

Proxy Advisory – eine Standortbestimmung

Mariel Hoch*

With the growing interest of institutional investors in Swiss listed companies the influence of proxy advisors has also risen. This, in turn, has led to a wave of non-binding regulations or guidelines and, more recently, to proposals for binding statutory rules addressing those aspects of the proxy advisory industry which for years have been the target of international criticism. The author takes the view that with respect to certain agenda items of shareholders meetings the duty of care of Swiss institutional investors does not allow for an adoption of the advice of their proxy

advisors without conducting a prior independent review. Those decisions relate to the agenda items of extraordinary shareholders meetings, items for which a vote against recommendation has been issued by the proxy advisor, transforming items (such as M&A) as well as items for which dissenting shareholders motions have been proposed. Such duty is increased where institutional investors have an obligation to vote or where they are expressly required to exercise their voting rights in the best interest of their investors or beneficiaries.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Erkenntnisse aus dem nationalen und internationalen Umfeld
 1. Proxy Advisory als Geschäftsmodell
 2. Wachsender Einfluss
- III. Kritikpunkte
 1. Mangelnde Ressourcen
 2. Ungenügende Anhörung der Emittenten
 3. Interessenkonflikte
- IV. Regulierungsbestrebungen
 1. Einleitung
 2. Regulierung in der Schweiz
 3. Regulierung in den USA
 4. Regulierung in Europa
- V. Ausblick

I. Einleitung

Proxy Advisors (oder Stimmrechtsberater) sind aus den Generalversammlungen von Schweizer Publikumsgesellschaften nicht mehr wegzudenken. Mit deren wachsendem Einfluss ist jedoch in den vergangenen Jahren auch die Kritik an deren Arbeitsweise lauter geworden. Als Berater institutioneller Investoren und damit als Agenten haben Proxy Advisors die

ökonomischen Konsequenzen einer unsorgfältigen oder gar falschen Empfehlung nicht zu tragen.¹

Die vermehrte Kritik hat weltweit Regulierungsbestrebungen in Gang gesetzt. Da Proxy Advisory eine globale Tätigkeit ist, muss eine effektive Regulierung diesem Umstand Rechnung tragen.

II. Erkenntnisse aus dem nationalen und internationalen Umfeld

1. Proxy Advisory als Geschäftsmodell

Proxy Advisory ist die entgeltliche Beratung institutioneller Investoren bei der Ausübung ihrer Stimmrechte an Generalversammlungen kotierter Gesellschaften.² Diese beratende Tätigkeit nehmen Proxy Advisors wahr, indem sie konkrete Empfehlungen (FÜR oder GEGEN, selten ENTHALTEN) zu den einzelnen Traktanden einer Generalversammlung abgeben, wobei diese die individuellen Interessen der Investoren nicht berücksichtigen.³ Empfehlung und dazugehörige Begründung stützen sich auf interne Richtlinien der Proxy Advisors und werden in Berichtsform abgegeben. Gewisse Proxy Advisors pas-

* Die Autorin dankt MLaw Manuel Baumberger, LL.M., für die wertvolle Unterstützung bei der Redaktion dieses Beitrags.

¹ Vgl. Peter Böckli, Proxy Advisors: Risikolose Stimmrecht mit Checklisten, SZW 2015, S. 211 f., der auch von Agenten dritten Grades spricht.

² Vgl. die Definition von Kevin M. Hubacher, Gewerbemässige Stimmrechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften, Diss. 2015, LBR Bd. 97, Zürich 2015, Rz. 359 und 366.

³ Zur Fehleranfälligkeit vorfabrizierter Kriterienkataloge: James Glassman/J. W. Verret, How to Fix a Broken Proxy Advisory System, Mercatus Center 2013, S. 18.

sen ihre Richtlinien länderspezifisch oder regional an.⁴ Die Berichte der Proxy Advisors werden grundsätzlich nicht veröffentlicht, vereinzelt werden aber die Empfehlungstabellen kurz vor oder erst nach der Generalversammlung veröffentlicht.⁵

Neben der Stimmrechtsberatung als primärer Tätigkeit bieten gewisse Proxy Advisors weitere Dienstleistungen an. Dazu gehören die Beratung von Emittenten zu Fragen der Corporate Governance sowie zu Entschädigungssystemen (ISS), die Stimmrechtsvertretung an Generalversammlungen, das Anbieten von Fondsprodukten (Ethos), aktivistische Tätigkeiten (Ethos) oder *Class Action* Dienstleistungen (ISS und Glass Lewis namentlich in den USA).

