

Andreas Binder / Roman S. Gutzwiller\*

## Soft Law für institutionelle Investoren

Vorstellung und Würdigung der «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften»

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Aufbau der Richtlinien
- III. Problemstellung und Begriffsdefinitionen
  1. Zentrale Stellung des Aktionärs im Corporate Governance-System: Das zweifache Principal-Agent-Problem
  2. «Institutionelle Investoren», «Anleger» und «Mitwirkungsrechte»
- IV. Anwendungsbereich, Verbindlichkeit und Inhalt der Richtlinien
  1. Anwendungsbereich
  2. Verbindlichkeit
  3. Inhalt
    - 3.1 Präambel: Bekenntnis zur Verantwortung bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte
    - 3.2 Grundsatz 1: Ausübung der Mitwirkungsrechte
    - 3.3 Grundsatz 2: Handeln im Interesse der Anleger
    - 3.4 Grundsatz 3: Tragung der Verantwortung für die Ausübung der Mitwirkungsrechte
    - 3.5 Grundsatz 4: Offenlegung der Grundsätze und Verfahren der Ausübung der Mitwirkungsrechte gegenüber den Anlegern
    - 3.6 Grundsatz 5: Rechenschaftsablage
- V. Würdigung und Ausblick
  1. Vergleich der Richtlinien mit dem UK Stewardship Code
  2. Die Richtlinien im Kontext der Regelungen in der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und im indirekten Gegenvorschlag
    - 2.1 Überblick
    - 2.2 Ausübung der Mitwirkungsrechte
    - 2.3 Handeln im Interesse der Anleger
    - 2.4 Tragung der Verantwortung für die Ausübung der Mitwirkungsrechte
    - 2.5 Offenlegung der Grundsätze und Verfahren der Ausübung der Mitwirkungsrechte und Rechenschaftsablage
  3. Generelle Würdigung der Richtlinien und konkreter Vorschlag zu deren Weiterentwicklung
    - 3.1 Würdigung
    - 3.2 Vorschlag: Errichtung einer «Schweizer Corporate Governance Stiftung»

\* Andreas Binder, Prof. Dr. iur. et lic. oec., Honorarprofessor für Gesellschaftsrecht an der Universität St. Gallen und Partner bei Binder Rechtsanwälte; Roman S. Gutzwiller, M.A. HSG in Law, Doktorand an der Universität St. Gallen und Rechtsanwalt bei Binder Rechtsanwälte.

### I. Einleitung

Im Januar 2013 haben der Schweizerische Pensionskassenverband ASIP, der Ausgleichsfonds AHV/IV/EO, economiesuisse, Ethos, die Schweizerische Bankiervereinigung sowie SwissHoldings gemeinsam die «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften» (im Folgenden *Richtlinien* oder abgekürzt *RLII* genannt) herausgegeben. Die Richtlinien beschreiben gemäss eigenem Bekunden der Herausgeber «Best-Practices bei der Ausübung von Mitwirkungsrechten»<sup>1</sup> durch institutionelle Investoren bei schweizerischen Publikums-gesellschaften<sup>2</sup>. Sie folgen einem internationalen Trend, die Aktionäre – und unter diesen namentlich die institutionellen Investoren – mittels freiwilligen Best Practice-Verhaltensregeln als wesentliches Element im Corporate Governance-Gefüge börsenkotierter Gesellschaften etwas mehr als bisher in die Pflicht zu nehmen. Internationaler Vorreiter dieses Gedankens war – wie bei den Best Practice Codes für börsenkotierte Aktiengesellschaften – Grossbritannien<sup>3</sup>. Die Ursprünge gehen bis auf das Jahr 2002 zurück, als das Institutional Shareholders Committee (ISC) erstmals Prinzipien zu den Verantwortlichkeiten von institutionellen Investoren publizierte, welche es 2009 in einen Code überführte. Im Jahr 2010 übernahm schliesslich die Trägerorganisation des «UK Corporate Governance Code»<sup>4</sup>, der Financial Reporting Council, auch die Verantwortung für diesen Code, den er unter dem Titel «The UK Stewardship Code»<sup>5</sup> veröffentlichte

<sup>1</sup> Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften vom 21. Januar 2013 (RLII), Basel/Bern/Genf/Zürich 2013, Kontext, 2.

<sup>2</sup> RLII (FN 1), 2.

<sup>3</sup> Vgl. auch CHRISTOPH B. BÜHLER, der die britischen Codes als weltweit richtungweisend bezeichnet (CHRISTOPH B. BÜHLER, «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance»: Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklung, GesKR 2011, 478).

<sup>4</sup> The UK Corporate Governance Code des Financial Reporting Council, London 2012.

<sup>5</sup> The UK Stewardship Code des Financial Reporting Council, London 2010. Der UK Stewardship Code wurde, parallel zum UK Corporate Governance Code, im Jahr 2012 bereits ein erstes Mal überarbeitet und liegt seit September 2012 in seiner zweiten Auflage

und welcher insgesamt sieben Grundsätze für das Verhalten institutioneller Investoren enthält<sup>6</sup>.

## II. Aufbau der Richtlinien

Die Richtlinien bestehen aus mehreren Elementen, die nicht im Sinne eines durchgehenden Ordnungssystems aufeinander abgestimmt sind, was die Orientierung, aber auch deren Zitierung etwas erschwert. Sie bestehen aus folgenden Teilbereichen:

- i) dem kurzen Kapitel «Anwendungsbereich der Richtlinien»;
- ii) den mit einem Leitsatz («Institutionelle Investoren bekennen sich zu ihrer Verantwortung bei der Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte») ergänzten fünf «Grundsätzen»;
- iii) der Ergänzung des Leitsatzes (diesmal unter «Präambel» aufgeführt) und der fünf Grundsätze durch «Erläuterungen»;
- iv) einem «Glossar», welches die zentralen Begriffe «Anleger», «Institutionelle Investoren» und «Mitwirkungsrechte» definiert;
- v) einem separat paginierten Teil «Kontext», der im Wesentlichen Ausführungen zu Ziel und Zweck sowie Hintergrund der Richtlinien enthält.

## III. Problemstellung und Begriffsdefinitionen

### 1. Zentrale Stellung des Aktionärs im Corporate Governance-System: Das zweifache Principal-Agent-Problem

Wer das Corporate Governance-System einer börsenkotierten Gesellschaft mit dem während vielen Jahrzehnten geprägten Blick betrachtet, wundert sich, weshalb man plötzlich den Aktionär in den Fokus rückt und Verhaltensregeln für Aktionäre aufstellt. Aktionäre haben, so lautet das Dogma, abgesehen von der Liberierungs-

pflicht keinerlei Pflichten gegenüber der Gesellschaft<sup>7</sup>, und sie dürfen mit ihren Rechten tun und lassen, was sie wollen<sup>8</sup>, ja sie dürfen ungehemmt ihre eigenen Interessen verfolgen, sei dies zum Nutzen oder zum Schaden der Gesellschaft<sup>9</sup>; sie dürfen auch verantwortungslos, eigennützig und opportunistisch sein<sup>10</sup>. Seit vielen Jahren wird das grosse Corporate Governance-Problem bei Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat in der organisatorisch bedingten Trennung zwischen Eigentum und Unternehmensführung gesehen – dem berühmten *Principal-Agent-Problem*<sup>11</sup>, das die Wurzel allen Übels darstellt und dem mit allerlei Mitteln seit langer Zeit versucht wird beizukommen. Weshalb nun also eine Richtlinie für Institutionelle Investoren, die von der *Verantwortlichkeit* der Aktionäre spricht? Weshalb ein UK Stewardship Code, der mehrfach den Begriff der *Stewardship Responsibility* enthält?

Die Antwort geht in zwei Richtungen: Zum einen geht es darum, die Aktionäre mehr in die Verantwortung zu ziehen, um dem Principal-Agent-Problem beizukommen. Will man das Problem einer Lösung zuführen, genügt es nicht, wie bisher nur auf der Seite der Agenten anzupacken, mit Mitteln erhöhter Transparenz und Rechenschaftspflicht sowie mit einem Kompetenzabbau zugunsten der Aktionäre. Vielmehr braucht es hierzu auch Aktionäre, die diese vermehrten Informationen und Mitwirkungsrechte nutzen, sich mit dem Unternehmen und dessen Führung auseinandersetzen, sich nachhaltig engagieren und auf die Corporate Governance

vor. Die nachfolgenden Verweise auf den UK Stewardship Code beziehen sich jeweils auf die neuere Auflage vom September 2012.

