

Per E-Mail

SIX Swiss Exchange AG
SIX Exchange Regulation
Frau Dr. Katharina Rüdlinger
Frau Franziska C. Diem
Selnaustrasse 30
8001 Zürich

Zürich, 31. Juli 2017

Vernehmlassung zur Teilrevision der Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance von SIX Swiss Exchange

Sehr geehrte Frau Rüdlinger, sehr geehrte Frau Diem

Ich beziehe mich auf Ihr öffentliches Schreiben vom 2. Juni 2017 in der oben genannten Angelegenheit und gestatte mir, eine Stellungnahme zur geplanten Teilrevision abzugeben.

Ich weise der guten Ordnung halber darauf hin, dass ich dem Stiftungsrat der SWIPRA-Stiftung sowie dem Verwaltungsrat von SWIPRA Services AG angehöre. SWIPRA ist ein Stimmrechtsberater. Die vorliegende Stellungnahme gibt meine persönliche Ansicht wieder; ich gebe sie nicht namens oder im Auftrag von SWIPRA ab.

Die geplante Teilrevision ist meines Erachtens im Grundsatz zu unterstützen. Mit Bezug auf die konkrete Ausgestaltung erlaube ich mir, Ihnen folgenden Vorschlag für eine Regelung im Anhang der Richtlinie Corporate Governance (RLCG) zu unterbreiten:

10 Berichterstattung zu Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern

¹ Bezieht der Emittent oder eine Konzerngesellschaft im Berichtsjahr oder bis zum Redaktionsschluss des Geschäftsberichts Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern oder von mit einem Stimmrechtsberater verbundenen Unternehmen, so hat er die Angaben gemäss Absatz 3 zu machen. Diese Pflicht besteht nicht, wenn ein Stimmrechtsberater weder im Berichtsjahr noch im darauffolgenden Jahr, soweit bis zum Redaktionsschluss des Geschäftsberichts bekannt, Investoren des Emittenten bei der Ausübung ihrer Stimmrechte an den Generalversammlungen beraten hat.

² Stimmrechtsberater sind Unternehmen, die Investoren mit Bezug auf die Ausübung ihrer Stimmrechte an Generalversammlungen von Emittenten gewerbsmässig informieren oder beraten. Nicht als Information oder Beratung gilt die Zurverfügungstellung elektronischer Informations- oder Abstimmungsplattformen für Marktteilnehmer.

³ Die Emittenten machen folgende Angaben:

- a) Firma und Sitz der Stimmrechtsberater und der jeweiligen mit ihnen verbundenen Unternehmen, die die Dienstleistungen erbracht haben;
- b) Beschreibung der Gegenstände, auf die sich die Dienstleistungen bezogen haben.

Im Einzelnen möchte ich zum Vorentwurf der SIX Exchange Regulation bzw. zum vorstehend gemachten Regelungsvorschlag wie folgt Stellung nehmen:

1. Notwendigkeit und Rechtfertigung einer Regelung im Allgemeinen

Stimmrechtsberater sind bedeutende Akteure im System der börsenkotierten Gesellschaft. Die vielfältigen Bemühungen der letzten 10 bis 15 Jahre, die Aktionäre bzw. die Generalversammlung zu stärken und sie zu einem Gegengewicht gegenüber den Geschäftsleitungen und auch den Verwaltungsräten zu machen, haben die Stimmrechtsberater zu einem Machtfaktor gemacht. Wie Aktionärs Einfluss ausgeübt wird, bestimmen zu einem beträchtlichen Teil sie. Dabei ist die Macht der Stimmrechtsberater wesentlich auf das immer

grösser werdende Gewicht institutioneller Investoren zurückzuführen, die bei der Ausübung ihrer Stimmrechte auf die Empfehlungen von Stimmrechtsberatern abstellen. Die mit den Stimmrechtsberatern verbundenen Probleme sind bekannt: unter anderem die teilweise fragwürdige Methodik (schematische Anwendung von zum Teil undifferenzierten Richtlinien), die Marktmacht einzelner weniger Anbieter sowie vielfältige Interessenkonflikte.