2. Wachsender Einfluss

2.1 Die Protagonisten

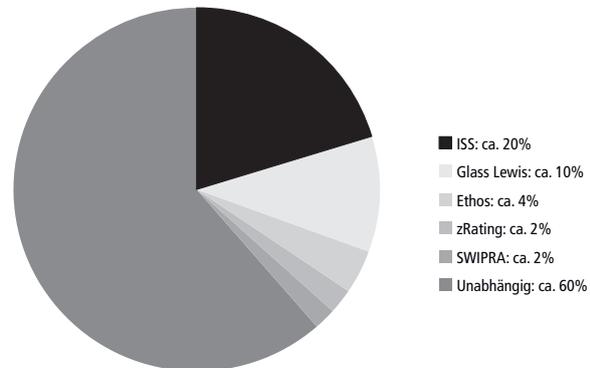
International führend unter den Stimmrechtsberatern ist das Duopol bestehend aus den beiden amerikanischen Anbietern, *Institutional Shareholder Services Inc. (ISS)* und *Glass Lewis & Co LLC (Glass Lewis)*.

Als Schweizer Pionier ist die Stiftung Ethos⁶ seit 1997 der bedeutendste lokale Stimmrechtsberater. Weitere Schweizer Marktteilnehmer sind zRating und Swiss Proxy Advisor (SWIPRA).⁷

Auf europäischer Ebene kommt den britischen Anbietern Pension & Investment Research Consultants Ltd. (PIRC) und Manifest Information Services Ltd. sowie in Frankreich Proxinvest eine gewisse Bedeutung zu. Im Schweizer Markt werden sie jedoch kaum wahrgenommen.⁸

Groben Schätzungen zufolge wird in der Schweiz jede dritte Stimme an Generalversammlungen von Publikumsgesellschaften durch einen Proxy Advisor beeinflusst. ISS kommt mit ca. 20% das grösste Ge-

wicht zu, Glass Lewis bewegt ca. 10% der Stimmen. Die Schweizer Anbieter spielen trotz starker medialer Präsenz eine klar untergeordnete Rolle.⁹



(Anteil der an Schweizer Generalversammlungen vertretenen Aktien, Quelle: Finanz & Wirtschaft, Die Macht der Stimmrechtsberater, 30. April 2016)

Der Einfluss der Proxy Advisors bei einer konkreten Gesellschaft bestimmt sich durch die Zusammensetzung des Aktionariats respektive den Anteil nationaler und internationaler institutioneller Investoren. Da der Anteil institutioneller Investoren an Schweizer Gesellschaften in den vergangenen Jahren stetig zugenommen hat,¹⁰ wächst parallel dazu auch der Einfluss der Proxy Advisors.

2.2 Umgang mit Empfehlungen durch Investoren

Institutionelle Investoren erwerben Stimmrechtsempfehlungen aus Effizienzgründen. Durch Auslagerung der Traktandenanalyse an einen Drittanbieter werden die Kosten zur Informationsbeschaffung und

⁴ Bspw. Richtlinien von Glass Lewis, <www.glasslewis.com/guidelines> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁵ ISS und Glass Lewis veröffentlichen weder ihre Empfehlungen noch die Berichte; Ethos und SWIPRA veröffentlichen ihre Empfehlungen, nicht aber die Berichte, kurz vor, zRating direkt nach der jeweiligen Generalversammlung.

⁶ Vgl. <www.ethosfund.ch/de/uber-ethos/portrait-von-ethos> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁷ <www.zrating.ch> sowie <www.swipra.ch> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁸ Bspw. hat Proxinvest 2016 bisher lediglich bei LafargeHolcim AG eine Empfehlung abgegeben, vgl. <www.proxinvest.fr/?page_id=2451&lang=en> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁹ Vgl. zum Ganzen: Christian Rioult, Regulierung von Stimmrechtsberatern, AJP 2014, S. 1178 m.w.H.; Alexander Wagner/Christoph Wenk, Aktionäre und Stimmrechtsberater im Jahr 1 nach der Minder-Initiative, ST 2014, S. 1148 f., der insb. den Einfluss auf «bewegliche» Stimmen anspricht.

¹⁰ Im Jahr 2011 betrug das von institutionellen Investoren verwaltete Vermögen 250% des BIP; Serdar Çelik/Mats Isaksson, Institutional investors and ownership engagement, OECD Journal: Financial Market Trends 2013, S. 97 f.; vgl. auch Andreas Binder/Roman Gutzwiller, Soft Law für institutionelle Investoren, GesKR 2013, S. 86; Böckli (Fn. 1), S. 210 und 212.