<sup>6</sup> Zur Entstehungsgeschichte vgl. UK Stewardship Code (FN 5), 2. Die OECD hat im Jahr 2004 in ihren Grundsätzen der Corporate Governance in Ziff. II.F Regeln für institutionelle Investoren vorgesehen, ihre Corporate Governance- und Abstimmungspolitik offenzulegen sowie Angaben darüber zu machen, wie mit Interessenskonflikten umgegangen wird (OECD-Grundsätze der Corporate Governance, 2004, 21 f.). In einem Corporate Governance-Kodex geregelte Pflichten für Aktionäre kennen auch die Niederlande, vgl. Ziff. IV.4 des Nederlandse corporate governance code (Dutch Corporate Governance Code des Corporate Governance Code Monitoring Committees, 2008, einsehbar unter <<http://www.commissie-corporategovernance.nl/download/?id=606>>, 33 f.).

<sup>7</sup> Vgl. statt vieler PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 42 N 2 und 8 ff.; ROLAND VON BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2011, N 973; BSK OR II-KURER/KURER, Art. 680 N 7 f.

<sup>8</sup> In diesem Sinne HANS-UELI VOGT, Aktionärsdemokratie, Zürich/St. Gallen 2012, 27 f.

<sup>9</sup> ANDREAS VON PLANTA, Sind die Aktionäre wirklich Eigentümer der Gesellschaft?, in: Oertle/Breitenstein/Wolf/Diem (Hrsg.), M&A – Recht und Wirtschaft in der Praxis: Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 403.

<sup>10</sup> VOGT (FN 8), 27 m.w.H.; HANS-UELI VOGT/EMANUEL SCHIWOW/KARIN WIEDMER, Die Aktienrechtsrevision unter Corporate-Governance-Aspekten, AJP 2009, 1386; im gleichen Sinne PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 1 N 152.

<sup>11</sup> Hierzu grundlegend ADOLF A. BERLE/GARDINER C. MEANS, The Modern Corporation and Private Property, New York 1932; MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 1976, 305 ff.; vgl. ferner BÖCKLI (FN 10), § 14 N 18 ff.; GION GIGER, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2003, 31 ff. (= SSHW 224). Das Principal-Agent-Problem wird bei einer stark atomisierten Aktionariatsstruktur durch das Problem der Indolenz bzw. rationalen Apathie der Aktionäre noch verstärkt (*Collective Action Theory*); vgl. hierzu MANCUR OLSON, The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups, Cambridge 1965; KARIM MAIZAR, Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2012, 195 ff. (= SSHW 308); VOGT (FN 8), 37 ff.

des Unternehmens einwirken<sup>12</sup>. Kurz gesagt: Es genügt nicht, den Aktionären einfach mehr Rechte zu geben, sie müssen von diesen auch Gebrauch machen<sup>13</sup>. Und in diesem Zusammenhang stellt sich sofort die Folgefrage, in wessen Interesse die Aktionäre die ihnen zustehenden Rechte ausüben: in einem rein egoistischen oder in einem auf das nachhaltige Unternehmensinteresse ausgerichteten Interesse? Letztlich kann die Machtverlagerung zum Aktionär nur dann zu besseren Resultaten für die Corporate Governance des Unternehmens führen, wenn die Aktionäre mit ihrer neu gewonnenen Macht nicht anders umgehen als der Verwaltungsrat: im Gesellschafts- oder Unternehmensinteresse, welches zwar hauptsächlich, aber beileibe nicht einzig dem Aktionärsinteresse entspricht<sup>14</sup>.

Zum zweiten geht die Antwort in Richtung eines zweiten Principal-Agent-Problems, welches bis vor kurzem in der Literatur fast gänzlich ausgeblendet worden ist. Wenn wir vom Aktionärsinteresse sprechen, von welchem Aktionär, welchem Principal und welchem Interesse sprechen wir dann? Bisher ist man weitgehend und stillschweigend davon ausgegangen, dass derjenige, der die Aktionärsrechte ausübt, auch Principal sei. Während dies bei nicht-kotierten Gesellschaften in aller Regel zutrifft, zeigt sich die Situation bei vielen börsenkotierten Gesellschaften dagegen vollkommen anders: Nur noch die Minderheit der wirtschaftlich Berechtigten hält die Aktien in ihrem Eigentum und übt die Mitwirkungsrechte aus. Die Mehrzahl der Aktien vieler börsenkotierter Gesellschaften werden dagegen mittlerweile durch Personen gehalten, die nicht mit den wirtschaftlich Berechtigten identisch sind, nämlich Aktienfonds, Pensionskassen, den Ausgleichsfonds AHV/IV/EO, Versicherungen oder Nominees<sup>15</sup>. Damit stellt sich jedoch die

Principal-Agent-Frage urplötzlich auf höherer Ebene, und sie betrifft das Verhältnis des das formale, rechtliche Eigentum an den Aktien besitzenden, die Aktienrechte ausübenden Treuhänders (Steward) gegenüber dem an diesen Aktien wirtschaftlich berechtigten Eigentümer. Man spricht in diesem Zusammenhang auch vom Problem der *separation of ownership from ownership*<sup>16</sup>. Dieses Problem wird zusätzlich verstärkt, wenn institutionelle Investoren auf die Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern zurückgreifen<sup>17</sup>.

Will man die Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften weiter verbessern, ist es daher unerlässlich, die mit mehr Macht ausgestatteten Aktionäre auch vermehrt in die Pflicht zu nehmen – kurzfristig und in einem ersten Schritt mittels unverbindlichem Soft Law, mittelfristig wohl auch durch massvolle gesetzliche Regeln.

## 2. «Institutionelle Investoren», «Anleger» und «Mitwirkungsrechte»

Im Zentrum der Richtlinien stehen die Begriffe «Institutionelle Investoren»<sup>18</sup>, «Anleger» und «Mitwirkungsrechte», welche im Glossar der Richtlinien wie folgt definiert werden:

Institutionelle Investoren sind «Investoren, die berufsmässig Beteiligungspapiere treuhänderisch für Anleger halten»<sup>19</sup>. Bei diesen Investoren, die als eine Art «Kapi-

stitutionelle Anleger, 11 % private Anleger, 33 % Aktionäre ohne Eintrag im Aktienbuch (bei welchen es sich erfahrungsgemäss mehrheitlich um ausländische institutionelle Investoren handeln dürfte).

<sup>12</sup> Vgl. Grünbuch der Europäischen Kommission zum europäischen Corporate Governance-Rahmen, KOM(2011) 164/3, 3 f.; YANNICK HAUSMANN/ELISABETH BECHTOLD-ORTH, Corporate Governance in Europa: Quo vadis?, GesKR 2011, 363 ff.

<sup>13</sup> Das Axiom, der Aktionär habe gemäss Art. 680 OR ausser der Liberierung der von ihm gezeichneten Aktien keinerlei weiteren Pflichten, stimmt für Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien schon länger nicht mehr. So enthält das Börsengesetz seit 1998 Offenlegungspflichten (Art. 20 BEHG) und sogar Aktienerwerbspflichten (Art. 32 BEHG) für Aktionäre von Publikumsgesellschaften. Insofern ist die von HERBERT WOHLMANN in der Neuen Zürcher Zeitung vom 16. Februar 2013 geäusserte Kritik an den Richtlinien, sie würden dem Grundgedanken des Aktienrechts widersprechen, da dieses jeglichen Zwang für weitere Pflichten eines Aktionärs, auch jeden selbstregulierten Zwang, ablehne, unbegründet (vgl. MICHAEL FERBER, Kritik an neuen Richtlinien für Profi-Investoren, Neue Zürcher Zeitung vom 16. Februar 2013, 30); sie findet keine Stütze (mehr) in der geltenden Gesellschaftsrechtsgesetzgebung für Publikumsgesellschaften.

<sup>14</sup> Vgl. PETER FORSTMOSER, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, in: Kiesow/Ogorek/Simitis (Hrsg.), Summa: Dieter Simon zum 70. Geburtstag, Frankfurt a.M. 2005, 220; ANDREAS BINDER, M&A-Rechtsentwicklungen – Blicke zurück und nach vorn, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, 508.

<sup>15</sup> Vgl. statt vieler die Aktionärsstruktur der Credit Suisse Group AG per 31. Dezember 2011 (vgl. Geschäftsbericht 2011, 161): 56 % in-

<sup>16</sup> Vgl. USHA RODRIGUES, Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership, Minnesota Law Review 2011, 1822 ff.; LEO E. STRINE JR., One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term, Business Lawyer 2010, 9.