Die vorgeschlagene Regelung beschlägt nur einen der verschiedenen Problempunkte, nämlich die Interessenkonflikte, die bestehen können, wenn Stimmrechtsberater auch Dienstleistungen für Emittenten erbringen. Diese Beschränkung ist – ganz abgesehen davon, dass die SIX Exchange Regulation im Prinzip nur die Möglichkeit hat, die Emittenten zu regulieren, nicht auch die Stimmrechtsberater – zu begrüssen. Die Anordnung der Offenlegung der Dienstleistungen und damit der potenziellen Interessenkonflikte ist eine gezielte, milde Massnahme, die die Freiheit der verschiedenen Akteure nicht unnötig einschränkt und auf die disziplinierende Wirkung der Marktkräfte setzt. Auch ist zu begrüssen, dass das Problem der Interessenkonflikte bei Stimmrechtsberatern im Wege der Selbstregulierung angegangen wird. Das erlaubt nötigenfalls eine rasche Anpassung an veränderte Verhältnisse oder Einsichten.

Der Bundesrat geht in seiner Botschaft zur Revision des Aktienrechts vom 23. November 2016 davon aus, dass im Bereich der Stimmrechtsberatung kein Handlungsbedarf bestehe. Die Einschätzung weiterer Kreise dürfte eine andere sein, und verschiedene Diskussionen im Zusammenhang mit den Generalversammlungen 2017 dürften zudem dazu beigetragen haben, dass heute ein Handlungsbedarf im Bereich der Stimmrechtsberatung gesehen wird. Vor diesem Hintergrund ist die Initiative der SIX Exchange Regulation zu begrüssen. Sie trägt idealerweise dazu bei, dass eine staatliche Regulierung nicht als nötig angesehen wird.

2. Interessenkonflikte und deren Offenlegung

2.1. Neu soll angeordnet werden, dass die Inanspruchnahme bestimmter Dienstleistungen, die ein Stimmrechtsberater gegenüber dem Emittenten erbracht hat, offengelegt werden muss; dies aus Sorge um die Unabhängigkeit der Stimmrechtsberater hinsichtlich ihrer Dienstleistungen für die Investoren, mithin wegen Interessenkonflikten bei den Stimmrechtsberatern. Der Schluss von der Erbringung der beiden hier genannten Arten von Dienstleistungen auf das Vorliegen eines Interessenkonflikts trifft nicht zwingend zu. Doch scheint es richtig (wie in anderen Kontexten, in denen die Unabhängigkeit eines Akteurs wichtig ist), bereits den Anschein fehlender Unabhängigkeit als Anknüpfungspunkt für eine Regelung genügen zu lassen. Denn ihre Rolle können Stimmrechtsberater gegenüber Investoren nur glaubwürdig wahrnehmen, wenn nicht der Eindruck entsteht, Stimmrechtsberater würden

noch andere Interessen verfolgen als das Interesse, Investoren mit Blick auf deren Interessen bestmöglich zu beraten.

2.2. Die geplante Revision nimmt Bezug auf Interessenkonflikte, die bestehen mögen, wenn ein Stimmrechtsberater nicht nur Stimmrechtsberatung betreibt, sondern überdies auch den betreffenden Emittenten berät, etwa bei der Ausgestaltung von Vergütungsmodellen. Dies kann zu einem Interessenkonflikt beim Stimmrechtsberater, aber auch zu einem beim Verwaltungsrat des Emittenten führen.

Der Interessenkonflikt beim Stimmrechtsberater besteht darin, dass er geneigt sein mag, Anträge an die Generalversammlung den Aktionären zur Annahme bzw. zur Ablehnung zu empfehlen, je nachdem, ob er auf Seiten des Emittenten in die Ausgestaltung der Anträge einbezogen war oder nicht. Der Stimmrechtsberater wird nämlich nicht einen Antrag zur Ablehnung empfehlen, wenn er bei dessen Ausgestaltung mitgewirkt hat, und er wird möglicherweise einen Antrag eher zur Ablehnung empfehlen, wenn er bei dessen Ausgestaltung nicht mitgewirkt hat. Dieser Interessenkonflikt der Stimmrechtsberater kann eine sorgfältige Beratung der Aktionäre und damit deren Meinungsbildung beeinträchtigen, was sodann deren unverfälschte Willenskundgabe und letztlich die Funktionsfähigkeit der Generalversammlung in Frage stellen kann.