-verarbeitung gesenkt.¹¹ Dabei fällt auf, dass ausländische Investoren eher als inländische dazu neigen, Stimmempfehlungen zu befolgen.¹² Die Informationsbeschaffung und damit zusammenhängend die Abklärung nationaler Besonderheiten gestaltet sich im Ausland anspruchsvoller als im Heimmarkt.¹³ Dies ist von Bedeutung, da beispielsweise 80% der Marktkapitalisierung der 30 grössten und liquidesten an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaften durch ausländische institutionelle Investoren gehalten werden.¹⁴

Bei der Kostenanalyse institutioneller Investoren spielt weiter die Grösse der einzelnen Beteiligung eine Rolle: Je gewichtiger die Position, desto eher rechtfertigt sich eine eigene Analyse, und die Stimmempfehlung wird nebensächlich.

Beim Umgang der institutionellen Investoren mit den Empfehlungen der Proxy Advisors können drei Modelle unterschieden werden: Gewisse Investoren verwenden die Stimmempfehlungen als zusätzliche Informationsquellen zur Verbesserung ihrer (eigenständigen) Entscheidungsfindung. Andere kennen einen *follow or explain*-Ansatz, d.h., aufgrund interner Anlagerichtlinien muss ein Abweichen von der Empfehlung begründet werden. Schliesslich haben gewisse Investoren entschieden, die Empfehlungen quasi «blind» zu befolgen, womit sie sich einer Auslagerung der Entscheidungsfindung annähern.¹⁵

Eine Stimmabgabe in Übereinstimmung mit Proxy Advisors kann auch als Rechtfertigung der eige-

nen Stimmabgabe dienen.¹⁶ Dabei wirkt allerdings relativierend, dass die Empfehlungen der verschiedenen Proxy Advisors häufig nicht kongruent sind.¹⁷ Dies kann durch die individuellen Richtlinien jedes Anbieters und den unter diesen spielenden Wettbewerb erklärt werden. So hat beispielsweise eine Untersuchung von Abstimmungen zu Vergütungsfragen von 1275 Gesellschaften des S&P 1500 ergeben, dass ISS in 11,3%, Glass Lewis in 21,7% der Fälle eine negative Empfehlung abgab. Überschritten hatten sich die negativen Empfehlungen allerdings lediglich in 17,9% der Fälle mit einer negativen Empfehlung.¹⁸

2.3 Umgang der Emittenten mit Stimmempfehlungen

Mit dem wachsenden Einfluss der Proxy Advisors ist auch das Risiko des Scheiterns eines Traktandums aufgrund einer negativen Empfehlung gestiegen. Weiter ziehen negative Empfehlungen oft auch eine unerfreuliche Medienberichterstattung nach sich. Emittenten müssen Proxy Advisors folglich zunehmend Beachtung schenken.

Sie versuchen oftmals im Vorfeld zum Erlass der Berichte bei den Proxy Advisors Verständnis für umstrittene Traktanden zu schaffen. Negative Empfehlungen der Vorjahre können aber auch zu Anpassungen bei der Governance und Vergütungsstruktur durch die Emittenten führen, um weitere negative Empfehlungen zu vermeiden. Dabei besteht die Gefahr, dass sich Emittenten durch vorauseilenden Gehorsam in die Checklisten der Proxy Advisors einpassen, selbst wenn dies sachlich nicht gerechtfertigt ist. Eine heftige Reaktion ist die Streichung des Antrags des Verwaltungsrats zu einem Traktandum. Dies mag ausnahmsweise sinnvoll sein, wenn andernfalls mit einer Ablehnung durch die Generalversammlung zu

¹¹ Peter Iliev/Michelle Lowry, Are Mutual Funds Active Voters?, SSRN-Paper, April 2014, S. 32 f.; Sean McGinty/Konari Uchida, What Roles Proxy Advisors Play: Evidence from International Comparison, SSRN-Paper, September 2015, S. 3; Rioult (Fn. 9), S. 1180.

¹² McGinty/Uchida (Fn. 11), S. 20 f.; dieses Prinzip gilt auch für Schweizer institutionelle Investoren, die Beteiligungen an ausländischen Emittenten halten. Vgl. Reglement über die Stimmrechtsausübung der Pensionskasse Post, Ziff. 5 Abs. 2: «Grundlagen für das Ausüben der Stimmrechte bei den 50 grössten europäischen Aktiengesellschaften bilden die durch die Stiftung Ethos plausibilisierten, von ihrer Partnerfirma European Corporate Governance Service erhaltenen, Abstimmungsempfehlungen.»

¹³ McGinty/Uchida (Fn. 11), S. 3 f.

¹⁴ NZZ vom 21. August 2015, Wem gehört der Schweizer Aktienmarkt?

¹⁵ Hubacher (Fn. 2), Rz. 71; Albert Verdam, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, SSRN-Paper, Dezember 2006, S. 4 f.

