt. Vgl. aber Art. 110 Abs. 2 VE-FinfraG.

¹⁸ Vgl. *Isler/Haas*, S. 222 ff.

¹⁹ Wobei die Kosten einer solchen Funktion der Pensionskassen letztlich zu Lasten der Versicherten gehen.

²⁰ Vgl. *Watter/Hinsen*, S. 23 ff. sowie die ausführliche Darstellung bei *Hu/Black*, S. 811 ff.

²¹ Ausführlich zu derartigen Überlegungen: *Vögt*, S. 96 ff.

²² Aufgrund des mittlerweile etablierten High Frequency Tradings (HFT) wäre ein Abstellen auf einen Median anstelle eines Durchschnittswerts aussagekräftiger – doch sind uns keine derartigen Studien bekannt. Allerdings ist der beschriebene Rückgang der Haltedauer seit längerer Zeit zu beobachten – insb. auch vor dem Aufkommen des HFT –, weshalb der Rückgang nicht allein diesem Phänomen zugeschrieben werden kann; vgl. *Häusermann*, S. 228; *Rappaport*, S. 66 sowie *Economiesuisse*, S. 9 f.

sprechend wird der Gesellschaftsgedanke (*animus societatis*) – Grundvoraussetzung aller Gesellschaftsformen – bei Publikumsgesellschaften zunehmend durch das rein ökonomische Interesse an einem Finanzinvestment verdrängt. Dabei manifestiert sich das Problem der kollektiven Aktion (*collective action*):²³ Aufgrund der mit der Meinungsbildung und Stimmrechtsausübung verbundenen Kosten und des geringen Einflusses, ist es für die meisten, namentlich institutionellen Aktionäre bzw. deren Anleger finanziell lohnender, auf eine Informationsbeschaffung zu verzichten und das Stimmrecht entweder gar nicht oder uninformiert auszuüben (sog. *rational Apathie*).²⁴ Solange der Aktienkurs steigt, ist es unwichtig, ob beispielsweise der Verwaltungsratspräsident und CEO die gleiche Person ist oder ob der CEO eine oder zehn Millionen verdient. Treten Probleme auf und fällt der Aktienkurs, hat der Aktionär regelmässig keine direkte Eingriffsmöglichkeit. Bis zur nächsten Generalversammlung dauert es vielleicht noch einige Monate, was erhebliche Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung bedeutet. Gemäss der *wall street rule* wird daher «mit den Füssen» abgestimmt.

Bei institutionellen Investoren kann das Investmentziel einer aktiven Stimmrechtsausübung auch direkt entgegenstehen. So hat der Verwalter eines Index-Fonds nur die Aufgabe, den betreffenden Index nachzubilden (passive Verwaltung). Eine Einflussnahme auf die Geschicke der Gesellschaften bzw. die Aufwendung von Kosten hierfür würde dem Anlegerauftrag widersprechen.

2.3 Verlust der Unmittelbarkeit

Bei der Lektüre der Bestimmungen über die Generalversammlung wird ersichtlich, dass der Gesetzgeber dem Prinzip der Unmittelbarkeit von Informationsvermittlung, Willensbildung und Entscheidungsfindung grösstmögliche Geltung verschaffen wollte.

Alternative Entscheidungsverfahren wie briefliche Stimmabgabe (Urabstimmung) oder Delegiertenversammlungen sind folglich unzulässig.²⁵ Der Gesetzgeber beabsichtigte, dass die Willensbildung konzentriert an einem Ort erfolgt, womit auch Elemente der Authentizität und der Gruppendynamik spielen können.

Vergleich man dieses Konzept mit der Realität, ist einfach festzustellen, dass eine erhebliche Diskrepanz zwischen der Idealvorstellung des Gesetzgebers und den tatsächlichen Gegebenheiten in der Praxis vorliegt.²⁶ Zunächst verzeichnen grosse Publikumsgesellschaften Dispoaktienbestände von 30–50%. Ein Drittel bis die Hälfte der Aktionäre verzichten somit bereits im Vorherein auf die Möglichkeit einer aktiven Teilnahme und die Ausübung des Stimmrechts. Ein ähnlich grosser Anteil der Aktionäre bedient sich der institutionellen Stimmrechtsvertretung bzw. beauftragt andere Aktionäre mit der Vertretung der Stimmrechte und nimmt dementsprechend ebenfalls nicht physisch an der Generalversammlung teil. In typischen Publikumsgesellschaften finden sich demzufolge in der Regel nur Aktionäre, welche rund 10–15% der insgesamt vertretenen Stimmrechte vertreten, physisch am Versammlungsort ein. Nur dieser Bruchteil der Aktionäre «erlebt» die Unmittelbarkeit der Generalversammlung und hat die Möglichkeit, die Stimmen nach Anhörung der Voten anderer Aktionäre und unter Berücksichtigung der Ausführungen des Verwaltungsrates abzugeben. Nur haben ihre Stimmen keinen Einfluss mehr, die Würfel waren bereits gefallen, bevor die Versammlung eröffnet wurde. Die grosse Mehrheit, welche sich durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter oder durch Stimmrechtsberater vertreten lässt, muss ihre Meinung zwangsläufig vor der Generalversammlung und damit vor Kenntnisnahme allfälliger Erläuterungen zu einzelnen Punkten durch den Verwaltungsrat bilden. Abgesehen von den Ausführungen in der Einladung zur Generalversammlung werden sie einseitig von den Stimmrechtsberatern und allenfalls durch die Medien informiert. Diese Entwicklung ist unumkehrbar. Versuche des Gesetzgebers, diesen Umstand auszu-

²³ Der Ökonom *Mancur Olson* war der Erste, der dieses Problem des kollektiven Handelns in einen sozialwissenschaftlichen Kontext gestellt hat. Dieses wurde auch in der juristischen Literatur aufgegriffen, vgl. etwa *Easterbrook/Fischel*, S. 402 f. sowie in der Schweiz: *Ruffner*, S. 175.

²⁴ Die Corporate Governance einer Publikumsgesellschaft weist somit das Kriterium eines öffentlichen Guts auf, deren Produktion zufolge des Problems der kollektiven Aktion regelmässig nur in unzureichendem Masse funktioniert; vgl. *Forstmoser* (2005), S. 785 ff.

²⁵ Vgl. BGE 67 I 342, E. 3 und 71 I 383, E. 2a, sowie *Böckli* (2009), § 12 N 147 f. und N 419 und *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, § 23 N 9 ff.

²⁶ Vgl. *Hofstetter* (2008A), S. 565 ff.; *Böckli* (2009), § 12 N 331 f.; *Vogt*, S. 100 ff.

blenden oder durch eine «online-GV» zu ersetzen,²⁷ sind zum Scheitern verurteilt.²⁸ Die Unmittelbarkeit lässt sich regulatorisch nicht wiederherstellen.

III. Stimmrechtsberatung: Teil des Problems oder Teil der Lösung?

1. Die Rolle externer Stimmrechtsberater

1.1 Dienstleistungen

Stimmrechtsberater sind externe Drittparteien, die Aktionären bei der Stimmabgabe helfen, indem sie (gegen Entschädigung) Entscheidungsgrundlagen für die Stimmrechtsausübung sammeln und Abstimmungsempfehlungen zu den traktandierten Geschäften abgeben. Die Palette der Dienstleistungen reicht von der Zurverfügungstellung von Recherchematerial (statistische Daten, Analysen, Vergleiche zwischen auf dem gleichen Markt tätigen Gesellschaften etc.)²⁹ über die Abgabe von Abstimmungsempfehlungen bis hin zur Stimmrechtsvertretung. Ein zentrales «Verkaufsargument» der Stimmrechtsberater bildet dabei gerade der vorstehend kritisch beleuchtete Umstand, dass sie selber nicht in die Gesellschaften investiert sind, für deren Abstimmungen sie Empfehlungen abgeben, mithin «unabhängige» Beratungsdienstleistungen erbringen.