Der Interessenkonflikt beim Verwaltungsrat besteht darin, dass er bei der Festlegung seiner Anträge an die Generalversammlung nicht nur die Interessen der Gesellschaft wahrt, sondern mit Blick auf eine möglichst hohe Zustimmung zu seinen Anträgen den Beratungsempfehlungen des Stimmrechtsberaters folgt. Das ist jedenfalls dann problematisch, wenn der Stimmrechtsberater seine Beratungstätigkeit allein an den von ihm festgelegten Richtlinien für die Abstimmungsempfehlungen ausrichtet und diese Richtlinien einseitig und schematisch beispielsweise bestimmte Unternehmenspolitiken begünstigen oder lokale Gegebenheiten ausser Acht lassen.

2.3. Die Offenlegung von Beratungsdienstleistungen eines Stimmrechtsberaters für einen Emittenten beseitigt den Interessenkonflikt nicht, weder denjenigen des Stimmrechtsberaters noch den des Verwaltungsrates. Die Offenlegung bewirkt nur, dass Entscheide in Kenntnis der offengelegten Information getroffen werden können, und sie kann mittelbar bewirken, dass Beratungsdienstleistungen weniger oder gar nicht mehr erbracht bzw. in Anspruch genommen werden. Konkreter:

2.3.1. Betreffend den Interessenkonflikt des Stimmrechtsberaters bewirkt die Offenlegung einerseits, dass die Investoren darüber informiert werden, dass die Empfehlungen des Stimmrechtsberaters mit Bezug auf den betreffenden Emittenten möglicherweise nicht auf

der Basis einer unabhängigen Meinungsbildung entstanden sind. Diese Information relativiert den Wert der Empfehlungen. Sie mag darum bewirken, dass Investoren auf Stimmrechtsberater ausweichen, deren Empfehlungen nicht unter dem Einfluss eines Interessenkonflikts zustande gekommen sind, oder dass die Investoren in Einzelfällen von den Empfehlungen des betreffenden Stimmrechtsberaters abweichen. Ob diese Auswirkungen auf Seiten der Investoren eintreten, ist aus verschiedenen Gründen ungewiss: Zum einen machen die Verhältnisse auf dem oligopolistisch strukturierten Markt der Stimmrechtsberater ein Ausweichen nicht einfach, zum andern ist eine unabhängige Meinungsbildung seitens des Stimmrechtsberaters nur ein Kriterium neben anderen (möglicherweise wichtigeren), die die Leistung des Stimmrechtsberaters aus der Sicht der Investoren qualifizieren. In dem Mass allerdings, in dem der Markt und eine allfällige Regulierung höhere Anforderungen an die Stimmrechtsausübung namentlich durch institutionelle Investoren stellen – und damit auch an den Beizug von Stimmrechtsberatern –, mag sich die Situation verändern: Das Kriterium der Unabhängigkeit eines Stimmrechtsberaters könnte dann wichtiger werden.

Die Offenlegung des Interessenkonflikts mag andererseits bei den Stimmrechtsberatern dazu führen, dass sie zurückhaltender werden bei der Erbringung von Beratungsdienstleistungen oder sich verstärkt in der Pflicht sehen, über ihren Umgang mit Interessenkonflikten Rechenschaft abzulegen. Wenn indessen die Investoren nicht im vorher beschriebenen Sinn auf die Offenlegung des Interessenkonflikts reagieren, haben auch die Stimmrechtsberater unmittelbar keinen Anreiz, es zu tun, denn sie brauchen dann keinen Wegfall von Erträgen zu befürchten.

Die hier beschriebenen möglichen Auswirkungen einer Offenlegung des Interessenkonflikts bei Stimmrechtsberatern wären grundsätzlich erwünscht, weil sie die Qualität der Stimmrechtsberatung verbessern würden. Ob die Auswirkungen eintreten werden, ist schwer vorauszusagen.

Mit Bezug auf den Interessenkonflikt des Verwaltungsrates bewirkt die Offenlegung einerseits, dass die Investoren darüber informiert werden, dass die Anträge des Verwaltungsrates möglicherweise nicht auf der Basis einer unabhängigen Meinungsbildung zustande gekommen sind. Die Investoren werden die Anträge des Verwaltungsrates kritischer beurteilen und ihnen möglicherweise in bestimmten Fällen nicht folgen, wenn sie annehmen, dass die Anträge vor allem oder zumindest auch darauf abzielen, einfach eine möglichst hohe Zustimmung an der Generalversammlung zu erlangen. Die Offenlegung mag andererseits dazu führen, dass Verwaltungsräte zurückhaltender werden bei der Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen von Stimmrechtsberatern. Auch diese beiden Auswirkungen kann man als grundsätzlich wünschenswert ansehen, weil sie zu einer unabhängigeren und

insofern sorgfältigeren Erarbeitung von Anträgen an die Generalversammlung beitragen. Darauf ist jedoch zurückzukommen (Ziff. 2.3.3).