¹⁶ Rioult (Fn. 9), S. 1180.

¹⁷ Als ein Beispiel aus der diesjährigen Schweizer GV-Saison kann die Abstimmung zur Vergütung von Geschäftsleitung und VR der Credit Suisse erwähnt werden. ISS war positiv, Glass Lewis negativ. Gleich war es bei der Abstimmung zur Décharge bei der UBS; vgl. NZZ am Sonntag vom 24. April 2016, Aktionärsberater kritisiert Abfindung von Ex-CH-Chef Brady Dougan; NZZ am Sonntag vom 8. Mai 2016, US-Aktionärsberater kritisiert UBS.

¹⁸ Vgl. Yonca Ertimur/Fabrizio Ferri/David Oesch, Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Pay on Say, SSRN-Paper, August 2013, S. 2 f.; vgl. zur Schweiz: Wagner/Wenk (Fn. 9), S. 1150 Abb. 3. Lehnten sowohl ISS als auch Glass Lewis ein Traktandum zu Vergütungsfragen ab, lag die Ablehnung bei ca. 38,3%.

rechnen ist. So hat beispielsweise *gategroup Holding AG* den Antrag zum Traktandum der variablen Vergütung u.a. mit Verweis auf die Kritik von Proxy Advisors am Vortag zur Generalversammlung 2016 gestrichen. Sie hat in Aussicht gestellt, einen überarbeiteten Vorschlag einer ausserordentlichen Generalversammlung zu unterbreiten.¹⁹

Im Kontext von *Proxy Fights* buhlt der Emittent mit dem aktivistischen Investor um die Empfehlung der Proxy Advisors. Wer die wichtigen Proxy Advisors auf seiner Seite hat, wird dies medial für sich einzusetzen wissen, damit eine Wirkung über den Kundenkreis der Proxy Advisors hinaus erzielt werden kann.²⁰ Kann sich ein aktivistischer Investor den Zuspruch eines bedeutenden Proxy Advisors sichern, so verleiht dies seiner Kampagne (zumindest vermeintlich) höhere Glaubwürdigkeit. Auf Seite des Emittenten wird der Empfehlung nur sehr selten *ad hoc-Relevanz* zukommen.²¹

III. Kritikpunkte

1. Mangelnde Ressourcen

Die Qualität der Berichte der Proxy Advisors wird regelmässig kritisiert.²² Proxy Advisors verfügen ähnlich wie ihre Auftraggeber über limitierte Ressourcen.²³ In den wenigen Monaten der Generalversammlungssaison müssen die Proxy Advisors innerhalb der Einladungsfrist gut 300 Schweizer Gesellschaften

analysieren und rechtzeitig vor dem Versammlungstag ihre Berichte abgeben. Dabei gehen sie mehrheitlich checklistenartig anhand eines für die jeweilige Saison vorformulierten Kriterienkatalogs vor.²⁴ Leider kommt es häufig vor, dass länderspezifischen Besonderheiten und den Umständen des Einzelfalls zu wenig Rechnung getragen wird. Vor dem Hintergrund, dass beispielsweise ISS in der Schweiz das Gewicht eines 20%-Aktionärs zukommt, sind solche Qualitätseinbussen nicht vernachlässigbar.²⁵ Ein individueller Aktionär mit einer vergleichbaren Beteiligung würde ein Vielfaches an Ressourcen einsetzen, um sein Stimmverhalten optimal auszurichten. Dazu zählt auch ein regelmässiger Austausch mit dem Emittenten.

Gewisse Proxy Advisors scheinen beim Einsatz ihrer knappen Ressourcen die Marktkapitalisierung der zu analysierenden Gesellschaften zu berücksichtigen. Entsprechend ist bei *Small Caps* mit einer tieferen Analysequalität und damit verbunden mit einer höheren Fehleranfälligkeit der Stimmempfehlungen zu rechnen.

2. Ungenügende Anhörung der Emittenten

Ein weiterer Kritikpunkt an der Tätigkeit der Proxy Advisors betrifft die ungenügende Anhörung der Emittenten. Wer bei seinen Investoren kritisiert wird (und eine negative Stimmempfehlung ist Kritik), soll sich vorgängig äussern können.²⁶ Dieses einfache Prinzip gilt auch im Journalismus.²⁷ Dieser Schwachpunkt mag teilweise auf die mangelnden Ressourcen zurückzuführen sein, er ist aber für die Glaubwürdigkeit und Qualität der Empfehlungen der Proxy Advisors von zentraler Bedeutung.