<sup>17</sup> Vgl. LEO E. STRINE JR., Toward a True Corporate Republic: A Tradition Response To Bebchuk's Solution for Improving Corporate America, Harvard Law Review 2006, 1765: «The influence of ISS and its competitors over institutional investor voting behavior is so considerable that the traditionalist will be concerned that any initiative to increase stockholder power will simply shift more clout to firms of this kind – firms even more unaccountable than their institutional investor clients. Thus, the separation of «ownership from ownership» created by the emergence of institutional investors is further exacerbated by the willingness of institutional investors to defer to other agents.» Vgl. auch LUKAS GLANZMANN, Die «Abzocker-Initiative» und ihre Folgen, GesKR Online-Beitrag 1/2013, 10; HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (FN 12), 366 f.

<sup>18</sup> Da die Richtlinien den Begriff der institutionellen Investoren klar definieren, wird er in den Richtlinien konsequent mit grossem Anfangsbuchstaben geschrieben.

<sup>19</sup> RLI (FN 1), 7. Für eine ausführlichere Definition vgl. TILL SPILLMANN, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich 2004, 19 (= SSHW 232); ferner PETER FORSTMOSER, Exit oder Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren, in: Bucher/Canaris/Honsell/Koller (Hrsg.), Norm und Wirkung: Beiträge zum Privat- und Wirtschaftsrecht aus heutiger und historischer Perspektive: Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Bern 2005, 789; STEPHAN WERNLI, Schweizer Pen-

talsammelstellen» agieren, ist charakteristisch, dass die rechtlich an den Beteiligungspapieren Berechtigten nicht identisch mit den wirtschaftlich Berechtigten sind<sup>20</sup>.

«Anleger» im Sinne der Richtlinien sind dagegen «Dritte, welche den Institutionellen Investoren treuhänderisch Vermögenswerte anvertrauen», wozu explizit auch die Versicherten bzw. Destinatäre bei den Vorsorgeeinrichtungen zählen<sup>21</sup>.

«Mitwirkungsrechte» schliesslich werden in den Richtlinien umschrieben als «Rechte, die den Aktionären die Mitwirkung in Gesellschaftsangelegenheiten einräumen, namentlich das Recht auf Teilnahme sowie das Stimmrecht an der Generalversammlung»<sup>22</sup>.

## IV. Anwendungsbereich, Verbindlichkeit und Inhalt der Richtlinien

### 1. Anwendungsbereich

Die Richtlinien zielen auf die Regelung der Ausübung der Mitwirkungsrechte bei schweizerischen Publikumsgesellschaften durch institutionelle Investoren. Die Grundsätze der Richtlinien sollen jedoch, wo dies zweckmässig erscheint, auch für die Ausübung der Mitwirkungsrechte bei ausländischen oder nicht kotierten Gesellschaften oder bei Organisationen in anderer Rechtsform als der Aktiengesellschaft Beachtung finden<sup>23</sup>.

Die Richtlinien erfassen als institutionelle Investoren sämtliche Personen, die berufsmässig Beteiligungspapiere treuhänderisch für Anleger halten<sup>24</sup>; zu Letzteren zählen auch die Destinatäre der Vorsorgeeinrichtungen. Ihr Anwendungsbereich ist somit wesentlich breiter als jener der Regeln über die Pensionskassen in der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei»<sup>25</sup> und auch als jener der Regeln über die Vorsorgeeinrichtungen im vom Parlament verabschiedeten indirekten Gegenvorschlag<sup>26</sup>. Über die institutionellen Investoren hinaus berühren die Richtlinien auch die Stimmrechtsberater (Proxy Advisors); die Richtlinien halten selbst explizit fest, dass sich «Institutionelle Investoren und Stimm-

rechtsberater» auf freiwilliger Basis den Richtlinien unterstellen können<sup>27</sup>.

### 2. Verbindlichkeit

Die Herausgeber der Richtlinien haben diese so ausgestaltet, dass sie breit abgestützt sind und damit eine möglichst weitgehende Akzeptanz finden können. Mit den Richtlinien soll kein neues Recht eingeführt werden. Die Adressaten sollen sich den Richtlinien unterstellen, «wenn sie mit den darin enthaltenen Prinzipien grundsätzlich einverstanden sind»<sup>28</sup>. Die Richtlinien verstehen sich damit als Instrument der Selbstregulierung, das den institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern zwar Gestaltungsideen und Verhaltensvorschläge anbietet, ihre Handlungsfreiheit aber nicht in verbindlicher Art und Weise beschränken möchte. Entsprechend überlassen die Richtlinien es den einzelnen institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern, sich den Richtlinien zu unterstellen und den in diesen statuierten Grundsätzen Folge zu leisten. Es handelt sich somit um eine freiwillige Selbstverpflichtung<sup>29</sup>. Dabei wird den sich den Richtlinien freiwillig unterwerfenden institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern insoweit Gestaltungsfreiheit belassen, als ihnen die Richtlinien gestatten, von einzelnen Regeln abzuweichen<sup>30</sup>. Getreu dem Grundsatz «comply or explain»<sup>31</sup> wird jedoch erwartet, dass das Abweichen von den Grundsätzen der Richtlinien offen gelegt und begründet wird<sup>32</sup>. Durch die freiwillige Annahme dieser Regeln seitens der institutionellen Investoren erhoffen sich die Herausgeber der Richtlinien ein deutliches Signal, dass die institutionellen Investoren ihre Verantwortung gegenüber den Anlegern ernst nehmen<sup>33</sup>. Offen ist bislang, wie die Anschlussklärung an die Richtlinien technisch erfolgen soll.

sionskassen und Corporate Governance, Diss. Zürich 2004, 26 f. (= BIRC 21); HERBERT WOHLMANN/PHILIPPINE BOSSY, Zum vorgeschlagenen Stimmzwang der Pensionskassen in den Generalversammlungen börsenkotierter Unternehmen, Jusletter vom 1. Oktober 2012, N 9.

<sup>20</sup> SPILLMANN (FN 19), 17 f.

<sup>21</sup> RLII (FN 1), 7.

<sup>22</sup> RLII (FN 1), 7.

<sup>23</sup> RLII (FN 1), 2.

<sup>24</sup> RLII (FN 1), 7.

<sup>25</sup> BBl 2006 8755 ff.; BBl 2008 2577 f.

<sup>26</sup> Amtliches Bulletin des Ständerates vom 16. März 2012, 269 f.; Amtliches Bulletin des Nationalrates vom 16. März 2012, 553 f.; für weitere Erläuterungen vgl. hinten Kap. V.2.

<sup>27</sup> RLII (FN 1), Kontext, 3.

<sup>28</sup> RLII (FN 1), Kontext, 3.

<sup>29</sup> DAVID FRICK, Corporate Governance heute – Revision des Swiss Code of Best Practice, SJZ 2012, 234.

<sup>30</sup> RLII (FN 1), Kontext, 3.

<sup>31</sup> Vgl. hierzu statt vieler BÖCKLI (FN 10), § 14 N 13 ff.; CHRISTOPH B. BÜHLER, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich, Zürich/St. Gallen 2009, N 62 f. Den Grundsatz «comply or explain» kennen auch die Richtlinie der SIX Swiss Exchange vom 29. Oktober 2008 betreffend Informationen zur Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance, RLCG), Art. 7, der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2012, 2 oder der niederländische Corporate Governance Code (FN 6), Ziff. 4 der Präambel. Dagegen verfolgt der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (SCBP), Zürich 2007, den methodischen Ansatz des «comply or explain» nicht, was nicht mehr dem Best Practice-Standard von Corporate Governance Codes entspricht (vgl. BÜHLER [FN 3], 484; HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH [FN 12], 368; Grünbuch der Europäischen Kommission [FN 12], 21; RISK-METRICS GROUP, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States vom 23. September 2009, 142).

<sup>32</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>33</sup> RLII (FN 1), Kontext, 2.

Nach unserem Dafürhalten ist der Weg der Selbstregulierung einer verbindlichen gesetzlichen Regelung vorzuziehen. Der methodische Ansatz des «comply or explain» ist zeitgemäss und richtig<sup>34</sup>. Den institutionellen Investoren wird ein Spielraum belassen, um in begründeten Fällen von den Grundsätzen der Richtlinien abzuweichen. Geht eine bedeutende Zahl institutioneller Investoren die in den Richtlinien vorgesehene freiwillige Selbstverpflichtung ein, kann dies – intentionsgemäss – dazu führen, dass sich in der Folge viele weitere institutionelle Investoren veranlasst sehen, ihr Verhalten in Bezug auf die Ausübung der ihnen zukommenden Mitwirkungsrechte bei schweizerischen Publikumsgesellschaften ebenfalls nach den Richtlinien zu richten.