Der Vorteil von Stimmrechtsberatern liegt darin, dass sie die Kosten der Willensbildung auf eine Vielzahl von Aktionären verteilen können.³⁰ Dieser Vorteil akzentuiert sich bei breit diversifizierten institutionellen Aktionären, die Informationen über eine Vielzahl verschiedener Gesellschaften sammeln müssten. Im Idealfall übernehmen Stimmrechtsberater somit die Aufgabe der objektiven Informationsbeschaffung zu bestmöglichen Konditionen, minimieren dadurch die Informationsasymmetrie zwischen den Ge-

sellschaften und ihren Aktionären und ermöglichen eine bestmögliche Willensbildung durch die Aktionäre.

1.2 Anbieter

Die wichtigsten Player auf dem Markt für Stimmrechtsberater sind in den USA beheimatet: Institutional Shareholder Services (ISS)³¹, weltgrösster Stimmrechtsberater, Glass Lewis & Co, sowie die kleineren Egan-Jones Proxy Services und Marco Consulting Group.³² Spezifisch in der Schweiz treten zudem Ethos Services SA, zCapital (neu zRating), ACTARES oder die erwähnte SWIPRA in Erscheinung. Die Schweizer Anbieter haben gegenüber den grossen amerikanischen Konkurrenten z.T. den Nachteil, dass sie nur Abstimmungsempfehlungen für Generalversammlungen schweizerischer bzw. an der SIX kotierter Gesellschaften abgeben. Institutionelle Investoren mit international breit diversifiziertem Portfolio nehmen daher oft die Dienstleistungen eines Beraters in Anspruch, der mehrere Märkte abdeckt.³³ Dementsprechend dominiert (auch) in der Schweiz der Einfluss von ISS.³⁴

1.3 Kritikpunkte

1.3.1 Methodologie

Abstimmungsempfehlungen beruhen bei den grossen Anbietern ISS und Glass Lewis auf der Durchführung von Benchmark-Analysen³⁵ und dem Durchgehen von Checklisten, welche einzelne Elemente der Corporate Governance oder von Sachent-

²⁷ E-Art. 701c ff. der grossen Aktienrechtsreform von 2007.

²⁸ Vgl. auch die Kritik an der vorgeschlagenen Regelung bei Pöschel, 242 f. Das Vereinsversammlungskonzept des Aktienrechts in die virtuelle Welt zu überführen, dürfte faktisch nur in privaten Gesellschaften eine Zukunft haben. Diese können u.E. aber schon heute, auch ohne explizite Gesetzesgrundlage, eine Generalversammlung z.B. über Skype abhalten.

²⁹ Bereits die Sammlung, Selektion und Bereitstellung von Informationsgrundlagen kann den endgültigen Entscheid über die Ausübung der Stimmrechte freilich stark präjudizieren.

³⁰ Skaleneffekte, vgl. Klöhn/Schwarz, S. 152.

³¹ Die Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Stimmrechtsberatung werden dabei durch ISS Proxy Voting Services erbracht.

³² Zur Problematik des mangelnden Wettbewerbs unter den Stimmrechtsberatern, vgl. Li, S. 2 ff.

³³ Vgl. Klöhn/Schwarz, S. 150.

³⁴ Trotz medialer Tätigkeit und Beachtung ist der Einfluss schweizerischer Stimmrechtsberater auf das Stimmverhalten eher gering, während sich bei manchen Gesellschaften das Stimmverhalten von 15 bis 30% der an der GV vertretenen Stimmen nach den ISS-Empfehlungen ausrichtet. Am grössten dürfte jedoch der präventive Effekt der Stimmrechtsberater sein, da viele Gesellschaften durch vorausseilenden Gehorsam Negativempfehlungen zu vermeiden suchen.

³⁵ Für die Abstimmungsempfehlungen zu Entschädigungsfragen erfolgt z.B. ein Vergleich der Entlohnung der Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder eines Unternehmens im Vergleich zu den Konkurrenten bzw. Unternehmen vergleichbarer Grösse und Marktposition.

scheiden in positive und negative Mechanismen³⁶ unterteilen. Ethos richtet sich an allgemeinen Richtlinien aus.³⁷

Methodisch leidet die Arbeit von keinen Sachthemen verpflichteten,³⁸ «objektiven» Stimmrechtsberatern jedoch ganz grundsätzlich daran, dass es keinen objektiven Massstab gibt, an dem sich ihre Empfehlungen ausrichten könnten. Aktionäre sind in ihrem Stimmverhalten frei, und für die Ermittlung dessen, was finanziell das Beste ist für die wirtschaftlich berechtigten Anleger,³⁹ gibt es keine gesicherten Antworten.⁴⁰ Hinzu kommt die Tendenz zu einem «*one size fits all*»-Ansatz. Eine individuelle Analyse der Implikationen einer Entscheidung auf die Entwicklung des spezifischen Unternehmens unterbleibt in der Regel.

Trotz dieser methodischen Schwächen werden Abstimmungsempfehlungen von Stimmrechtsberatern im Allgemeinen als objektive Analyse interpretiert. Sie suggerieren – trotz den z.T. divergierenden Ansichten⁴¹ –, dass es eine «richtige» bzw. «falsche» Corporate Governance gibt.⁴² Mangels objektiver Massstäbe vertreten die Stimmrechtsberater ihre letztlich subjektiven Empfehlungen konsequent, oft ohne fundierte Gegenmeinungen zu berücksichtigen oder mehrere Meinungen gelten zu lassen.⁴³

Die zum Teil heftig geführten Debatten⁴⁴ machen indes deutlich, dass sich «gute» Corporate Governance, verstanden als System von *checks & balances* zwischen der Unternehmensführung und den Share- und Stakeholder, nicht am Reissbrett für sämtliche Gesellschaften bis ins Detail vorzeichnen lässt. Die konkrete Ausgestaltung hängt vielmehr von unternehmensspezifischen Faktoren und Präferenzen ab.⁴⁵ Beispielsweise wird eine Gesellschaft mit einem grossen Ankeraktionär andere Bedürfnisse haben als eine Gesellschaft mit atomisiertem Aktionärskreis. Wichtig ist im Einzelnen auch die konkrete persönliche Konstellation: Einem erfolgreichen Unternehmensführer wäre aus Anlegersicht möglichst viel Macht zuzugestehen, einem weniger erfolgreichen mehr Gegengewicht. So gesehen birgt die Macht der Stimmrechtsberater langfristig die Gefahr gleichgeschalteter, «charakterloser» Führungsetagen in sich. Dass letztlich meistens Persönlichkeiten für Erfolg und Misserfolg entscheidend sind, tritt dabei zurück.

1.3.2 Unabhängigkeit

Zu berücksichtigen ist weiter, dass die Unabhängigkeit von Stimmrechtsberatern nicht ohne Weiteres gegeben ist. Die meisten bieten weitere Dienstleistungen an, welche die Frage nach Interessenbindungen aufwerfen. Beispielsweise fördert die öffentlichkeitswirksame Tätigkeit von Ethos letztlich auch die Vermarktung der Fonds, welche von Ethos beraten werden. ISS, der weltgrösste Stimmrechtsberater, bietet sodann nicht nur Dienstleistungen für Aktionäre im Zusammenhang mit Abstimmungsempfehlungen an, sondern berät – durch die Tochtergesellschaft ISS Corporate Services, Inc. (ICS) – auch die Emittenten.⁴⁶

³⁶ So lehnt etwa ISS statutarische Bestimmungen, welche einem Verwaltungsrat mehr als 4 externe Mandate i.S.v. Art. 12 Abs. 1 Ziff. 1 VegüV erlauben, ab.

³⁷ Vgl. die von Ethos publizierten Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte 2014.

³⁸ Z.B. umweltfreundlichem Verhalten.

³⁹ Naturgemäss klammert die Arbeit der Stimmrechtsberater die Frage aus, ob die Wahrnehmung der Stimmrechte überhaupt sinnvoll sei. So spricht vieles, nicht zuletzt die Passivität der Fondsmanager, dafür, dass den Anlegern finanziell am besten gedient wäre, wenn keine Ressourcen für Abstimmungsgeschäfte aufgewendet würden. Entsprechend wird in den USA im Unterschied zur Schweiz verlangt, dass sich Pensionskassen nur bei klar ausgewiesenen finanziellen Vorteilen für die Versicherten in Abstimmungen engagieren; vgl. hinten IV.6.4.