Wiederum erstaunt nicht, dass es die *Small Caps* sind, die am häufigsten beklagen, dass sie vorgängig zur Verbreitung der Stimmempfehlungen nicht ange-

¹⁹ Ad hoc-Mitteilung der *gategroup AG* vom 13. April 2016, <www.gategroup.com/press-center/news/press-releases/2016/modified-agm-agenda> (letztmals besucht am 22. August 2016).

²⁰ Vgl. *Verdam* (Fn. 15), S. 5.

²¹ Zunächst sind nur wenige Traktanden ad hoc relevant. Weiter ist die Stimmempfehlung ein Aussenereignis, das nur bei gegebener direkter Innenwirkung erfasst ist, vgl. SIX Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie, 1. November 2011, Art. 3 Rz. 41.

²² *Tamara Belinfanti*, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, NYLS Research Paper 2010, S. 19; *Rioult* (Fn. 9), S. 1182; *Christophe Volonté/Simon Zaby*, Stimmrechtsberatung – Eine kritische Betrachtung, ST 8/2013, S. 502 f.

²³ *Belinfanti* (Fn. 22), S. 19; *Glassman/Verret* (Fn. 3), S. 17; *Rioult* (Fn. 9), S. 1182; a. M. ESMA, Final Report, Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 19. Februar 2013, Rz. 73 ff. [zit. Final Report], welche festhält, dass sich Investoren offensichtlich nicht über die Qualifikation beschwerten.

²⁴ Sofern sich die Stimmrechtsberater an ihre eigenen Kriterien halten, ist deren Empfehlungspraxis für Emittenten zumindest vorhersehbar. Angeblich setzt ISS lediglich zwei Personen für den Schweizer Markt ein; vgl. *Finanz & Wirtschaft* vom 30. April 2016, Die Macht der Stimmrechtsberater.

²⁵ Vgl. vorne II.2.1.

²⁶ Vgl. auch *Dieter Gericke/Olivier Baum*, Corporate Governance: Wer ist der Governor?, SZW 2014, S. 357.

²⁷ Vgl. Schweizer Presserat, Richtlinien zur «Erklärung der Pflichten und Rechte der Journalistinnen und Journalisten», Ziff. 3.8, <http://www.presserat.ch/code_d.htm>.

hört werden. Dem Informationsaustausch zwischen Emittent und Proxy Advisor sind jedoch auch Grenzen gesetzt. Diese orientieren sich an den bei der Kommunikation mit einzelnen Aktionären geltenden Schranken.²⁸ Unter dem Gesichtspunkt des Insiderrechts sowie der informationellen Gleichbehandlung nach Art. 717 Abs. 2 OR (die Information endet in verarbeiteter Form bei einzelnen Aktionären) darf sich der Emittent nicht dazu verleiten lassen, dem Proxy Advisor zur Vermeidung einer negativen Empfehlung vertrauliche Informationen offenzulegen.²⁹

Positiv fällt auf, dass sich beispielsweise ISS bemüht, bei *Proxy Fights* und M&A-Transaktionen (sogenannte *special situations*) den Dialog verstärkt zu pflegen und dabei auch aktivistische Aktionäre anhört. Die Erkenntnisse fließen sodann in einen sogenannten *Special Situations Research Report*.³⁰

3. Interessenkonflikte

Ein weiterer Hauptkritikpunkt betrifft den Umgang mit Interessenkonflikten. Diese können sich sowohl aus weiteren Tätigkeitsfeldern als auch anhand der Eigentümerstruktur der Proxy Advisors ergeben. Wenn ISS Emittenten in Corporate Governance und Entschädigungsfragen berät, zerstört sie damit den Anschein der Unabhängigkeit bei der Abgabe der Stimmempfehlung. Oder der Umstand, dass Glass Lewis dem Ontario Teachers' Pension Plan Board und der Alberta Investment Management Corp. – zwei der grössten kanadischen institutionellen Investoren mit einem Anlagevermögen von über USD 170 respektive 90 Milliarden³¹ – gehört, birgt die Gefahr, dass Glass Lewis die Interessen ihrer Eigentümer (bspw. bezüglich deren weiteren gehaltenen Beteiligungen) über die Interessen ihrer Kunden stellt.³²

Ebenso problematisch ist es, wenn ein Proxy Advisor selbst die Rolle eines aktivistischen Aktionärs einnimmt, wie dies die Ethos Stiftung im Zusammenhang mit der Übernahme der Kontrolle an Sika Hol-

ding AG durch Compagnie de Saint-Gobain tut. Ethos setzt sich aktiv für die Verhinderung der Transaktion ein und hat hierzu die Traktandierung der Abschaffung des statutarischen Opting out veranlasst,³³ tritt an den Generalversammlungen auf und nimmt die Rolle eines Nebenintervenienten zur Unterstützung der Sika in einem Gerichtsverfahren ein. Wer sich so stark auf die Seite des Verwaltungsrats eines Emittenten begibt, verliert den Anschein der Unabhängigkeit bei der Beurteilung des Verhaltens des Verwaltungsrats und der Abgabe von Stimmempfehlungen.