2.3.2. Indem die Offenlegung der Beratungsdienstleistungen dazu führen kann, dass solche Dienstleistungen in geringerem Mass erbracht bzw. in Anspruch genommen werden, trägt die Offenlegung auch dazu bei, dass marktmächtige Stimmrechtsberater ihre Marktmacht nicht so einfach auf den benachbarten Markt der Corporate-Governance-Beratung übertragen können. Diese Auswirkung der Offenlegung ist ebenfalls zu begrüssen.

2.3.3. Trotz des Gesagten ist die möglicherweise geringere Erbringung bzw. Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen von Stimmrechtsberatern (siehe Ziff. 2.3.1) mit Blick auf das Verhältnis zwischen den Emittenten – genauer: den Verwaltungsräten – und den Investoren kritisch zu beurteilen. Stimmrechtsberater können auch als Mittler zwischen den Emittenten und den Investoren angesehen werden. Dies gilt zumal dann, wenn bei einem Emittenten ein bedeutender Anteil der Investoren den Empfehlungen des Stimmrechtsberaters folgt. Diese Mittlerrolle kann für Emittenten nützlich sein und ist grundsätzlich als positiv anzusehen, sind doch die Aktionärsinteressen ein wesentlicher Gesichtspunkt für das Handeln des Verwaltungsrates. Die Beratung der Emittenten durch Stimmrechtsberater kann somit den Interessen der Investoren entsprechen, und es darf davon ausgegangen werden, dass sie das im Prinzip auch tut. Die Mittlerrolle führt auch zu einer Bündelung der Investoreninteressen bei den Stimmrechtsberatern in ihrem Auftritt gegenüber den Emittenten, was den Interessen der Investoren ebenfalls entspricht, indem ihr Kollektivhandlungsproblem reduziert wird. (Im Fall von bedeutenden institutionellen Investoren ist diese Mittlerrolle weniger wichtig, denn hier besteht vielfach ein etablierter Kontakt zwischen dem Investor und dem Verwaltungsrat.) Es ist schwer vorherzusagen, wie sich eine Offenlegung von Beratungsdienstleistungen der Stimmrechtsberater auf die beschriebene Mittlerrolle von Stimmrechtsberatern auswirken würde. Vermutlich würde sie geschwächt, weil die Offenlegung, wie ausgeführt, zu einer geringeren Erbringung bzw. Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen von Stimmrechtsberatern führen könnte. Eine solche Schwächung wäre an sich nicht erwünscht. Das gilt zumal deshalb, weil davon vor allem kleinere Stimmrechtsberater betroffen wären – die grossen haben noch andere Anreize, an die Emittenten heranzutreten (dazu sogleich) –, was für den Stimmrechtsberatermarkt mit seiner oligopolistischen Struktur ungünstig wäre.

Die Sorge, dass die geplante Offenlegungspflicht die beschriebenen unerwünschten Auswirkungen hat, besteht indessen kaum mit Bezug auf die grossen, einflussreichen US-amerikanischen Stimmrechtsberater. Sie sind marktmächtig auf dem globalen Markt global agierender Stimmrechtsberater. Entsprechend einer verbreiteten Wahrnehmung treten sie gegenüber vielen Emittenten nicht als neutrale Mittler im Verhältnis zu den Investoren auf,

sondern sie werfen ihr Gewicht, das sie aufgrund ihres Einflusses bei den Investoren haben, gegenüber den Emittenten in die Waagschale, und zwar zum Teil auch, um ihre eigenen Anschauungen namentlich zur Corporate Governance, "kodifiziert" in ihren Richtlinien, durchzusetzen. (Sie unterliegen insofern übrigens einem weiteren Interessenkonflikt; er wird mit der geplanten Offenlegungspflicht aber nicht adressiert.) Wiederum ist schwer vorherzusagen, was eine Offenlegung der beschriebenen Interessenkonflikte in dieser Hinsicht bewirken würde. Denkbar ist, dass mit dem wegen der Offenlegung allenfalls geringeren Anreiz, den Emittenten Beratungsdienstleistungen zu verkaufen, auch der Anreiz kleiner wird, den Emittenten (mit dem Hinweis auf ihren Einfluss bei den Investoren) Modelle, Lösungen usw. gemäss den eigenen Abstimmungsrichtlinien zu verkaufen bzw. die Emittenten entsprechend unter Druck zu setzen. Die Offenlegung könnte somit dazu beitragen, dass marktmächtige Stimmrechtsberater bei der Durchsetzung ihrer eigenen Anschauungen namentlich zur Corporate Governance gegenüber den Emittenten geschwächt werden. Diese Auswirkung wäre grundsätzlich zu begrüssen.