### 3. Inhalt

#### 3.1 Präambel: Bekenntnis zur Verantwortung bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte

Die Präambel gibt den Leitgedanken der Richtlinien in knapper und prägnanter Form wieder: das Bekenntnis der institutionellen Investoren zur Verantwortung bei der Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte<sup>35</sup>.

Die institutionellen Investoren sollen sich ihrer besonderen Verantwortung gegenüber ihren Anlegern bewusst sein, die ihnen zukommende wichtige Rolle für eine langfristig wirksame Corporate Governance der Gesellschaften, an denen sie Beteiligungspapiere halten, Beachtung schenken und die ihnen aufgrund ihrer Beteiligung zustehenden Mitwirkungsrechte sorgfältig und im Interesse ihrer Anleger ausüben<sup>36</sup>.

Um dieser Verantwortung nachzukommen, werden die sich den Richtlinien anschliessenden institutionellen Investoren aufgefordert, die Grundsätze einzuhalten oder in ihrem Rechenschaftsbericht bzw. auf ihrer Website zu begründen, inwieweit und aus welchen Gründen sie von einzelnen Grundsätzen der Richtlinien abweichen<sup>37</sup>.

Das Bekenntnis zur Verantwortungswahrnehmung bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte ist tragender Leitgedanke, der sich über alle Grundsätze der Richtlinien erstreckt. Diese in der Präambel hervorgehobene Verantwortung der institutionellen Investoren richtet sich in erster Linie an die Anleger als ihre Principals. Wenn es in der Präambel heisst, institutionelle Investoren sollen «ihre wichtige Rolle für eine langfristig wirksame Corporate Governance der Gesellschaften, an denen sie Beteiligungspapiere halten»<sup>38</sup>, beachten, wird jedoch klar-

gestellt, dass ihnen auch eine Verantwortung gegenüber der Gesellschaft zukommen soll<sup>39</sup>.

#### 3.2 Grundsatz 1: Ausübung der Mitwirkungsrechte

Der erste Grundsatz der Richtlinien verpflichtet die institutionellen Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte, konkret zur Eintragung ins Aktienbuch als Aktionär mit Stimmrecht, zur Teilnahme an der Generalversammlung und zur Ausübung der Stimmrechte an der Generalversammlung, «soweit dies im Interesse der Anleger als geboten und als praktikabel erscheint»<sup>40</sup>. Geboten und praktikabel ist die Ausübung der Mitwirkungsrechte, wenn der damit verbundene Aufwand als vertretbar und angemessen zu qualifizieren ist<sup>41</sup>. Mit dieser Regelung soll aktiv gegen das Problem der Dispoaktien<sup>42</sup>, also nicht im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragener Namenaktien, vorgegangen werden.

Ein in den letzten Jahren augenfällig gewordenes Problem ist die Wertschriftenleihe (Securities Lending)<sup>43</sup>. Hierbei handelt es sich um ein Darlehensgeschäft i.S.v. Art. 312 ff. OR<sup>44</sup>, bei welchem der Borger vom Darleiher – gegen eine Nutzungsgebühr und in der Regel gegen Sicherstellung des Wertes der ausgeliehenen Wertschriften (bzw. Wertrechte)<sup>45</sup> – eine bestimmte Anzahl von bestimmten Wertschriften (bzw. Wertrechten) erhält. Der Borger wird rechtlicher Eigentümer der Aktien und erwirbt damit neben den vermögensmässigen Rechten auch die gesellschaftsrechtlichen Mitwirkungsrechte<sup>46</sup>.

<sup>34</sup> BÜHLER (FN 3), 484; HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (FN 12), 368; Grünbuch der Europäischen Kommission (FN 12), 21; RISKMETRICS GROUP (FN 31), 142.

<sup>35</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>36</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>37</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>38</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>39</sup> Vgl. auch DAVID FRICK, Update Corporate Governance, Revision Swiss Code of Best Practice, Referat vom 29. März 2012 anlässlich der 9. Zürcher Aktienrechtstagung, 5.

<sup>40</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>41</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>42</sup> Vgl. hierzu beispielsweise HANS CASPAR VON DER CRONE/TIFFANY ENDER, Dispoaktien und Nominee-Modell, in: Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich/St. Gallen 2010, 135 ff. (= SSHW 300); HANS CASPAR VON DER CRONE/MARTINA ISLER, Dispoaktien, GesKR Sondernummer 2008, 76 ff.; DANIEL M. HÄUSERMANN, Dispoaktien: Ein 250-Milliarden-Problem?, GesKR 2012, 220 ff.; BÖCKLI (FN 10), § 4 N 444 ff.; IRÈNE SCHILTER, Die Dispoaktienproblematik und das Nominee-Modell als Lösungsansatz, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2011, 25 ff. (= Zürcher Studien zum Privatrecht 230).

<sup>43</sup> Zum Securities Lending and Borrowing vgl. anstelle vieler URS BERTSCHINGER, Finanzinstrumente in der Aktienrechtsrevision – Derivate, Securities Lending und Repurchase Agreements, SZW 2008, 215 ff.; PETER ISLER/PHILIPP HAAS, Securities Lending und Stimmrecht, in: Vogt/Stupp/Dubs (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht: Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zürich/St. Gallen 2008, 211 ff.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 1277 ff.

<sup>44</sup> Bei der Ausleihe von Wertrechten finden die Art. 312 ff. OR analoge Anwendung (ISLER/HAAS [FN 43], 215).

<sup>45</sup> URS BERTSCHINGER, Institutionelle Anleger – Charakter und Governance, in: Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2004, 198.

<sup>46</sup> BERTSCHINGER (FN 43), 215; ISLER/HAAS (FN 43), 217 f. und 222; ZOBL/KRAMER (FN 43), N 1291; bei Namenaktien ist immerhin die Eintragung als Aktionär im Aktienbuch notwendig (Art. 686 Abs. 4

Wirtschaftlich berechtigt bleibt aber der Darleiher<sup>47</sup>. Diese Situation ist insbesondere dann problematisch, wenn sich der Borger die Wertschriften im Vorfeld einer Generalversammlung zu dem Zweck ausleiht, sich für die Abstimmungen an der Generalversammlung eine grössere Stimmkraft zu verschaffen<sup>48</sup>. Im Gegenzug ist es einem institutionellen Investor, der seine Beteiligungspapiere an einen Borger geliehen hat, nicht mehr möglich, die mit den Beteiligungspapieren zusammenhängenden Mitwirkungsrechte auszuüben, da er während der Zeit der Wertschriftenleihe die mit den Aktien verbundenen Aktionärsrechte verliert.

Die Richtlinien sehen daher richtigerweise vor, dass die institutionellen Investoren in ihren Grundsätzen festlegen sollen, in welchen Situationen sie Beteiligungspapiere, die sie mittels Securities Lending an Dritte ausgeliehen haben, zurückrufen, damit sie ihre Mitwirkungsrechte ausüben können<sup>49</sup>.

Darüber hinaus enthalten die Richtlinien in den Erläuterungen zum Grundsatz 3 auch eine inhaltliche Empfehlung zum Securities Lending. Dieses ist vor Generalversammlungen «nach Möglichkeit zu unterlassen oder zu unterbrechen, sofern kontroverse Traktanden zur Abstimmung kommen, welche aus Sicht des Anlegerinteresses wichtig erscheinen»<sup>50</sup>.

### 3.3 Grundsatz 2: Handeln im Interesse der Anleger

Mit Grundsatz 2 werden die institutionellen Investoren angehalten, die Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte nach den Anlegerinteressen auszurichten. Soweit es in den Anlagerichtlinien nicht anders vorgesehen ist, sollen die institutionellen Investoren dabei einen «längerfristigen und nachhaltigen Ansatz» verfolgen<sup>51</sup>. Die Pflicht, sich mangels anderer Vorgaben in den Anlagerichtlinien von einem längerfristigen und nachhaltigen Ansatz leiten zu lassen, ist neu und kann als ein wesentlicher Kernsatz der Richtlinien qualifiziert werden. Für jene institutionellen Investoren, die sich den Richtlinien unterwerfen, könnte eine solche Selbstverpflichtung zur Verfolgung eines längerfristigen und nachhaltigen Ansatzes zu einem Gütesiegel werden<sup>52</sup>.