Proxy Advisors haben auf diese Kritik teilweise reagiert und Massnahmen – «Chinese Walls» – oder die Auslagerung des Beratungsgeschäfts für die Emittenten in eine getrennte Tochtergesellschaft getroffen. Hinzu kommt das Bekenntnis zur Offenlegung von Interessenkonflikten.³⁴

IV. Regulierungsbestrebungen

1.2 Einleitung

Aufgrund des internationalen Konsenses bezüglich der Kritikpunkte an der Vorgehensweise der Proxy Advisors sind auch die daraus resultierenden Regulierungsbestrebungen inhaltlich weitestgehend kongruent. Zur Frage, ob ein rechtlich verbindliches Regime oder der Weg der Selbstregulierung die beobachteten Mängel beheben soll, bestehen allerdings unterschiedliche Meinungen. Nach einer ersten Phase mit Fokus auf Selbstregulierungsansätze wurden neuerdings sowohl in den USA als auch in Europa rechtlich verbindliche Ansätze vorgelegt. Dabei kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, die Promotoren der gesetzlichen Regelungen hätten nicht die Geduld gehabt, die Wirksamkeit selbstregulierter Ansätze zunächst zu erproben und zu verbessern.

Bei der Wahl zwischen Selbstregulierung und gesetzlicher Regelung ist auch der Aspekt einer Erwar-

²⁸ Herbert Wohlmann/Alexandra Gerber, Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014, S. 293.

²⁹ Hubacher (Fn. 2), Rz. 562.

³⁰ Vgl. <www.issgovernance.com/solutions/governance-advisory-services/special-situations-research> (letztmals besucht am 22. August 2016).

³¹ OTPP Jahresbericht 2015, S. 32; AMICo Jahresbericht 2015, S. 17.

³² Rioult (Fn. 9), S. 1181.

³³ Vgl. <<http://www.ethosfund.ch/de/ethos-lanciert-eine-unterstuetzungsgruppe-fuer-den-antrag-zur-streichung-des-opting-out-bei-sika>> (letztmals besucht am 22. August 2016).

³⁴ Bspw. Glass Lewis, Conflict of Interest Statement, <www.glasslewis.com/conflict-of-interest> (letztmals besucht am 22. August 2016); vgl. auch Gericke/Baum (Fn. 26), S. 358, die die vollständige Offenlegung fordern; Tao Li, Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry, ECGI Working Paper 2013, S. 28 f.

tungslücke (*expectation gap*) zu beachten. Wird die Tätigkeit der Proxy Advisors gesetzlich geregelt, so geht damit seitens der institutionellen Investoren eine gesteigerte Erwartung hinsichtlich der Qualität der Stimmempfehlungen einher.³⁵ Vermögen die geschaffenen gesetzlichen Regulierungen diesen Erwartungen nicht zu genügen, so kann dies zu einer Verschlechterung der Situation führen. Aufgrund der gesteigerten Erwartung an die Qualität der gesetzlich regulierten Stimmempfehlung besteht das Risiko, dass sich institutionelle Investoren dazu verleiten lassen, ihre Proxy Advisors weniger sorgfältig auszuwählen und deren Empfehlungen weniger kritisch zu hinterfragen.³⁶ Die Investoren können sich in gewissem Mass aus der Verantwortung entlassen fühlen (Risiko des Anscheins eines staatlichen Gütesiegels).³⁷

2. Regulierung in der Schweiz

Die Schweiz kennt keine spezifischen gesetzlichen Bestimmungen zur Tätigkeit der Proxy Advisors. Der Umgang mit Proxy Advisors wird fast ausschliesslich auf der Stufe der institutionellen Investoren geregelt. Der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* fordert von den institutionellen Investoren und Proxy Advisors die Befolgung der *Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*,³⁸ wobei er für diese, anders als für Emittenten, keinen *comply or explain*-Grundsatz vorsieht.³⁹ Die Richtlinien wiederum sind vom Grundsatz der freiwilligen Unterstellung geprägt, wobei Proxy Advisors und institutionellen Investoren nach dem *comply or explain*-Prinzip ein Abweichen möglich bleibt.