⁴⁰ Zum Teil mutet das Orakeln, etwa darüber ob vier oder fünf zusätzliche Verwaltungsratsmandate die «richtige» Obergrenze darstellen, eher wie die Arbeit von Weintestern an: Man weiss mit der Zeit, wer welchen Geschmack hat und kann sich daran orientieren, ohne dass objektive Gründe indizieren, diesen zum eigenen Standpunkt zu machen.

⁴¹ Vgl. NZZ vom 28. Januar 2014, S. 21.

⁴² Derartigen Überlegungen liegen oftmals auch sog. Rückschaufehler (*hindsight bias*) zugrunde; vgl. zu dieser Thematik: Roberto/Grechenig, S. 11 ff.

⁴³ Vgl. Belinfanti, S. 402.

⁴⁴ Z.B. darüber, ob den Aktionären mit im Voraus oder im Nachhinein genehmigten Salären besser gedient sei.

⁴⁵ Vgl. *Volonté/Zaby*, S. 503; *Larcker/McCall/Ormazabal*, S. 3 und 10.

⁴⁶ US GAO-Study, S. 10: «some industry professionals stated that ISS could help a corporate client design an executive compensation proposal to be voted on by shareholders and subsequently make a recommendation to investor clients to vote for this proposal [and] corporations could feel obligated to subscribe to ISS's consulting services in order to obtain favorable proxy vote recommendations on their proposals and favorable corporate governance ratings». In dieselbe Richtung geht das [in Fn. 10 abgedruckte Zitat von *Leo E. Strine Jr.* Vgl. ferner *Larcker/McCall/Ormazabal*, S. 6 f.; sowie *Fleischer*, S. 4, der auf den Konzernzusammenhang verweist.

2. Problemkreise im Zusammenspiel mit institutionellen Investoren

2.1 *Principal-Agent-Theorie am Ende ihres Lateins*

Ein Prinzipal-Agent-Verhältnis liegt bei jeder vertraglichen Beziehung vor, in der eine Person (der Prinzipal) eine andere Person (den Agenten) mit der Wahrung seiner Interessen beauftragt, und mit dieser vertraglichen Pflicht zur Interessenwahrung eine Delegation von Entscheidungsbefugnissen verbunden ist, die dem Agenten einen diskretionären Entscheidungsspielraum einräumt.⁴⁷ Noch allgemeiner gehen *Fama/Jensen* davon aus, dass ein Prinzipal-Agent-Problem immer dann auftritt, wenn es zu einer Trennung von Entscheidungsbefugnis und Pflicht zur Risikotragung kommt.⁴⁸ Die bereits mehrstufige Konstellation bei institutionellen Investoren⁴⁹ wird somit durch die zusätzliche Ebene des Stimmrechtsberaters ergänzt, womit mehrschichtige Prinzipal-Agent-Verhältnisse auftreten. Der wirtschaftlich Berechtigte als «Prinzipal» wäre gemäss Theorie⁵⁰ somit an (Anreiz-)Strukturen interessiert, die dazu führen, dass die Handlungen von Fondsmanager und Stimmrechtsberater sein Interesse verwirklichen.

Im Verhältnis zwischen dem Anleger und dem Fonds bzw. Fondsmanager bestehen verschiedene Mechanismen, welche eine Interessenangleichung bewirken. Einerseits ist der Fondsmanager gestützt auf vertragliche oder regulatorische Pflichten den finanziellen Interessen der Anleger verpflichtet und hat oft selber in den Fonds investiert («*skin in the game*»). Zudem ist ihre Vergütung teilweise an den Erfolg des Fonds geknüpft. Andererseits bestehen oft Mechanismen, welche es dem Anleger ermöglichen, den Fondsmanager für allfällige Schäden zufolge pflichtwidrigen Handelns haftbar zu machen.⁵¹

Demgegenüber liegt das Interesse der Stimmrechtsberater darin, die generierten Informationen möglichst vielen zahlenden Kunden zur Verfügung zu stellen und sich dabei – mangels eigener Investi-

tion – haftungsmässig möglichst wenig zu exponieren. Ihr Nutzen für den Kunden liegt oft weniger in der Verbesserung der getätigten Investitionen als in der Gewährung einer Legitimation für deren Abstimmungsverhalten. Da die Empfehlungen naturgemäss stark von subjektiven Einschätzungen geprägt sind und eine Kausalität zum Erfolg oder Misserfolg der Gesellschaft schwer zu belegen ist, sind sie kaum justiziabel. Da sich Stimmrechtsberater auf dem Markt als unabhängige Berater positionieren, fällt eine wirtschaftliche Anreizstruktur im Sinne von *skin in the game* ausser Betracht. Aufgrund des gewollten Informationsvorsprungs des Stimmrechtsberaters ist auch eine Kontrolle der Empfehlungen durch den beauftragenden Fondsmanager⁵² kaum möglich. Es kommt daher aus Sicht der Prinzipal-Agent-Theorie zur problematischen Trennung von faktischer Entscheidungsbefugnis und Risikotragung ohne effektive Kontrollmöglichkeit.⁵³

Die Prinzipal-Agent-Theorie hilft aber in dieser Situation ohnehin nicht weiter, weil sie ein zumindest objektiviertes Interesse eines Prinzipals voraussetzt. Sie ist am Ende, wenn der Prinzipal desinteressiert ist bzw. einer Kontrollausübung aufgrund der Kostenfolgen gar entgegensteht.

2.2 *Unreflektierte Übernahme der Empfehlungen externer Stimmrechtsberater*

Wird ein Stimmrechtsberater beigezogen, besteht die latente Gefahr, dass keine eingehende materielle Auseinandersetzung mit der Stimmrechtsausübung erfolgt. Der Grund hierfür liegt in der Motivation für den Beizug des Beraters: Aus Anlegersicht, d.h. finanziell, lässt sich die Auseinandersetzung kaum je rechtfertigen. Vielmehr wird in solchen Konstellationen daher der formelle Vorgang im Vordergrund stehen. So folgten gemäss statistischen Erhebungen verschiedene grosse Investmentfonds bei Abstimmungen in über 99% der Fälle den Empfehlungen von ISS bzw. Glass Lewis.⁵⁴

Auf eine wenig reflektierte Übernahme deutet auch die in den Medien⁵⁵ indizierte sowie durch sta-

⁴⁷ Vgl. *Jensen/Meckling*, S. 308 f.

⁴⁸ *Fama/Jensen*, S. 301 f.

⁴⁹ Vgl. II.2.1.

⁵⁰ Vgl. *Jensen/Meckling*, S. 308 ff.

⁵¹ Je nach Ausgestaltung des Fonds kommen dabei gesellschaftsrechtliche oder vertragliche Ansprüche infrage, welche regelmässig an eine Sorgfaltspflichtverletzung in Bezug auf die Anlageziele anknüpfen. Sodann kann Art. 20 KAG als Doppelnorm zur Begründung einer ausservertraglichen Haftung herangezogen werden.

⁵² Vgl. die Richtlinien für institutionelle Investoren, Grundsatz 3.

⁵³ Vgl. *Fama/Jensen*, S. 304 ff. sowie *Belinfanti*, S. 403 ff.

⁵⁴ Vgl. *Larcker/McCall/Ormazabal*, S. 5.

⁵⁵ Vgl. NZZ vom 20. April 2013, S. 27; vom 29. Oktober 2013, S. 22; vom 19. November 2013, S. 23; vom 11. März 2014, S. 29.

tistische Erhebungen⁵⁶ und Erfahrungen bei Publikumsgesellschaften erhärtete Vermutung, dass eine ablehnende Empfehlung von ISS zu einem im Übrigen von niemandem kritisierten oder bestrittenen Antrag zu einer um 20–40% niedrigeren Zustimmungquote führt.

2.3 Akzentuierung durch Stimmpflicht

Vorsorgeeinrichtungen hatten *de lege lata* die Pflicht, Regeln aufzustellen, die bei der Ausübung der mit den Anlagen verbundenen Aktionärsrechte zur Anwendung gelangen (vgl. Art. 49a Abs. 2 lit. b BVV2).⁵⁷ Dennoch haben die Pensionskassen von der Möglichkeit der Ausübung der Stimmrechte mehrheitlich keinen Gebrauch gemacht. Seit dem Inkrafttreten von Art. 22 VegüV unterliegen Pensionskassen nunmehr einer Stimmpflicht.⁵⁸ Diese wird auch materiell definiert, indem die Pensionskasse «im Interesse ihrer Versicherten» abstimmen muss.