Im Weiteren sind die institutionellen Investoren gehalten, Grundsätze über die Ausübung der Mitwirkungsrechte festzulegen; sie sollen diese Grundsätze aber nicht undifferenziert und starr verfolgen, sondern vielmehr sofern möglich den konkreten Umständen des jeweiligen Einzelfalls Rechnung tragen<sup>53</sup>. Die Meinungsbildung über die Ausübung der Mitwirkungsrechte kann dabei auch im Dialog mit den betroffenen Gesellschaften erfolgen<sup>54</sup>.

Die Erläuterungen zum zweiten Grundsatz betonen überdies die Notwendigkeit des von politischen Vorgaben oder Instruktionen Dritter unabhängigen Handelns. Interessenskonflikte sind nach Möglichkeit zu vermeiden, nötigenfalls offenzulegen und jedenfalls mit geeigneten Massnahmen zu bewältigen<sup>55</sup>.

### 3.4 Grundsatz 3: Tragung der Verantwortung für die Ausübung der Mitwirkungsrechte

Der dritte Grundsatz der Richtlinien betont die undelegierbare Verantwortung der institutionellen Investoren für die Ausübung der ihnen zustehenden Mitwirkungsrechte.

Die Übertragung der Stimmrechtsausübung im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandates nach Massgabe der für die Stimmrechtsausübung festgelegten Grundsätze bleibt ebenso möglich wie die Inanspruchnahme der Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern; die «letzte Verantwortung für die Ausübung der Stimmrechte» verbleibt aber stets bei den institutionellen Investoren<sup>56</sup>.

OR), bei Inhaberaktien genügt die Übertragung des Titels vom Wertschriftendarleiher auf den Wertschriftenborger.

<sup>47</sup> ISLER/HAAS (FN 43), 219; vgl. hierzu auch DIETER DUBS/URS BRÜGGER, Transparenz im Aktionariat durch (objektiv-)geltungszeitliche Interpretation des Art. 685d Abs. 2 OR – Die Offenlegung des wirtschaftlich Berechtigten als Anerkennungsvoraussetzung, SZW 2007, 282 ff. Im Kollektivanlagerecht wird die Ausleihe von Wertschriften und anderen Effekten als eine für die Fondsleitung eines vertraglichen Anlagefonds bzw. für die SICAV zulässige Anlagetechnik bezeichnet (Art. 55 Abs. 1 KAG), sofern sie im Rahmen einer effizienten Verwaltung (Art. 76 Abs. 1 KKV) und mittels eines standardisierten Rahmenvertrags (Art. 76 Abs. 3 KKV) erfolgt.

<sup>48</sup> Vgl. ISLER/HAAS (FN 43), 213 und 226 f. Dieses Problem hat auch der Bundesrat erkannt und im Rahmen der weiterhin hängigen Aktienrechtsrevision eine inhaltliche Anpassung von Art. 685d Abs. 2 OR vorgeschlagen, wonach die die Gesellschaft einen Erwerber ablehnen kann, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat und – hierin liegt die beabsichtigte Neuerung – keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht (BBl 2008 1751, 1770; Botschaft vom 21. Dezember 2007 zur Änderung des Obligationenrechts, BBl 2008 1589, 1615 und 1665); vgl. hierzu auch URS BERTSCHINGER, Aktienrechtsrevision: Vinkulierung und Securities Lending, Repurchase Agreements etc., GesKR Sondernummer 2008, 71 ff. Zur Frage, ob das Ausleihen von Aktien im Vorfeld einer Generalversammlung zur Vergrößerung der Stimmkraft als unsittlicher Stimmenkauf zu qualifizieren ist, vgl. ISLER/HAAS (FN 43), 226 f. m.w.H.

<sup>49</sup> RLII (FN 1), 4; zum Vergleich die Regelung im UK Stewardship Code: «Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock» (UK Stewardship Code [FN 5], 9; vgl. auch hinten Kap. V.1).

<sup>50</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>51</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>52</sup> So schon FRICK (FN 29), 235.

<sup>53</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>54</sup> RLII (FN 1), 5; vgl. auch Ziff. 8 des SCBP (FN 31), 11, wonach der Verwaltungsrat mit den Aktionären auch zwischen den Generalversammlungen Kontakt pflegen soll.

<sup>55</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>56</sup> FRICK (FN 29), 235 (Hervorhebung des Originals weggelassen); FRICK (FN 39), 8.

Die Stimmrechtsbeauftragten und die Stimmrechtsberater sind sorgfältig auszuwählen, zu instruieren und angemessen zu überwachen; die Empfehlungen der Stimmrechtsberater sind kritisch zu hinterfragen und auf mögliche Interessenskonflikte zu überprüfen<sup>57</sup>. Diese Pflichten betreffen die institutionellen Investoren. Auf eine direkte Regelung der Pflichten der Stimmrechtsbeauftragten und Stimmrechtsberater wurde dagegen bewusst verzichtet<sup>58</sup>.

Vor Generalversammlungen ist das Securities Lending zu unterlassen oder zu unterbrechen, wenn kontroverse, aus Sicht des Anlegerinteresses wichtig erscheinende Traktanden zur Abstimmung gelangen<sup>59</sup>.

### 3.5 Grundsatz 4: Offenlegung der Grundsätze und Verfahren der Ausübung der Mitwirkungsrechte gegenüber den Anlegern

Grundsatz 4 verpflichtet die institutionellen Investoren gegenüber den Anlegern zur Transparenz über die Grundsätze und das Verfahren der Ausübung der Mitwirkungsrechte. Dazu gehören insbesondere sogenannte «Stimmrechtsrichtlinien». Sie sind zusammen mit dem Verfahren in einem schriftlichen Reglement zu normieren und so auszugestalten, dass eine wirkungsvolle Überprüfung möglich ist. Das Reglement soll auch die Fragen der Koordination der Ausübung der Mitwirkungsrechte mit anderen institutionellen oder nicht-institutionellen Investoren sowie der Inanspruchnahme von Stimmrechtsberatern regeln<sup>60</sup>.

Zu beachten ist der eingeschränkte Adressatenkreis des Reglements, welches den Anlegern zugänglich zu machen ist, dagegen nicht auch den übrigen Aktionären oder der Öffentlichkeit. Freilich bleibt es einem institutionellen Investor unbenommen, die von ihm verfolgten Grundsätze und Verfahren öffentlich bekanntzugeben; bei institutionelle Investoren mit einem grossen tatsächlichen oder potentiellen Kreis von Anlegern wird dies aus naheliegenden Gründen die Regel sein<sup>61</sup>.

### 3.6 Grundsatz 5: Rechenschaftsablage

Schliesslich verlangen die Richtlinien im fünften Grundsatz die zumindest jährliche Rechenschaftsablage der institutionellen Investoren über die von ihnen ausgeübten Mitwirkungsrechte. Der Rechenschaftsbericht soll darlegen, inwieweit die Stimmrechtsausübung an Vermögensverwalter delegiert wurde, inwiefern Stimmrechtsberater beigezogen wurden und wie die entsprechenden

Beziehungen des institutionellen Investors zu den Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern ausgestaltet ist<sup>62</sup>. Nicht offen zu legen ist dagegen das Abstimmungsverhalten im Einzelfall<sup>63</sup>. Adressaten des Rechenschaftsberichts sind ebenfalls die Anleger des jeweiligen institutionellen Investors.

## V. Würdigung und Ausblick

### 1. Vergleich der Richtlinien mit dem UK Stewardship Code

Beim Vergleich der Richtlinien mit dem UK Stewardship Code fällt auf, dass sich Erstere auf die Ausübung der Mitwirkungsrechte (allen voran des Stimmrechts) durch die institutionellen Investoren konzentrieren, während Letzterer bezüglich des Regelungsbereiches breiter ist und über die Fragen der Stimmrechtsausübung hinausgeht<sup>64</sup>. Der UK Stewardship Code betont insbesondere auch die Aufgabe der institutionellen Investoren, die Gesellschaften zu beobachten und sich bezüglich deren Strategie, Performance, Risiko, Kapitalstruktur, Corporate Governance, Kultur und Entschädigungspolitik zu engagieren: «For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies ...»<sup>65</sup>. In den Richtlinien fehlt eine solche Aufforderung.