Grundsatz 3 verankert die Verantwortung zur Ausübung der Mitwirkungsrechte bei den institutionellen Investoren, lässt den Beizug von Proxy Advisors aber explizit zu.⁴⁰ Den Investor trifft allerdings die Pflicht zur sorgfältigen Auswahl, zur adäquaten Instruktion sowie zur Überwachung. Er ist weiter an-

gehalten, die Empfehlungen der Proxy Advisors kritisch zu hinterfragen. Zudem hat er dafür zu sorgen, dass der Proxy Advisor allfällige Interessenskonflikte offenlegt und geeignete Massnahmen anspricht. Schliesslich soll der institutionelle Investor in den Stimmrechtsrichtlinien seinen Umgang mit Proxy Advisors beschreiben und im jährlichen Rechenschaftsbericht die tatsächliche Inanspruchnahme von Proxy Advisors darlegen.⁴¹ Direkt an die Proxy Advisors scheint sich lediglich eine Bestimmung zu richten, die festhält: Bei kontroversen Themen informieren die Proxy Advisors den betroffenen Emittenten vorgängig über ihre Empfehlungen.⁴² Diese Richtlinien werden die Marktführer ISS und Glass Lewis wohl weder direkt noch indirekt über deren Schweizer Kunden zu einer Verhaltensanpassung bewegen. Dazu eignen sich internationale oder US-Standards besser.

Ein sorgfältiger Umgang mit Proxy Advisors durch institutionelle Investoren legt meines Erachtens Folgendes nahe: Es kann nicht verlangt werden, dass institutionelle Investoren die ausgelagerten Arbeiten selber nochmals durchführen. Gewisse Traktanden erfordern aber eine eigenständige Analyse des Investors: Sämtliche Traktanden ausserordentlicher Generalversammlungen, Traktandierungsbegehren oder Anträge von Aktionären, transformatorische Traktanden (namentlich Fusionen und Übernahmen) sowie mit negativer Stimmempfehlung des Proxy Advisors behaftete Traktanden. Dieser Sorgfaltsmassstab ist umso wesentlicher, wenn der Investor hinsichtlich dieses Traktandums einer Stimmpflicht unterliegt⁴³ oder er gesetzlich verpflichtet ist, die Mitgliedschaftsrechte im Interesse seiner Anleger auszuüben.⁴⁴ Auch die allgemeinen aktienrechtlichen Sorgfaltspflichten nach Art. 717 OR können gebieten, Stimmempfehlungen kritisch zu hinterfragen.

Da eine auftragsrechtliche Haftung der Proxy Advisors für auf Fehlern basierende Empfehlungen in den seltensten Fällen erfolversprechend ist – bei ISS und Glass Lewis ist Schweizer Recht ohnehin nicht anwendbar – werden Haftungsrisiken keine diszipli-

³⁵ Asaf Eckstein, *Great Expectations: The Peril of an Expectation Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, Delaware Journal of Corporate Law 2015, S. 112 f.

³⁶ Eckstein (Fn. 35), S. 129 ff.

³⁷ Eckstein (Fn. 35), S. 138 und 161.

³⁸ Richtlinien der Economiesuisse vom 21. Januar 2013 [zit. Richtlinien].

³⁹ Swiss Code der Economiesuisse vom Juli 2002, letztmals angepasst 2016, Ziff. 1 Abs. 4 [zit. Swiss Code].

⁴⁰ Richtlinien, Grundsatz 3.

⁴¹ Richtlinien, Grundsatz 3 Abschnitt 4.

⁴² Richtlinien, Grundsatz 3 Abschnitt 4.

⁴³ Art. 22 VegüV für Vorsorgeeinrichtungen.

⁴⁴ Art. 23 KAG für kollektive Kapitalanlagen; Art. 49a BVV2 für Pensionskassen.

nierende Wirkung entfalten.⁴⁵ Meist sind es aber ohnehin die Emittenten, die sich vor ungerechtfertigten negativen Empfehlungen schützen wollen. Während eine Haftung wegen unerlaubter Handlung gemäss Art. 41 OR kaum greifen wird,⁴⁶ könnte eine Haftung gestützt auf die UWG-Generalklausel (Art. 2 UWG) allenfalls einen alternativen Weg bieten.