Im Zusammenhang mit der Volksabstimmung über die Minder-Initiative hatten die Initianten argumentiert,⁵⁹ bei den Pensionskassen lägen Stimmrechte brach, welche im Interesse der «Volkswirtschaft» nutzbar gemacht werden müssten. Aufgrund ihrer grossen Beteiligungen, sei es für die Pensionskassen einfacher, sich Gehör zu verschaffen. Die Produktion des Gutes «Corporate Governance» soll demnach den Pensionskassen überantwortet werden.⁶⁰ Es stellt sich deshalb die Frage, ob die Verankerung einer Stimmpflicht einen sinnvollen Beitrag zu einer Verbesserung der Corporate Governance leisten kann.

Die Leitungsorgane von Pensionskassen unterstehen bei Verletzung der Stimmpflicht nach Art. 22 VegüV einer strafrechtlichen Sanktion (vgl. Art. 25 VegüV), die auch zu Schadenersatzansprüchen führen könnte. Dem Wortlaut nach bezieht sich die

Strafnorm auch auf den materiellen Gehalt der Stimmpflicht. Es ist daher denkbar, dass ein Gericht eines Tages entscheiden muss, ob eine Stimmabgabe im Interesse der Versicherten war oder nicht. Um sich zu exkulpieren, sind Pensionskassenverwalter deshalb geneigt, einen externen Stimmrechtsberater beizuziehen.⁶¹ Dies umso mehr, als die regulatorischen Anforderungen⁶² und allgemeine Anlagegrundsätze diversifizierte Portfolios verlangen, womit rationale Apathie bzw. das Problem der kollektiven Aktion praktisch aufsichtsrechtlich vorgegeben sind.

Übt ein institutioneller Investor die Stimmrechte nur aufgrund regulatorischer Vorgaben, nicht aber aus intrinsischem Interesse an der Mehrung des Vermögens aus, verkommt die Stimmrechtsausübung im wörtlichen Sinn zur Pflichtübung. Im Interesse der Versicherten ist allein, diese bestenfalls im öffentlichen Interesse aufgebremste Funktion mit möglichst geringen Kosten zu erledigen. Studien bestätigen, dass sich institutionelle Investoren, die einer Stimmpflicht unterstehen, stark auf die Empfehlungen externer Stimmrechtsberater abstützen.⁶³ Die gesetzliche Verankerung einer Stimmpflicht, führt folglich nicht zu einer Verbesserung der Mitwirkung, sondern zu einer Machtverschiebung auf Stimmrechtsberater.

2.4 Herdenverhalten

Institutionelle Investoren können die Qualität der Empfehlungen externer Stimmrechtsberater regelmässig nicht abschätzen, weshalb sie bei der Auswahl eines geeigneten Stimmrechtsberaters vor allem auch darauf achten, welche Stimmrechtsberater ihre Konkurrenten engagieren.⁶⁴ Dadurch wird einerseits die bereits dominierende Stellung der grossen Anbieter, namentlich ISS, weiter verstärkt. Überdies wird der

⁵⁶ Vgl. die Nachweise bei *Choi/Fisch/Kahan*, S. 871.

⁵⁷ Vgl. die ausführliche Darstellung der Genese von Art. 49a Abs. 2 lit. b BVV2 bei *Spillmann*, S. 83 ff.

⁵⁸ Die in Art. 22 Abs. 3 VegüV vorgesehene Möglichkeit der Enthaltung, ist nicht wirklich eine Lösung, zumal sich Enthaltungen unter geltendem Recht wie Nein-Stimmen auswirken, was von den Pensionskassen berücksichtigt werden muss.

⁵⁹ Vgl. <<http://abzockerei.ch/2013/06/14/abzocker-verordnung-weder-stimmpflicht-noch-transparenz-fur-pensionskassen/>>.

⁶⁰ Vgl. Art. 95 Abs. 3 Ingress BV, wo bezeichnenderweise vom «Schutz der Volkswirtschaft, des Privateigentums und der Aktionärinnen und Aktionäre» die Rede ist.

⁶¹ Dies nur schon zufolge der schieren Masse an traktandierten Geschäften: Aufgrund der sehr breit diversifizierten Portfolios müssen institutionelle Investoren ihre Stimmrechte bei einer Vielzahl von Gesellschaften im In- und Ausland ausüben, was zufolge der jährlichen GV-Saison von Februar bis Mai zudem in einer kurzen Frist geschehen muss.

⁶² Vgl. Art. 71 Abs. 1 BVG i.V.m. Art. 49 ff. BVV2.

⁶³ Vgl. vorne III.4.2.

⁶⁴ *Klöhn/Schwarz*, S. 150. Vgl. auch die Richtlinien für institutionelle Investoren, Grundsatz 3, welche die «sorgfältige Auswahl» verlangen. Angesichts des Oligopols der einflussreichen Stimmrechtsberater dürfte dies eine Leerformel bleiben.

Markt die zentrale Rolle der grossen Anbieter als Anhaltspunkt für die Qualität der von diesen Unternehmen angebotenen Dienstleistungen registrieren. Entsprechend glauben Fondsmanager, sich durch den Beizug von Stimmrechtsberatern dagegen absichern zu können, dass ihnen bezüglich der Ausübung des Stimmrechts ein Vorwurf der Sorgfaltspflichtverletzung gemacht werden kann.⁶⁵

2.5 Koordinationsfunktion und Machtballung

Die Stimmrechtsberatung ermöglicht eine Koordination der Aktionäre, welche das Problem der kollektiven Aktion lindert und grundsätzlich wünschenswert sein kann. Allerdings erfolgt diese Koordination intransparent und unkontrolliert. Die Kommunikation findet nicht unter den institutionellen Aktionären statt, sondern nur im Dialog mit dem Stimmrechtsberater. Aufgrund der zum Teil blinden Befolgung der Empfehlungen externer Stimmrechtsberater wird durch die Abgabe der Abstimmungsempfehlungen ein grosser «Stimmenblock» geschaffen, wie er sonst nur einem Grossaktionär oder einer in Absprache handelnden Gruppe zustehen würde. Der Stimmrechtsberater unterliegt jedoch weder der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht noch der Angebotspflicht.⁶⁶ Durch die Stimmrechtsberatung entsteht somit eine «Schatten-Corporate Governance», welche die gesellschaftliche Willensbildung massgeblich beeinflusst, aber ausserhalb der gesellschafts- und börsenrechtlichen Strukturen abläuft.

3. Fazit

3.1 Stimmrechtsberater als «Governor»?

Unabhängig davon, welche einzelnen Dienstleistungen beansprucht werden, können Stimmrechtsberater einen Beitrag zur Minimierung der Informationsasymmetrie zwischen den Gesellschaften und ihren Aktionären leisten und damit auch die Stimmrechtsausübung institutioneller Investoren erleichtern. Ihre Arbeit kann dementsprechend als Grundlage zur Reflexion eigener Entscheide wesentlich zur Willensbildung beitragen. Als Quasi-Gesetzgeber

oder als «Governor» aller Gesellschaften sind sie u.a. aus methodologischen Gründen, aber auch systemisch ungeeignet.

Aufgrund potenzieller Interessenkonflikte und des angewandten *one size fits all*-Ansatzes der Empfehlungen wäre eine Nachkontrolle derselben in Bezug auf die konkrete Situation des abstimmenden Aktionärs unerlässlich.⁶⁷ Eine solche Nachkontrolle ist aber nur zu erwarten, wenn der Wille zur Abstimmung überhaupt und der Beizug des externen Beraters aus intrinsischer Motivation erfolgt, da nur dann anzunehmen ist, dass der Empfänger der Empfehlung diesen Zusatzaufwand auf sich nehmen wird. Sie scheitert aber praktisch am dafür notwendigen Wissen sowie an der fehlenden ökonomischen Rechtfertigung. Letzteres dürfte namentlich dann der Fall sein, wenn die Stimmrechtsausübung nur aufsichtsrechtlichem Zwang entspringt. Schliesslich ermöglicht die Befolgung der Empfehlungen eines professionellen Stimmrechtsberaters den institutionellen Investoren eine gewisse *due diligence defense*, falls sich die Abstimmung im Nachhinein als unzumutbar erweisen sollte.⁶⁸ Wenngleich möglicherweise nicht formell, wird die Stimmrechtsausübung unter solchen Umständen faktisch an die externen Stimmrechtsberater delegiert. Somit wird mit Bezug auf institutionelle Investoren durch Einführung einer Stimmpflicht ein *empty voting* aufsichtsrechtlich determiniert. Es ist jedoch nicht ohne Weiteres einleuchtend, weshalb ein unabhängiger, im besten Fall uninteressierter Dritter für Anleger entscheiden soll, die selber keinen Grund zur Stimmrechtsausübung haben.