Eine verantwortungsvolle Stimmrechtsausübung, wie sie die Richtlinien verlangen, ist indessen ohne periodisch erfolgendes und wirksam ausgestaltetes Monitoring nicht möglich. Vor diesem Hintergrund ist auch ohne explizite Normierung davon auszugehen, dass die Richtlinien ein solches Monitoring implizit fordern. Im Bereich des über die Stimmrechtsausübung hinausgehenden Engagements der institutionellen Investoren in den einzelnen Gesellschaften geht aber der UK Stewardship Code jedenfalls weiter als die Richtlinien, enthält er doch anders als diese klare Aussagen über die Eskalation der möglichen Aktivitäten der institutionellen Investoren gegenüber der Gesellschaft (Principle 4) und auch zur Bereitschaft der Investoren, bei Bedarf kollektiv mit anderen Investoren zu handeln (Principle 5)<sup>66</sup>.

Das Thema Stimmrechtsausübung regeln die Richtlinien dagegen umfassender als der UK Stewardship Code<sup>67</sup>, indem sie die institutionellen Investoren dazu verpflichten, die Ausübung der Mitwirkungsrechte nach den Interessen der Anleger auszurichten und sich hierzu – vorbehaltlich abweichender Bestimmungen in den An-

<sup>57</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>58</sup> Vgl. FRICK (FN 29), 235.

<sup>59</sup> RLII (FN 1), 5; vgl. auch vorne Kap. IV.3.2.

<sup>60</sup> RLII (FN 1), 6.

<sup>61</sup> Vgl. auch RLII (FN 1), 4, Erläuterung 2 zur Präambel, wo die Website alternativ zum Rechenschaftsbericht als Gefäss für die Information genannt wird.

<sup>62</sup> RLII (FN 1), 6.

<sup>63</sup> RLII (FN 1), 6.

<sup>64</sup> Vgl. FRICK (FN 29), 235.

<sup>65</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 1.

<sup>66</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 8 f.

<sup>67</sup> Vgl. FRICK (FN 29), 235.

lagerichtlinien – von einem «längerfristigen und nachhaltigen Ansatz» leiten zu lassen<sup>68</sup>. Anders als der UK Stewardship Code enthalten die Richtlinien damit eine inhaltliche Aussage zur Ausübung der Mitwirkungsrechte. Dagegen beschränkt sich der UK Stewardship Code darauf, in Principle 6 die Festlegung einer klaren Stimmrechtspolitik und die Offenlegung des Stimmrechtsverhaltens zu fordern, während er sich in inhaltlicher Hinsicht auf den letztlich ebenfalls formalen Aspekt beschränkt, wonach die institutionellen Investoren nicht automatisch den Anträgen des Boards folgen sollten<sup>69</sup>.

Auch in Bezug auf das Securities Lending gehen die Richtlinien über den UK Stewardship Code hinaus. Letzterer hält in den Erläuterungen zu Principle 6 lediglich fest, dass die institutionellen Investoren ihre Einstellung und ihre Vorgehensweise für das Ausleihen von Aktien und das Zurückrufen ausgeliehener Aktien offenlegen sollen<sup>70</sup>. Neben dieser Aufforderung zur Offenlegung der diesbezüglichen Politik beinhaltet der UK Stewardship Code keine materiellen Bestimmungen. Im Gegensatz dazu verlangen die Richtlinien nicht nur die reglementarische Festlegung derjenigen Situationen, in denen die institutionellen Investoren die mittels Securities Lending an Dritte ausgeliehenen Beteiligungspapiere zurückrufen, damit sie ihre Mitwirkungsrechte daran ausüben können<sup>71</sup>, sondern fordern die institutionellen Investoren auch auf, das Securities Lending vor Generalversammlungen wenn möglich zu unterlassen oder zu unterbrechen, wenn kontroverse, aus Sicht des Anlegerinteresses wichtig erscheinende Traktanden zur Abstimmung kommen<sup>72</sup>.

Es kann damit festgestellt werden, dass die Richtlinien im Vergleich zum UK Stewardship Code eine geringere Regelungsbreite aufweisen, bei der Stimmrechtsausübung aber über eine grössere inhaltliche Regelungstiefe verfügen.

Der UK Stewardship Code verlangt von den sich ihm freiwillig unterstellenden institutionellen Investoren eine auf ihrer Website oder anderswo öffentlich zugängliche Erklärung, wie sie ihre Verantwortung als Investoren wahrnehmen werden (Principle 1), welche Politik sie im Umgang mit Interessenkonflikten verfolgen (Principle 2) und inwieweit die sieben Grundsätze des Code beachtet und eingehalten wurden; Abweichungen von den im UK Stewardship Code aufgestellten Regeln sind offenzulegen und zu begründen<sup>73</sup>. Der Financial Reporting Council führt schliesslich auf seiner Website eine Liste jener Organisationen, die entsprechende Erklärungen abgege-

ben haben<sup>74</sup>. Die Richtlinien fordern dagegen die Offenlegung und Begründung allfälliger Abweichungen von den in den Richtlinien festgehaltenen Grundsätzen alternativ gegenüber den Anlegern oder der Öffentlichkeit<sup>75</sup>. Eine positive Erklärung der institutionellen Investoren, alle Grundsätze der Richtlinien eingehalten zu haben, wird nicht verlangt. Die Richtlinien äussern sich zudem nicht zur Frage, ob die Herausgeberschaft eine öffentlich einsehbare Liste der sich ihnen anschliessenden institutionellen Investoren zu führen beabsichtigt oder nicht.

Anzumerken bleibt, dass der Financial Reporting Council, der Herausgeber des UK Stewardship Code, eine Überwachungsfunktion über den Code und dessen Einhaltung innehat. Er beobachtet regelmässig, wie der UK Stewardship Code aufgenommen und angewendet wird<sup>76</sup>; die Erkenntnisse, die aus dem Monitoring des Financial Reporting Council gewonnen werden, sind Basis für die stetige Weiterentwicklung des UK Stewardship Code. In der Schweiz ist eine solche Überwachung bislang nicht vorgesehen.

## 2. Die Richtlinien im Kontext der Regelungen in der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und im indirekten Gegenvorschlag<sup>77</sup>

### 2.1 Überblick

Die Eidgenössische Volksinitiative «gegen die Abzockerei» wie auch der indirekte Gegenvorschlag enthalten für bestimmte Arten von Aktionären Vorschriften, die über die Richtlinien hinausgehen. In absehbarer Zeit gelten für diese Aktionäre damit zusätzliche gesetzliche Regeln. Diese sollen im Folgenden im Vergleich zu den Richtlinien kurz dargestellt werden. Dabei ist stets der grundlegende Unterschied im Auge zu behalten, wonach eine Unterstellung unter die Richtlinien den institutionellen Investoren freigestellt ist und sie selbst im Fall der Unterstellung nach dem Prinzip «comply or explain» von einzelnen Regeln abweichen können, das Gesetz dagegen für alle von ihm erfassten Arten von Aktionären ohne Rücksichtnahme auf die Umstände des Einzelfalls Anwendung findet.

<sup>68</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>69</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 9.

<sup>70</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 9.

<sup>71</sup> RLII (FN 1), 4.

<sup>72</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>73</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 2, 6.

<sup>74</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 3.

<sup>75</sup> RLII (FN 1), 4; vgl. auch vorne Kap. IV.3.1, IV.3.5 und IV.3.6.

<sup>76</sup> UK Stewardship Code (FN 5), 3.

<sup>77</sup> Die Eidgenössische Volksinitiative «gegen die Abzockerei» wurde am 3. März 2013 vom Schweizer Souverän angenommen. Der indirekte Gegenvorschlag des Parlamentes ist damit hinfällig, ist dessen Inkrafttreten doch gemäss Parlamentsbeschluss an die Bedingung geknüpft, dass die Initiative abgelehnt wird. Im Rahmen der parlamentarischen Debatte über die Ausführungsgesetzgebung zur Initiative dürfte aber der Text des indirekten Gegenvorschlags wieder in die Diskussion eingebracht werden (so auch GLANZMANN [FN 17], 2).

## 2.2 Ausübung der Mitwirkungsrechte

Die Richtlinien verpflichten die institutionellen Investoren zur Ausübung der ihnen zustehenden Mitwirkungsrechte, «soweit dies im Interesse der Anleger als geboten und als praktikabel erscheint», was dann der Fall ist, wenn der mit der Ausübung der Mitwirkungsrechte verbundene Aufwand als vertretbar und angemessen zu qualifizieren ist<sup>78</sup>.