2.3.4. Die Tätigkeit der Stimmrechtsberater ist auch im Verhältnis zwischen den Verwaltungsräten und den Geschäftsleitungen von Bedeutung. Vor allem in Vergütungsfragen kann die Unterstützung des Verwaltungsrates, insbesondere des Verwaltungsratspräsidenten und des Vergütungsausschusses, durch entsprechenden Rat von Stimmrechtsberatern den Verwaltungsrat in den Verhandlungen über die Entschädigung der Geschäftsleitungsmitglieder stärken. Diese Stärkung ist, für sich betrachtet, im Prinzip zu begrüssen, und eine geringere Inanspruchnahme der Beratungsdienstleistungen von Stimmrechtsberatern durch Verwaltungsräte insofern kritisch zu beurteilen. Dies rechtfertigt aber nicht, dass Stimmrechtsberater Beratungsdienstleistungen zugunsten von Emittenten erbringen können, ohne dies offenzulegen. Der Verwaltungsrat kann zudem zur Stärkung seiner Position gegenüber der Geschäftsleitung andere Berater als Stimmrechtsberater (namentlich Vergütungsberater) in Anspruch nehmen.

2.3.5. Zusammenfassend ergibt eine Einschätzung der mutmasslichen Auswirkungen einer Offenlegung von Beratungsdienstleistungen von Stimmrechtsberatern kein klares Bild dazu, ob die Offenlegung nur erwünschte Auswirkungen haben könnte. Gewisse unerwünschte Auswirkungen sind denkbar (Ziff. 2.3.3, 1. Absatz). Die denkbaren positiven Auswirkungen überwiegen jedoch, aber es ist ungewiss und teils zweifelhaft, ob sie eintreten werden.

3. Bestimmung der Interessenkonflikte und Gegenstand der Offenlegung

Für eine Regelung der Offenlegung der beschriebenen Interessenkonflikte – durch Offenlegung der Erbringung von Beratungsdienstleistungen eines Stimmrechtsberaters – ist

zentral, sich zu vergegenwärtigen, in welchen Konstellationen die Interessenkonflikte bestehen und was mit Blick auf die zu erreichenden Ziele offengelegt werden soll. In diesem Zusammenhang sind aus meiner Sicht folgende Punkte zu beachten:

3.1. Der Interessenkonflikt eines Stimmrechtsberaters besteht nicht nur, wenn er den Emittenten berät, sondern auch, wenn er dem Emittenten andere Dienstleistungen erbringt, ihm etwa Informationen, Analysen und Recherchen zur Verfügung stellt oder eine Einschätzung zu geplanten Anträgen des Verwaltungsrates im Lichte der Richtlinien des Stimmrechtsberaters abgibt. In diesen Fällen liegt keine eigentliche Beratung vor, der Stimmrechtsberater erbringt eine andere Dienstleistung. Dennoch bestehen die beschriebenen Interessenkonflikte. Insbesondere mag ein Stimmrechtsberater auch im Fall der Erbringung einer solchen anderen Dienstleistung geneigt sein, eine positive Abstimmungsempfehlung abzugeben.

Dementsprechend ist im Regelungsvorschlag (vorn S. 2) von "Dienstleistungen" die Rede.

Der "safe harbor" der Zurverfügungstellung elektronischer Informations- und Abstimmungsempfehlungen für Marktteilnehmer (Ziff. 6.6.1 Anhang VE RLCG) scheint derweil berechtigt.