Die Machtposition der Stimmrechtsberater verstärkt sich, wenn diese gleichzeitig als Stimmrechtsvertreter mit der Ausübung der Stimmrechte beauftragt werden. Für die Machtausübung ist sie aufgrund der grossenteils blinden Befolgung der Empfehlungen und des vorausseilenden Gehorsams der Gesellschaften jedoch nicht erforderlich. Dies umso mehr, als die Verhandlungsposition des Verwaltungsrates stark eingeschränkt ist, gibt es doch kein Gefäss für eine geordnete oder gar öffentliche Diskussion mit den Stimmrechtsberatern.

⁶⁵ Vgl. Leo E. Strine Jr., S. 688: «Following ISS constitutes a form of insurance against regulatory criticism, and results in ISS having a large sway in the affairs of American corporations».

⁶⁶ Vgl. hinten IV.6.1.

⁶⁷ So auch die Vorgabe der Richtlinien für institutionelle Anleger, Grundsatz 3 sowie SEC Bulletin, Questions 1, 4, 5.

⁶⁸ Vgl. Fn. 65.

3.2 Relevanz für die Corporate Governance

3.2.1 Aus Sicht der Gesellschaft und ihrer Stakeholder

Man könnte sich die Frage stellen, ob diese Verhältnisse aus Sicht der Gesellschaft bzw. der übrigen Share- und Stakeholder überhaupt relevant sind, oder anders gefragt, ob ein legitimes Interesse daran besteht, dass die Stimmrechte im konkreten Interesse der wirtschaftlich berechtigten Person ausgeübt oder eben gerade auch nicht ausgeübt werden. Aus aktienrechtlicher Sicht ist die Antwort klar: Die Aktionärsrechte knüpfen an den Kapitaleinsatz an. Grundlage für die Ausübung des Stimmrechts bildet der Umstand, dass der Aktionär als Kapitalgeber das mit der Aktiengesellschaft verbundene wirtschaftliche Risiko mitträgt.⁶⁹ Die Stimmkraft ist grundsätzlich nicht grösser als das eingegangene Risiko.⁷⁰ Es gilt mithin: keine Stimme ohne Risiko.

Auch die anderen Stakeholder tragen Risiken:⁷¹ Die Verwaltungsräte und übrigen Arbeitnehmer haben ihr Humankapital in der Aktiengesellschaft und haften, wenn sie sich Verfehlungen zu Schulden kommen lassen (Art. 321e und Art. 754 ff. OR). Auch die Gläubiger haben in die Aktiengesellschaft «investiert». Dieser *nexus of contracts*, als der die Aktiengesellschaft in der ökonomischen Literatur aufgefasst wird,⁷² charakterisiert sich somit dadurch, dass jede Vertragspartei einen Teil des mit dem Geschäftsbetrieb der Aktiengesellschaft verbundenen unternehmerischen Risikos übernimmt. Wenn das Stimmrecht, welches gemäss der gesetzgeberischen Konzeption an die vorhergehende Aufbringung von Risikokapital anknüpft, nun von einer Person ausgeübt wird, welche kein wirtschaftliches Risiko trägt, ist dies mit dem aktienrechtlichen Grundsatz der Risikobeteiligung nicht vereinbar. Die übrigen Share- und Stakeholder haben dementsprechend ein legitimes Interesse daran, dass keine Personen, welche nicht selbst Mitglied dieser Risikogemeinschaft sind, über das Schicksal der in der Aktiengesellschaft befindlichen Risikopositionen entscheiden können.

3.2.2 Aus volkswirtschaftlicher Sicht

Marktwirtschaftliche Gesichtspunkte legen nahe, dass Gesellschaften insgesamt dann am besten geführt werden, wenn die an der Führung beteiligten Personen etwas zu gewinnen bzw. zu verlieren haben und wenn die Führungssysteme einem Verbesserungsdruck der Anleger ausgesetzt sind. Ausserdem ist zur Gewährleistung des Funktionierens des Marktes Transparenz über die Machtverhältnisse erforderlich. Volkswirtschaftlich ist daher eine allzu starke Standardisierung⁷³ der Corporate Governance und des sonstigen Abstimmungsverhaltens nicht erwünscht. Anstatt eines «Einheitsbreis» sollte vielmehr Raum für einen Wettbewerb um die optimale Corporate Governance bleiben, welche im Dialog zwischen Verwaltungsrat und den Aktionären als Residualanspruchsinhaber bzw. dem Anlegermarkt entwickelt werden sollte. Zudem ist aus volkswirtschaftlicher Sicht die fehlende Transparenz über die von Stimmrechtsberatern ausgehenden Machtstrukturen zu bemängeln.

IV. Mögliche Massnahmen

1. Verbesserung der Transparenz

1.1 Offenlegung und Eindämmung der Machtballung

Das Bundesgericht hat die in Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA statuierte Ausdehnung der Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG auf nicht wirtschaftlich Berechtigte, die aber befugt sind, die Stimmrechte an Aktien auszuüben, für gesetzeswidrig erklärt.⁷⁴ Entsprechend unterstehen Vermögensverwalter und Fondsmanager zurzeit grundsätzlich keiner Meldepflicht für von ihnen verwaltete Beteiligungen, deren Stimmrechte sie ausüben können. Aus ähnlichen Gründen dürfte auch Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA wirkungslos sein, der allenfalls auf Stimmrechtsberater hätte angewandt werden können. Dies soll sich gemäss Art. 110 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Finanzmarkt-

⁶⁹ Kraakman et al., S. 14 f.; Vögt, S. 113.

⁷⁰ Ausnahmen bilden Stimmrechtsaktien i.S.v. Art. 693 OR.

⁷¹ Vgl. dazu: Von der Crone/Beyeler/Dédeyan, *passim*; sowie spezifisch zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit: Von der Crone/Bloch, S. 86 ff.

⁷² Grundlegend dazu: Jensen/Meckling, S. 310 f.

⁷³ Vgl. z.B. US GAO-Study, S. 10 «even if corporations do not feel obligated to subscribe to ISS's consulting services, they still could feel pressured to adopt a particular governance practice simply to meet ISS's standards even though the corporations may not see the value of doing so».

⁷⁴ Vgl. Fn. 17.

infrastrukturgesetz (FinfraG)⁷⁵ insofern ändern, als dass neu einer Meldepflicht ebenfalls unterstehen soll, «wer die Stimmrechte an Beteiligungspapieren [...] nach freiem Ermessen ausüben kann». Werden Stimmrechtsberater zur Stimmabgabe mit der Weisung bevollmächtigt, nach der Abstimmungsempfehlung des Stimmrechtsberaters zu stimmen, dürfen sie ebenfalls unter diese neue Vorschrift fallen.

Im Übrigen ist zu berücksichtigen, dass Stimmrechtsberater selber keine Aktien an Publikumsgesellschaften halten und formell auch nicht abstimmen. Nach bisheriger Praxis der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange können sie daher nicht Mitglied einer nach Börsenrecht offenlegungspflichtigen Gruppe sein, selbst wenn durch die Abgabe von Abstimmungsempfehlungen faktisch eine sternförmige Koordination der Stimmrechtsausübung der Empfänger dieser Dienstleistung erreicht werden kann.