Die Eidgenössische Volksinitiative «gegen die Abzockerei» regelt nur Pflichten der Pensionskassen, lässt andere institutionelle Investoren dagegen unberührt. Für die Pensionskassen sieht die Volksinitiative – mindestens dem Grundsatz nach – einen festen Stimmzwang vor<sup>79</sup>. Wie bereits weiter vorne dargestellt wurde, ist das Axiom, dem Aktionär obliegen gemäss Art. 680 OR ausser der Liberierung der von ihm gezeichneten Aktien keinerlei weiteren Pflichten, bei Publikumsgesellschaften schon seit längerem nicht mehr uneingeschränkt zutreffend<sup>80</sup>. Eine Stimmpflicht für Pensionskassen ginge indessen extrem weit. Sie würde zu einem eigentlichen Paradigmawechsel in der Behandlung einer bestimmten Art von Aktionären führen und dabei gleichzeitig diese Art von Aktionären gegenüber allen andern Aktionären unterschiedlich behandeln.

Der indirekte Gegenvorschlag des Parlamentes statuiert, dass die Vorsorgeeinrichtungen sofern möglich ihre Stimmrechte in schweizerischen Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien ausüben (Art. 71a Abs. 1 E-BVG). Mit dieser eingeschränkten Formulierung hat sich das Parlament explizit gegen eine Stimmpflicht entschieden. Die Vorsorgeeinrichtungen sollen ihre Stimmrechte ausüben, wenn dies sinnvoll und zumutbar erscheint, was in etwa der Umschreibung in den Richtlinien entspricht<sup>81</sup>. Die Regelung des indirekten Gegenvorschlages betrifft einzig Vorsorgeeinrichtungen und lässt alle anderen Arten von institutionellen Investoren ebenfalls unbehelligt.

<sup>78</sup> RLII (FN 1), 4; vgl. hierzu vorne Kap. IV.3.2.

<sup>79</sup> Vgl. CHRISTOPH B. BÜHLER, Showdown in der Vergütungsfrage: Volksinitiative «gegen die Abzockerei» oder indirekter Gegenentwurf des Parlamentes, GesKR Online-Beitrag 1/2012, 10; WOHLMANN/BOSSY (FN 19), N 1 ff., insb. N 53; tendenziell a.M. GLANZMANN (FN 17), 9, der die Ansicht vertritt, dass zumindest aus der grammatikalischen Auslegung des neuen Art. 95 Abs. 3 BV nicht zwingend ein Stimmzwang der Pensionskassen gefolgert werden könne; eine Stimmpflicht sei auch unter Art. 95 Abs. 3 lit. a BV nur dann anzunehmen, wenn die Stimmbastinenz die Interessen der Versicherten verletzen würde. Zur Frage des Spielraumes, der dem Gesetzgeber bei der Umsetzung von Art. 95 Abs. 3 BV verbleibt, vgl. auch DANIEL M. HÄUSERMANN, Aktienrechtliche Umsetzung der «Abzocker»-Initiative: Spielraum und Rechtstechniken, SJZ 2012, 537 ff.

<sup>80</sup> Vgl. vorne FN 13.

<sup>81</sup> Bundesrätin SIMONETTA SOMMARUGA hat sich in der Debatte im Ständerat gar in der Weise geäußert, aus Sicht des Bundesrates weise diese Formulierung «keinerlei normativen Charakter» auf und gehöre deshalb nicht in ein Gesetz; vgl. Amtliches Bulletin des Ständerates vom 12. September 2011, 732.

## 2.3 Handeln im Interesse der Anleger

Grundsatz 2 der Richtlinien hält die institutionellen Investoren an, bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte die Interessen der Anleger wahrzunehmen<sup>82</sup>. Für die Pensionskassen ist diese Pflicht auch in der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei» vorgesehen. Der indirekte Gegenvorschlag enthält dagegen keine derartige Bestimmung.

## 2.4 Tragung der Verantwortung für die Ausübung der Mitwirkungsrechte

Grundsatz 3 der Richtlinien betont die Verantwortung der institutionellen Investoren für die Ausübung der ihnen zustehenden Mitwirkungsrechte, die sie nicht auf Dritte übertragen können und die ihnen entsprechend auch bei Übertragung der Stimmrechtsausübung im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandates oder bei Inanspruchnahme der Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern verbleibt<sup>83</sup>.

Eine solche Klarstellung fehlt sowohl in der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei»<sup>84</sup> als auch im indirekten Gegenvorschlag des Parlamentes.

## 2.5 Offenlegung der Grundsätze und Verfahren der Ausübung der Mitwirkungsrechte und Rechenschaftsablage

Die Richtlinien verpflichten die institutionellen Investoren zur Offenlegung der von ihnen beachteten Grundsätze und Verfahren der Ausübung der Mitwirkungsrechte sowie zur Rechenschaftsablage darüber, wie sie ihre Mitwirkungsrechte ausgeübt haben<sup>85</sup>.

Die Offenlegung der Stimmrechtsausübung ist auch in der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei» für die Pensionskassen vorgesehen; die Bekanntgabe von Grundsätzen und Verfahren zur Stimmrechtsausübung wird dagegen nicht verlangt. Auch der indirekte Gegenvorschlag des Parlamentes verpflichtet die Vorsorgeeinrichtungen, zwecks Rechenschaftsablage offen zu legen, wie sie gestimmt haben (Art. 71a Abs. 2 E-BVG), ohne dass eine Offenlegung der für die Stimmrechtsausübung massgebenden Grundsätze und Verfahren erforderlich wäre.

<sup>82</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>83</sup> RLII (FN 1), 5.

<sup>84</sup> Anzumerken bleibt, dass eine zwingende Stimmpflicht der Pensionskassen dazu führen dürfte, dass die Pensionskassen aus Kostengründen und zur Vermeidung des Risikos, sich straf- oder zivilrechtlich haftbar zu machen, vermehrt die Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern in Anspruch nehmen. Ein solches Vorgehen beinhaltet die Gefahr, dass die Pensionskassen den Empfehlungen der Stimmrechtsberater mehr oder weniger blindlings folgen, womit Letztere eine neue, unregulierte Machfülle bekämen. Die Problematik der «separation of ownership from ownership» würde sich entsprechend verschärfen (vgl. vorne Kap. III.1).

<sup>85</sup> RLII (FN 1), 6.

Anders als die Volksinitiative und der indirekte Gegenvorschlag halten die Richtlinien verdeutlichend fest, dass das Abstimmungsverhalten im Einzelfall nicht Gegenstand des Rechenschaftsberichts bilden muss<sup>86</sup>.

### 3. Generelle Würdigung der Richtlinien und konkreter Vorschlag zu deren Weiterentwicklung

#### 3.1 Würdigung

Es ist ein langer Weg vom jahrzehntelang unangefochtenen und undiskutierten Axiom des – abgesehen von der Liberierungspflicht – pflichtenlosen Aktionärs zur Vorstellung, dass einem Aktionär auch eine Verantwortung für die Corporate Governance einer Gesellschaft zukommt<sup>87</sup>. Am Ursprung dieses Weges stand der weltweite Trend der Stärkung der Aktionärsrechte. Der Aktionär wurde als zentrales Element im Corporate Governance-System erkannt, und so begann man sich vermehrt mit seiner Rolle auseinanderzusetzen. Ein Meilenstein war dann die Publikation des UK Stewardship Code im Jahr 2010. Wenn in der Schweiz nun im Jahr 2013 ähnliche Richtlinien für Institutionelle Investoren verabschiedet werden, so ist die Schweiz damit in dieser Frage mit an der Spitze der Entwicklung.

Unterzieht man die Richtlinien einer Beurteilung, so sind aus unserer Sicht einige grundsätzliche Punkte mindestens so stark zu gewichten wie der konkrete Inhalt der Regeln. In erster Linie zu nennen ist der Umstand, dass die Schweiz mit den Richtlinien überhaupt über einen Code für institutionelle Investoren verfügt<sup>88</sup>. Wichtig ist sodann die Trägerschaft. Diesbezüglich ist zu bemerken, dass als Herausgeber nicht nur Organisationen zeichnen, welche die Gesellschaften repräsentieren (economiesuisse und SwissHoldings), sondern auch Organisationen, welche die Investorenseite vertreten (der Schweizerische Pensionskassenverband ASIP, der Ausgleichsfonds AHV/IV/EO, Ethos sowie, in einer gewissen Zwischenrolle, die Schweizerische Bankiervereinigung). Von den relevanten Organisationen fehlt im Wesentlichen nur die Swiss Fund Association, was bedauerlich ist und hoffentlich in einem späteren Zeitpunkt noch korrigiert wird. Zum Dritten ist bemerkenswert, dass die Richtlinien dem Prinzip «comply or explain» folgen, was zwar heute dem internationalen Standard entspricht, aber über den Standard des Schwesticodes, des Swiss Code of Best Practice, hinausgeht<sup>89</sup>. Letzterer

ist wohl zur Zeit in Überarbeitung<sup>90</sup>, in der aktuell gültigen Fassung aus den Jahren 2002 (Code) resp. 2007 (Anhang) statuiert er aber dieses Prinzip nicht<sup>91</sup>.