3. Regulierung in den USA

Verbindliche Regulierungen der Proxy Advisors kennen auch die USA bisher nicht. Die SEC erfasste die Thematik seit langem über die Treue- und Sorgfaltspflichten der institutionellen Investoren.⁴⁷

Konkreter wurde die SEC sodann 2014, als sie in Leitlinien explizit festhielt, dass Investoren zu überprüfen hätten, ob ihre Proxy Advisors über genügend Ressourcen und Know-how für ihre analytischen Tätigkeiten verfügen, deren Empfehlungen auf hinreichenden Informationen abstützen und ihren Umgang mit Interessenkonflikten regeln.⁴⁸

Das andauernde Unbehagen gegenüber Proxy Advisors mündete schliesslich dieses Jahr in den nationalen Gesetzgebungsvorschlag zu einem *Proxy Advisory Firm Reform Act of 2016*.⁴⁹ Nach einer Vernehmlassungsphase wurde dem Repräsentantenhaus am 24. Mai 2016 der (umbenannte) *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016*⁵⁰ vorgelegt. Dieser sieht unter anderem eine Registrierungspflicht der Proxy Advisors bei der SEC, die Pflicht zur Offenlegung der internen Richtlinien und von Interessenkonflikten, das Recht des Emittenten zur Stellungnahme zu beabsichtigten Empfehlungen und die Pflicht zur Einsetzung eines *Compliance Officers* vor.

⁴⁵ Vgl. Rioult (Fn. 9), S. 1188, insb. zur schwierigen Bestimmung des Schadens und zum mangelnden Kausalzusammenhang.

⁴⁶ Rioult (Fn. 9), S. 1188 f.

⁴⁷ SEC, No-Action Letter an ISS vom 15. September 2004, <www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁴⁸ SEC, Staff Legal Bulletin Nr. 20 (IM/CF), 30. Juni 2014, Antwort zur Frage 3, <www.sec.gov/interp/legal/cfslb20.htm> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁴⁹ <financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114-paf-ra-pih.pdf> (letztmals besucht am 22. August 2016).

⁵⁰ H.R. 5311, <www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/text> (letztmals besucht am 22. August 2016).

4. Regulierung in Europa

Auch Europa befindet sich auf dem Weg zu einer gesetzlichen Regulierung der Proxy Advisors. Zunächst hatte die European Securities and Markets Authority (ESMA) 2013 nach eingehender Analyse, die sämtliche international anerkannten Kritikpunkte bestätigte, einen selbstregulierten Ansatz angestossen.⁵¹ Darauf haben die Proxy Advisors mit den 2014 erlassenen *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* (BPP)⁵² reagiert, welche wiederum auf dem *comply or explain*-Prinzip gründen.

Die ESMA stellte 2015 bereits erste Verbesserungen durch die BPP fest, bemängelte aber unter anderem die geringe Zahl der sich unterstellenden Proxy Advisors.⁵³

Der Entwurf zur verbindlichen Regelung der Tätigkeit der Proxy Advisors in der europäischen Aktionärsrechterichtlinie könnte die BPP möglicherweise schon bald bedeutungslos werden lassen.⁵⁴ Abgesehen von der gesetzlichen Verankerung und Verbindlichkeit ist der Richtlinienentwurf eng an die BPP angelehnt.⁵⁵ Nach einer grundsätzlichen Zustimmung des Parlaments Anfang Juli 2015 liegt der Vorschlag gegenwärtig zur Verhandlung bei den Mitgliedstaaten.⁵⁶

⁵¹ ESMA, Final Report 2013 (Fn. 23), Rz. 12 ff. und 27, wobei die ESMA neben den in Abschnitt III beschriebenen Kritikpunkten auch ungenügende Transparenz rügt.

⁵² BPP vom 5. März 2014 der *Best Practice Principle Group*, bestehend aus ISS, GL, Manifest, PIRC und Proinvest.

⁵³ ESMA, Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, ESMA/2015/1887, 18. Dezember 2015, Rz. 117.

⁵⁴ Vorschlag 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, COM(2014) 213 final, 2014/0121 (COD) [zit. EU-Vorschlag].

⁵⁵ EU-Vorschlag (Fn. 54), Art. 3i sowie die Begründungen auf S. 2 und 10.

⁵⁶ Vgl. Entwicklungsstadium EU-Vorschlag (Fn. 54), <www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A8-2015-0158&language=DE> (letztmals besucht am 22. August 2016).

V. Ausblick

Als Folge des wachsenden Einflusses der institutionellen Investoren nimmt auch die Bedeutung der Proxy Advisors weiter zu. Nachdem die Selbstregulierungstendenzen nicht die erhoffte Wirkung zur Behebung der Kritikpunkte erzielt haben, sind international verstärkte Bestrebungen hin zu bindenden Regulierungen zu beobachten.

Für die Schweizer institutionellen Investoren ist ein quasi «blindes» Befolgen der Empfehlungen von Proxy Advisors angesichts der Sorgfalts- und teilweisen Stimmpflichten kaum vereinbar. Im Umgang mit Proxy Advisors empfiehlt sich daher als Minimalstandard, eine selbständige Analyse aller Traktanden ausserordentlicher Generalversammlungen, Anträgen von Aktionären, transformatorischen Traktanden und negativen Empfehlungen von Proxy Advisors vorzunehmen.