Es wäre deshalb grundsätzlich zu erwägen, Stimmrechtsberater anzuhalten, auch blosse Beratungsmandate mit der Anzahl Stimmen der beratenen Kunden offenzulegen. Dies scheitert indessen daran, dass ein Stimmrechtsberater, wenn er nicht auch zur Ausübung der Stimmen bevollmächtigt wird, nicht unbedingt weiss, wie viele Stimmen die Kunden vertreten. Zwar wäre denkbar, Kunden von Stimmrechtsberatern zu verpflichten, dem Stimmrechtsberater die Anzahlvertretener Aktien mitzuteilen und diesen zur Offenlegung anzuweisen, sobald aggregiert die 3%-Schwelle überschritten wird. Dies würde jedoch zu Mehrfachmeldungen führen, da z.T. bereits die Kunden selber bzw. die Fondsmanger die betreffenden Beteiligungen melden müssten. Somit müsste eine separate Meldekategorie geführt werden, zumal auch nicht alle Kunden zwingend gemäss den Empfehlungen abstimmen.⁷⁶

Ein weniger weit gehender Regulierungsansatz könnte darin bestehen, die Aktionäre bzw. Vermögensverwalter und Fondsmanger zu verpflichten, im Rahmen einer Meldung qualifizierter Bestände auch offenzulegen, welche Stimmrechtsberater sie engagiert haben und inwiefern deren Abstimmungs-

empfehlungen bei der Stimmrechtsausübung berücksichtigt werden (verbindlich oder fallweise). Dem Stimmrechtsberater oder der Gesellschaft könnte dann die Pflicht aufgebürdet werden, solche Meldungen zu akkumulieren. Dabei blieben Beteiligungen beratener Fonds von weniger als 3% – die den Grossteil ausmachen dürften – freilich unberücksichtigt.

1.2 Offenlegung des Beurteilungsmassstabs

Nur wenn der Empfänger einer Empfehlung, aber auch der Markt erkennen können, auf welchen grundsätzlichen Überlegungen und Massstäben eine Abstimmungsempfehlung beruht, ist eine gewisse Orientierung möglich. Somit könnten Stimmrechtsberater zu entsprechender Offenlegung verpflichtet werden. Der Nutzen dürfte allerdings beschränkt sein, da man dabei kaum über Allgemeinplätze hinaus käme,⁷⁷ da das Geschäftsmodell der meisten Berater darauf beruht, dass ihre konkreten Checklisten nicht allgemein zugänglich sind. Ausserdem würde mit dieser Forderung den methodischen Unzulänglichkeiten quasi der aufsichtsrechtliche Segen erteilt.⁷⁸

1.3 Offenlegung der Empfehlungen von Stimmrechtsberatern

Damit der Einfluss der Stimmrechtsberater besser erkennbar und diskutierbar wird, könnten diese verpflichtet werden, ihre Empfehlungen offenzulegen. Für eine geordnete Willensbildung, namentlich damit dem Verwaltungsrat die Möglichkeit zur Entgegnung offenstehen würde, müssten diese Empfehlungen in einem Zeitpunkt offengelegt werden, in dem die Aktionäre ihre Abstimmungsweisungen noch nicht abgegeben haben. Dies würde jedoch das Geschäftsmodell der Stimmrechtsberater teilweise aushöhlen, obschon sie ihren Kunden gegenüber immer noch exklusiv Begründungen und Zusatzinformationen abgeben könnten. Eine Offenlegung nach der Generalversammlung wäre immerhin der Transparenz über die tatsächlichen Machtverhältnisse förderlich.

⁷⁵ Vorentwurf zu einem Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastruktur (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG), abrufbar unter: <http://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2287/FinfraG_BG_v2_de.pdf>.

⁷⁶ Auf diese Weise könnte auch die Frage des faktischen Kontrollwerbs bzw. Pflichtangebots gelöst werden, indem Stimmrechtsberatern die Annahme von Mandaten für mehr als 33 1/3% der Stimmen untersagt werden könnte.

⁷⁷ Vgl. etwa die von SWIPRA veröffentlichten Grundsätze.

⁷⁸ Vgl. demgegenüber hinten IV.7.

1.4 Offenlegung des Stimmverhaltens institutioneller Investoren

Da eine strafbewehrte Stimmpflicht nicht zu einer aus Sicht des Schweizer Aktienmarkts qualitativ besseren Wahrnehmung der Stimmrechte führt, sondern einzig die Machtposition externer Stimmrechtsberater verstärkt, ist diese abzulehnen.⁷⁹ Vielmehr sollten institutionelle Investoren stets die Möglichkeit haben, sich der Stimme zu enthalten bzw. auf eine Teilnahme an der Generalversammlung zu verzichten,⁸⁰ wenn dies für den Fonds bzw. dessen Anleger die (finanziell) beste Lösung darstellt.

Als Grundlage für die Erörterung einer denkbaren Normierung institutioneller Investoren⁸¹ könnte daher die Regelung der Stimmrechtsausübung für Pensionskassen in den USA herangezogen werden.⁸² Demnach steht die Ausübung der Stimmrechte grundsätzlich im Ermessen des Fondsmanagers, sofern die Fondsrichtlinien keine Stimmpflicht bzw. ein Verbot der Ausübung der Stimmrechte enthalten. Insbesondere kann sich der Fondsmanager seiner Treue- und Sorgfaltspflicht nicht dadurch entledigen, dass er den Empfehlungen einer Drittperson folgt oder einen Dritten mit der Stimmrechtsausübung beauftragt. Der Fondsmanager soll aber grundsätzlich nur dann abstimmen, wenn (i) die Traktanden eine Auswirkung auf den Wert der Fondsaktiva haben und (ii) der Nutzen aus der Stimmrechtsausübung die damit verbundenen Kosten wahrscheinlich übersteigen wird. Bei der Stimmrechtsausübung dürfen schliesslich nur die ökonomischen Interessen des Fonds und der dadurch Begünstigten berücksichtigt werden, nicht aber weitere Interessen.

2. Gleichlauf von Macht und Verantwortung

2.1 Eindämmung der Standardberatung/Gehör der Gesellschaft

Um der Gefahr undifferenzierter Beratung entgegenzuwirken, könnte die individuelle Beurteilung der Zweckmässigkeit von «Standardempfehlungen»

in Bezug auf jede konkrete Gesellschaft zur Pflicht des Stimmrechtsberaters oder auch des Kunden gemacht werden.⁸³

Verantwortliche Beratungstätigkeit bedingt ferner, dass Stimmrechtsberater von den Anträgen des Verwaltungsrats abweichende Beurteilungen vorzeitig der Gesellschaft mitteilen und dieser die Möglichkeit zur Stellungnahme und Besprechung geben.⁸⁴ Gemäss den Richtlinien für institutionelle Investoren sollen Letztere dafür sorgen, dass Stimmrechtsberater die Gesellschaften bei kontroversen Themen «vorab» über ihre Empfehlung informieren.⁸⁵ Dies erhöht mangels öffentlicher Diskussion allerdings den Druck auf die Gesellschaften zu vorauseilendem Gehorsam, was in der Praxis gut zu beobachten ist.

2.2 Haftungsnormen

Mangels Treuepflicht gibt es für die Stimmrechtsausübung in der Generalversammlung kein richtig und falsch. Aktionäre dürfen unter alleinigem Vorbehalt des Minderheitenschutzes nach freiem Belieben handeln. Dennoch sind Situationen denkbar, in denen beispielsweise eine Generalversammlung aufgrund eines offensichtlichen Fehlers von Stimmrechtsberatern wiederholt werden muss und der Gesellschaft dadurch ein Schaden entsteht. Zu denken ist etwa an den Fall,⁸⁶ dass sich ein Stimmrechtsberater gegen eine Vergütungserhöhung wendet, weil er nicht bemerkt, dass diese lediglich der Entschädigung eines zusätzlichen Verwaltungsratsmitglieds dient, gegen dessen Wahl er aber nichts einwendet. Indessen wäre die Statuierung einer Haftung *gegenüber der Gesellschaft* für allfälligen Schadenersatz in einer solchen Situation sehr aussergewöhnlich und wenig praktikabel.

2.3 Eindämmung von Interessenkonflikten

2.3.1 Verbot der gleichzeitigen Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung

Aufgrund der Tatsache, dass Stimmrechtsberater über ihre Empfehlungen einen erheblichen Einfluss

⁷⁹ Vgl. vorne III.5.1.

⁸⁰ Dies da sich Enthaltungen *de lege lata* wie Nein-Stimmen auswirken.

⁸¹ Vgl. auch die Richtlinien für institutionelle Investoren; dazu eingehend: *Wohlmann*, S. 464 ff.