Als Nächstes ist für die Richtlinien von prioritärer Bedeutung, dass ihnen rasch Leben eingehaucht wird und sie sich von einem abstrakten zu einem in der Praxis relevanten Regelwerk entwickeln. Dies setzt voraus, dass möglichst viele Investoren sich möglichst bald den Richtlinien unterstellen. Nachdem das Unterstellungsprozedere in den Richtlinien nicht geregelt ist, ist eine Voraussetzung hierfür, dass die Herausgeber umgehend eine Anlaufstelle mit Adresse und Website für alle Fragen im Zusammenhang mit den Richtlinien bestimmen.

Entscheidend für die Relevanz der Richtlinien wird schliesslich die Frage sein, ob es gelingen wird, die Vielzahl der ausländischen Investoren, welche Aktien schweizerischer Gesellschaften halten, dazu bewegen zu können, sich entweder diesen Richtlinien zu unterstellen oder aber – was eher realistisch erscheint – einem ähnlichen ausländischen Code zu folgen. Im letzteren Fall sollte angestrebt werden, dass diese Investoren sich explizit bereit erklären, den darin aufgeführten Prinzipien auch für schweizerische Gesellschaften nachzuleben. Auch für diese Bereitschaftserklärungen sind rasch ein Unterstellungsprozedere und eine Anlaufstelle zu schaffen.

In inhaltlicher Hinsicht haben wir einzelne Aspekte der Richtlinien in den obigen Kapiteln gewürdigt<sup>92</sup>. Auf eine weitergehende, umfassende Beurteilung möchten wir im jetzigen Zeitpunkt aus den oben genannten Gründen bewusst verzichten. Die materielle Einschätzung der Richtlinien ist wohl sehr individuell und hängt nicht zuletzt davon ab, ob der Beobachter das Glas als halb voll oder halb leer betrachten will. Für uns ist zentral, dass wir mit den Richtlinien einen Ausgangspunkt haben, von dem aus sich die Debatte über den gebotenen Inhalt in Wissenschaft und Wirtschaft entwickeln kann. Wir erachten es als wichtig, dass diese Debatte weitergeführt wird, dass die Richtlinien einer regelmässigen Wirkungsanalyse unterzogen werden und dass sie stetig weiterentwickelt und aktualisiert werden. Zur Weiterentwicklung und Aktualisierung gehört für uns zwingend, dass die Richtlinien auch in Zukunft dem internationalen Benchmark standhalten. Für die Schweiz als kleine, offene Volkswirtschaft mit sehr vielen ausländischen Investoren wird es für die breite Akzeptanz und damit den Erfolg der Richtlinien unerlässlich sein, dass diese mit den Best Practice Codes unserer wichtigen Partnerlän-

<sup>86</sup> RLII (FN 1), 6.

<sup>87</sup> Vgl. vorne Kap. III.1.

<sup>88</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang BÜHLER (FN 3), 487, der die Aufnahme von Grundsätzen betreffend die Stimmrechtsausübung von institutionellen Investoren in eine überarbeitete Auflage des SCBP vorgeschlagen hat, sowie HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (FN 12), 365.

<sup>89</sup> Vgl. vorne Kap. IV.2.

<sup>90</sup> Vgl. FRICK (FN 29), 233 f.

<sup>91</sup> Vgl. SCBP (FN 31) und dort insb. die Erläuterungen zum Anhang, 27; vgl. ferner BÜHLER (FN 3), 484 f., der im Hinblick auf die Aktualisierung des SCBP eine Verpflichtung der Publikumsgesellschaften postuliert, sich öffentlich zum SCBP oder zu einem anderen international anerkannten Regelwerk zu bekennen.

<sup>92</sup> Vgl. vorne Kap. IV.3 und V.1.

der (USA, Grossbritannien, Deutschland, Frankreich) so weit wie möglich harmonisiert werden. Denn nur wenn die ausländischen Langfristinvestoren sich diesen oder ähnlichen Richtlinien anschliessen, macht die Corporate Governance in den multinationalen Schweizer Konzernen in diesem Bereich weitere Fortschritte.

### 3.2 Vorschlag: Errichtung einer «Schweizer Corporate Governance Stiftung»

Soft Law ist ein kraftvolles Instrument zur stetigen Verbesserung der Corporate Governance der Gesellschaften. Selbstregulierung hat eine höhere Zielsetzung als staatliche Regeln: Das Streben nach bestmöglichem Verhalten statt das blosses Erfüllen gesetzlicher Minimalstandards<sup>93</sup>. Best Practice Codes richten sich an internationalen Entwicklungen und Benchmarks aus, sie können schneller als Gesetze an neue Gegebenheiten und Fragestellungen angepasst werden. Und sie haben den grossen Vorzug, dass sie individuell an die konkreten Verhältnisse des einzelnen Unternehmens angepasst werden können, wohingegen Gesetze nach dem Ansatz «one size for all» funktionieren. Beachtenswert ist in diesem Zusammenhang der folgende Satz aus dem Deutschen Corporate Governance Kodex, der interessanterweise erst im Rahmen der Überarbeitung im Jahr 2012 in den Kodex aufgenommen wurde: «Eine gut begründete Abweichung von einer Kodexempfehlung kann im Interesse einer guten Unternehmensführung liegen»<sup>94</sup>.

Damit Corporate Governance Codes diese positive Wirkung entfalten können, bedarf es aber geeigneter Trägerschaften und Strukturen. Es braucht eine Trägerschaft, die laufend ein nationales und internationales Monitoring durchführt, neue Probleme und Fragestellungen aufgreift, rechtzeitig adressiert und zeitgerecht in neuen Auflagen des Codes regelt<sup>95</sup>. Und damit dies effektiv und effektiv voll geschieht, muss eine solche Trägerschaft breit abgestützt sein und eine hohe Akzeptanz bei allen Stakeholdern geniessen. Lobenswerte Beispiele bilden diesbezüglich Grossbritannien, Deutschland und die Niederlande. In Grossbritannien wird der Corporate Governance Code alle zwei bis drei Jahre überprüft und aktualisiert; selbst der im Jahr 2010 erstmals aufgelegte UK Stewardship Code liegt bereits in zweiter Auflage vor. Träger der Codes ist der Financial Reporting Council, eine unabhängige, auch mit gewissen regulatorischen Aufgaben betraute Selbstregulierungsorganisation zur Förderung guter Corporate Governance und hochwertigen Berichtswesens, der auch eine Überwachungsfunk-

tion zukommt. In Deutschland wird der Corporate Governance Kodex in der Regel sogar alljährlich vor dem Hintergrund nationaler und internationaler Entwicklungen überprüft und bei Bedarf angepasst<sup>96</sup>. Träger ist dort ein behördlich eingesetztes Gremium, die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. In den Niederlanden schliesslich ist seit dem Jahr 2008 das breit abgestützte Corporate Governance Code Monitoring Committee für den niederländischen Corporate Governance Code zuständig.

Nachdem es in der Schweiz seit elf Jahren Soft Law zur Corporate Governance gibt, scheint uns nun der Zeitpunkt gekommen, auch die schweizerischen Best Practice Codes einer breiter abgestützten und akzeptierten Trägerschaft zu unterstellen. Konkret schlagen wir die Gründung einer «Schweizer Corporate Governance Stiftung» vor, die von Vertretern und Organisationen aus Wirtschaft (Unternehmen, Investoren und Anlegern) und Wissenschaft (Juristen und Ökonomen) errichtet und getragen wird und zukünftig mit der Aufgabe der Überwachung der schweizerischen Corporate Governance Codes (Swiss Code of Best Practice und Richtlinien für Institutionelle Investoren) und deren Weiterentwicklung betraut wird.

<sup>93</sup> Vgl. ANDREAS BINDER/ROLF DUBS/MARTIN HILB/GABRIELA MANSER/ROLAND MÜLLER/NINA SPIELMANN, Best Practice im KMU, Empfehlungen zur Führung und Aufsicht von kleinen und mittleren Unternehmen, St. Gallen 2009, 1.

<sup>94</sup> DCGK (FN 31), 2.

<sup>95</sup> Zur erforderlichen laufenden Aktualisierung von Corporate Governance Codes vgl. auch BÜHLER (FN 3), 488.

<sup>96</sup> DCGK (FN 31), 2.