⁸² Vgl. 29 C.F.R. § 2509.08-2, Section 1 sowie zur Auslegung SEC Bulletin, *passim*.

⁸³ So verlangen die Richtlinien für institutionelle Investoren, Grundsatz 3, dass die Empfehlungen kritisch hinterfragt werden.

⁸⁴ Ebenso *Fleischer*, S. 9.

⁸⁵ Richtlinien für institutionelle Investoren, Grundsatz 3.

⁸⁶ Dieses Beispiel entstammt einer tatsächlichen Begebenheit.

auf die Stimmrechtsausübung nehmen können, ist die gleichzeitige Stimmrechtsvertretung unter verschiedenen Aspekten heikel.

Es liegt zwar kein Stimmenkauf vor, da der Stimmrechtsberater gegenteils dafür bezahlt wird, dass er die Stimmrechte wahrnimmt und dabei auch festlegt, wie abgestimmt werden soll. Dennoch entfernt sich dieses Modell weit von den Grundstrukturen des Aktienrechts, indem es die Macht der angesammelten Stimmkraft auch formell in die Hände eines unbeteiligten Dritten legt.

Sodann ist zu berücksichtigen, dass die Depotvertretung im Anwendungsbereich der VegüV verboten wurde.⁸⁷ Dabei wurde die Depotvertretung z.T. immer noch mit dem alten Modell identifiziert, als Depotbanken gestützt auf die in AGB enthaltenen Vollmachten die Stimmrechte nach ihrem eigenen Ermessen ausüben durften (vgl. demgegenüber Art. 689d OR). Könnten institutionelle Investoren eine Blankovollmacht an Stimmrechtsberater ausstellen, würde dies in eine neue Form institutioneller Stimmrechtsvertretung münden, die aus den gleichen Gründen wie die alte Depotvertretung abzulehnen wäre.

2.3.2 Interessenbindungen

Um potenziellen Interessenkonflikten begegnen zu können, käme als mildeste Massnahme ein Zwang zur Offenlegung sämtlicher Interessenbindungen des Stimmrechtsberaters in Betracht.⁸⁸ Darüber hinaus könnte auch ein Verbot von Geschäftsaktivitäten erhoben werden, welche geeignet sind, Interessenkonflikte oder -bindungen zu erzeugen. So könnte ein generelles Verbot des Anbietens von Corporate Governance-Beratungsdienstleistungen bei gleichzeitiger Abgabe von Abstimmungsempfehlungen ins Auge gefasst werden, ähnlich wie es Art. 728 Abs. 2 Ziff. 4 OR für die Überprüfung «eigener Arbeiten» bei Revisionsdienstleistern vorsieht.

2.3.3 Verbot des Ausnützens der Stimmenmacht

Die geballte Stimmenmacht, der sich ein unabhängiger Stimmrechtsberater bedienen kann, ohne selber ein Investment getätigt zu haben, birgt die Gefahr von Missbräuchen. Bereits erwähnt wurde das

heikle Zusammenspiel mit Stimmrechtsvertretung bzw. mit Corporate-Governance-Beratung. Denkbar wären auch Insidergeschäfte, da die Empfehlungen der Berater dem weiteren Publikum in der Regel nicht bekannt sind, selbst wenn ihre Auswirkungen kursrelevant sein könnten.

3. Anpassung des Systems der Willensbildung an die Realität

3.1 Vorverlagerung der Willensbildung vor die Generalversammlung – Proxysystem

Um der Vorverlagerung der faktischen Abstimmung rechtlich Rechnung zu tragen, muss auch die Willensbildung und damit die Debatte über die Traktanden vor der GV geführt werden. Bei dieser vorverlagerten Diskussion bzw. Informationsvermittlung ist aber stets der aktienrechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre⁸⁹ zu beachten. Es wäre mithin eine (elektronische) Plattform zu wählen, welche der Gesellschaft, aber auch jedem Aktionär die Möglichkeit zur Teilnahme an der Debatte bzw. zur Entgegennahme der dabei abgegebenen Information geben würde.⁹⁰

Die Rolle der Stimmrechtsberater bliebe freilich auch bei einem solchen Modell zweifelhaft: Sie leben davon, ihre Meinung für sich zu behalten und zahlenden Kunden exklusiv anzubieten. Dies lässt sich mit einem offenen, gleichberechtigten Diskurs von Aktionären und Verwaltungsrat nicht vereinbaren. Letztlich muss wohl von den Stimmrechtsberatern gefordert werden, Modelle zu entwickeln, die sich mit den Transparenz- und Gleichbehandlungserfordernissen des Aktien- und Börsenrechts vertragen. In letzter Konsequenz scheint somit die Einführung eines gesetzlich geregelten «Proxysystems» schweizerischen Zuschnitts unvermeidbar.⁹¹ Dieses müsste ein Verfahren zur gleichmässigen, gleichberechtigten und koordinierten Informationsverbreitung im Vorfeld von Generalversammlungen sicherstellen und dabei die Rolle der wichtigsten Players mit einbeziehen.

⁸⁹ Vgl. zu dieser Problematik: *Böckli* (2009), § 13 N 694 ff.; *Daeniker/Dettwiler*, S. 25 ff.; *Bühler*, Rz. 1349 ff.

⁹⁰ Vgl. auch die Vorschläge bei *Hofstetter* (2008A), S. 575 ff.; *Vogt*, S. 102.

⁹¹ Vgl. dazu *Hofstetter* (2008A), S. 575 ff.; sowie *Maizar*, S. 553 ff.

⁸⁷ Vgl. Botschaft Aktienrechtsrevision, 1613 f. sowie Art. 11 VegüV.

⁸⁸ So auch SEC Bulletin, Question II.

3.2 Freiheit der Aktionäre hochhalten

Die Ermöglichung eines Diskurses vor der Stimmabgabe durch Weisung an einen institutionellen Stimmrechtsvertreter macht insbesondere dann Sinn, wenn die Möglichkeiten der Aktionäre, ihre Stimme zu verleihen, erweitert statt beschränkt werden. So ist nicht ersichtlich, inwiefern die Beschränkung der Vertretungsmöglichkeiten einer Repräsentativität der Willensbildung dienlich sein soll. Vielmehr kann sie einen Ausschluss eines Teils der stimmwilligen Aktionäre zur Folge haben, wofür keine sachliche Rechtfertigung besteht.⁹² So hat die von der Minder-Initiative erzwungene Fokussierung fast aller Stimmen auf den unabhängigen Stimmrechtsvertreter die Generalversammlung endgültig *ad absurdum* geführt. Sie liesse sich heutzutage auch beim Kaffee zwischen Verwaltungsratspräsident, unabhängigem Stimmrechtsvertreter und Notar abhalten. Sinnvollerweise sollten daher Wege zur unmittelbaren Stimmabgabe vor der Generalversammlung, etwa auf brieflichem oder elektronischem Weg, ausgelotet werden.

Dass mit der Depotstimmrechtsvertretung zudem die einzige Form institutioneller Stimmrechtsvertretung abgeschafft wurde, welche bereits *de lege lata* mit der Pflicht zur Einholung von Weisungen einherging (Art. 689d Abs. 1 OR), macht es nicht besser. In diesem Zusammenhang ist bedenkenswert, dass die Europäische Kommission das Depotstimmrecht gerade zur Verbesserung der «unzureichende[n] Einbeziehung der Aktionäre» einführen will.⁹³

V. Würdigung

Die Willensbildung bei Publikumsgesellschaften auf Aktionärsstufe hat mit dem gesetzlich vorgesehenen Verfahren und mit dem diesem zugrundeliegenden Bild nichts mehr zu tun. Ein eigentlicher Pa-

radigmenwechsel ist eingetreten,⁹⁴ der zu einem Machtvakuum zwischen zwar wirtschaftlich, an der gesellschaftlichen Teilhabe aber weder berechtigten noch interessierten Anlegern einerseits und dem Verwaltungsrat kotierter Gesellschaften andererseits geführt hat. Dieses Vakuum wird zunehmend durch Stimmrechtsberater ausgefüllt, welche ihre faktische Macht jedoch unterhalb des Radars von Aktien- und Börsenrecht ausüben. Ausserdem lassen verschiedene Umstände an der Legitimität und am volkswirtschaftlichen Nutzen ihres Einflusses zweifeln. Aus diesen Gründen kommen wir zum Schluss, dass eine nüchterne Analyse stattfinden muss, auf deren Boden eine Corporate-Governance-Struktur des 21. Jahrhunderts entwickelt werden kann, welche den neuen Realitäten angemessen Rechnung trägt.⁹⁵

VI. Literaturverzeichnis

ASIP/Ausgleichsfonds AHV/IV/EO/Economiesuisse/Ethos/Schweizerische Bankiervereinigung/Swissholdings (Hrsg.), Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, Zürich 2013 (zit. «Richtlinien für institutionelle Investoren»).

Tamara C. Belinfanti, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 14:2 (2009), S. 384 ff.

Urs Bertschinger, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Zürich 1994.

Peter Böckli, «Aktionärsdemokratie»: ein Schlagwort mit Schlagseite, *GesKR* 2/2013, S. 179 ff.

– *Ders.*, Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen, *ST* 3/2000, S. 133 ff.

– *Ders.*, Corporate Governance: Erfolg und Versagen einer Leitidee, *ST* 4/2014, S. 349 ff.

– *Ders.*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009.

⁹² Mangels Bestehens einer Treuepflicht des Aktionärs darf keine Differenzierung zwischen einer wünschenswerten/richtigen und einer schlechten/falschen Form der Stimmrechtsausübung vorgenommen werden.

⁹³ Vgl. den vorgeschlagenen Art. 3c auf S. 21 des Vorschlags der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung.

⁹⁴ Vgl. auch *Hofstetter* (2008A), *passim*.

⁹⁵ Vgl. zur Problematik auch den nach Abgabe des Manuskripts erschienenen Artikel von *Wohlmann/Gerber*, *passim*.

Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008 1589 ff. (zit. «Botschaft Aktienrechtsrevision»).

Christoph B. Bühler, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich 2009, Zürich/St. Gallen 2009.

Serdar Çelik/Mats Isaksson, Institutional investors and ownership engagement, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2013/2, S. 93 ff.

Stephen Choi/Jill Fisch/Marcel Kahan, The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?, Emory Law Journal, Vol. 59 (2010), S. 869 ff.

Daniel Daeniker/Emmanuel Dettwiler, Selektive Information von Grossaktionären, in: Rolf Sethe/Andreas Heinemann/Reto M. Hilty/Peter Nobel/Roger Zäch (Hrsg.), Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, S. 19 ff.

Frank H. Easterbrook/Daniel R. Fischel, Voting in Corporate Law, Journal of Law and Economics, Vol. 26 No. 2 (June 1983), S. 395 ff.

Economiesuisse, Die Revision des Aktienrechts im Spannungsfeld der Politik, dossierpolitik, Nummer 13 (16. August 2010).

Eugene F. Fama/Michael C. Jensen, Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, Vol. 26 No. 2 (June 1983), S. 301 ff.

Holger Fleischer, Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, Aktiengesellschaft 1–2/2012, S. 2 ff.

Peter Forstmoser, Corporate Governance in der Schweiz – besser als ihr Ruf, in: Peter Forstmoser/Hans Caspar von der Crone/Rolf H. Weber/Dieter Zobl (Hrsg.), Corporate Governance, Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, Zürich/Basel/Genf 2002, S. 15 ff.

– *Ders.*, Exit or Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren, in: Eugen Bucher/Claus-Wilhelm Canaris/Heinrich Honsell/Thomas Koller (Hrsg.), Norm und Wirkung, Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Bern 2005, S. 785 ff.

Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

Dieter Gericke/Daniel Kuhn, Börsenrechtliche Offenlegungspflicht des Vermögensverwalters: Vorrang des Rechtsstaats im Kapitalmarktrecht, GesKR 1/2014, S. 93 ff.

Daniel M. Häusermann, Dispoaktien: Ein 250-Milliarden-Problem, GesKR 2/2012, S. 220 ff.

Karl Hofstetter, Von der «Landsgemeinde» – zur «proxy»-Generalversammlung: Vorschläge für einen Paradigmenwechsel in der Schweiz, ZGR 4/2008, S. 560 ff. (zit. 2008A).

– *Ders.*, Die Reform des Aktienrechts im Lichte der Corporate Governance, SJZ 104 (2008), S. 477 ff. (zit. 2008B).

Henry T. C. Hu/Bernard Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, Southern California Law Review, Vol. 79 No. 4 (May 2006), S. 811 ff.

John C. Hull, Options, Futures and Other Derivatives, 8. Aufl., 2012.

Peter R. Isler/Philipp Haas, Securities Lending und Stimmrecht, in: Nedim P. Vogt/Eric Stupp/Dieter Dubs (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht: Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zürich/St. Gallen 2008, S. 211 ff.

Michael C. Jensen/William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), S. 305 ff.

Lars Klöhn/Philip Schwarz, Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP 4/2012, S. 149 ff.

Reinier Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 2. Aufl., Oxford 2009

David F. Larcker/Allan L. McCall/Gaizka Ormazabal, Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms, abrufbar unter: <<http://ssrn.com/abstract=2101453>>.

Tao Li, Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 389/2013, abrufbar unter: <<http://ssrn.com/abstract=2287196>>.

- Karim Maizar*, Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich 2012 (= SSHW 308), Zürich/St. Gallen 2012.
- Harry Markowitz*, Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7 No. 1 (March 1952), S. 77 ff.
- Mancur Olson*, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge MA, 1971.
- Ines Pöschel*, Generalversammlung und Internet: Versuch einer Ent-Täuschung, in: Rolf Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsreform, Zürich/St. Gallen 2010, S. 223 ff.
- Alfred Rappaport*, The Economics of Short-Term Performance Obsession, *Financial Analysts Journal* Vol. 61 No. 3 (May/June 2005), S. 65 ff.
- Vito Roberto/Kristoffel Grechenig*, Rückschaufehler («hindsight bias») bei Sorgfaltspflichtverletzungen, ZSR 130 (2011), S. 5 ff.
- Markus Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000.
- Till Spillmann*, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich 2004 (= SSHW 232), Zürich/Basel/Genf 2004.
- Leo E. Strine Jr.*, The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30 No. 3 (2005), S. 673 ff.
- U.S. Government Accountability Office (GAO)*, Corporate Shareholder Meetings, Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, GAO-07-765 (June 2007).
- U.S. Securities and Exchange Commission*, Staff Legal Bulletin No. 20, Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms (June 2014), zit.: SEC Bulletin.
- Hans-Ueli Vogt*, Aktionärsdemokratie – Über die Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, mit besonderer Berücksichtigung der Revision der schweizerischen Aktienrechts, Zürich/St. Gallen 2012.
- Christophe Volonté/Simon Zaby*, Stimmrechtsberatung – Eine kritische Betrachtung, ST 8/2013, S. 499 ff.
- Hans Caspar von der Crone*, Risiko und Corporate Governance, in: Hans Caspar von der Crone/Peter Forstmoser/Rolf H. Weber/Roger Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, S. 553 ff.
- Hans Caspar von der Crone/Karin Beyeler/Daniel Dédeyan*, Stakeholder im Aktienrecht, ZSR 122 (2003), S. 409 ff.
- Hans Caspar von der Crone/Benjamin Bloch*, Was kann die aktienrechtliche Verantwortlichkeit leisten?, in: Rolf H. Weber/Peter Isler (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VI, Zürich 2012, S. 83 ff.
- Rolf Watter/Andreas Hinszen*, Empty Voting und verwandte Taktiken, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, S. 1 ff.
- Rolf Watter/Karim Maizar*, Aktionärsdemokratie, in: Peter Breitschmid/Wolfgang Portmann/Heinz Rey/Dieter Zobl (Hrsg.), Grundfragen der juristischen Person, Festschrift für Hans Michael Riemer zum 65. Geburtstag, Bern 2007, S. 403 ff.
- Stephan Wernli*, Schweizer Pensionskassen und Corporate Governance. Einflussnahme auf Schweizer Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich 2003.
- Herbert Wohlmann*, Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, SJZ 109 (2013), S. 461 ff.
- Herbert Wohlmann/Alexandra J.B. Gerber*, Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014, 284 ff.
- Dieter Zobl/Stefan Kramer*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004.