3.2. Die Interessenkonflikte von Stimmrechtsberatern und Verwaltungsräten bestehen nicht nur, wenn im Geschäftsjahr Dienstleistungen erbracht wurden. Sie bestehen auch, wenn zwischen dem Abschluss des Geschäftsjahres und der Beschlussfassung des Verwaltungsrates betreffend die Einladung zur Generalversammlung solche Dienstleistungen erbracht bzw. in Anspruch genommen wurden. Die betreffenden Dienstleistungen werden typischerweise im Hinblick auf die Ausarbeitung der Anträge an die Generalversammlung erbracht. Dabei kann die Dienstleistung im Verlauf des Geschäftsjahres erbracht worden sein, es ist dies aber nicht notwendigerweise so und trifft in der Praxis oftmals nicht zu. Akzentuiert wird das Fehlen des zeitlichen Zusammenhangs zwischen dem Geschäftsjahr und der Dienstleistung des Stimmrechtsberaters noch dadurch, dass gemäss Ziff. 6.6.2 lit. b VE RLCG in der Berichterstattung auf die an den Stimmrechtsberater geleistete Entschädigung und damit auf die Bezahlung abgestellt werden soll: Die Entschädigung wird in aller Regel *nach* der Erbringung der Dienstleistung geleistet, sodass die Wahrscheinlichkeit noch grösser wird, dass Dienstleistungen, die einen Bezug zur anstehenden Generalversammlung haben, von der Berichterstattung nicht erfasst werden. Doch nicht nur in zeitlicher, auch in sachlicher Hinsicht besteht keine unmittelbare Verknüpfung zwischen dem abgeschlossenen Geschäftsjahr und der anstehenden Generalversammlung, wenn die Beratung Anträge betreffend Ereignisse in der Zukunft betrifft (Wahlen in den Verwaltungsrat, Kapitalerhöhungen etc.).

Diese Überlegungen würden eigentlich dazu führen, dass Dienstleistungen offenzulegen sind, die erbracht wurden bis zum Zeitpunkt, in dem der Verwaltungsrat seine Anträge an die Generalversammlung beschlossen hat. Denn im Prinzip kann die Einflussnahme der Stimmrechtsberater auf die Beschlussfassung des Verwaltungsrates bis zu diesem Zeitpunkt dauern (und ausnahmsweise sogar noch länger). Auf diesen Zeitpunkt kann die Regelung jedoch nicht abstellen, wenn man den Entscheid der SIX Exchange Regulation, die Offenlegungspflicht betreffend Stimmrechtsberater zu einem Teil der Corporate-Governance-Berichterstattung zu machen, nicht in Frage stellen will. Die im Rahmen der RLCG bestmögliche Annäherung an den Idealzeitpunkt der Beschlussfassung des Verwaltungsrates ist der in Art. 8 RLCG genannte Zeitpunkt des Redaktionsschlusses für den Geschäftsbericht. Dabei muss dieser Zeitpunkt in der neuen Regelung genannt werden; Art. 8 ist nicht etwa ohnehin auf Beratungsdienstleistungen zwischen Ende des Geschäftsjahres und Redaktionsschluss des Geschäftsberichts anwendbar, denn diese Dienstleistungen sind nicht "Änderungen" gegenüber den Verhältnissen am Bilanzstichtag.

Der Zeitraum zwischen Redaktionsschluss des Geschäftsberichts und Beschlussfassung des Verwaltungsrates wird mit dem Abstellen auf den Redaktionsschluss nicht erfasst. Dieser Zeitraum wird von der Berichterstattung im Folgejahr abgedeckt (ebenso wie im Prinzip auch wieder der Zeitraum zwischen Ende des Geschäftsjahres und Redaktionsschluss des Geschäftsberichts). Mit dem Folgejahr haben die offengelegten Dienstleistungen allerdings, wie erwähnt, nicht notwendigerweise einen sachlichen oder zeitlichen Zusammenhang.

Entsprechend dem Gesagten wird im Regelungsvorschlag (vorn S. 2) auf den Redaktionsschluss des Geschäftsberichts als Ende des Berichtszeitraums abgestellt.

3.3. Die Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters zugunsten des Emittenten betreffen typischerweise Angelegenheiten, zu denen an der nächsten Generalversammlung Beschlüsse zu fassen sind. Wenn der Stimmrechtsberater gegenüber dem Emittenten eine Dienstleistung zu einem Gegenstand erbringt, zu dem er hernach den Investoren eine Abstimmungsempfehlung gibt, ist der Interessenkonflikt akut. Zu denken ist an eine Beratung im Bereich der Vergütungen bzw. an entsprechende Abstimmungsempfehlungen. Die Beratung kann sich aber auch auf Gegenstände beziehen, über die nicht abgestimmt wird, oder der Zusammenhang zwischen dem Gegenstand der Dienstleistung und einzelnen Traktanden kann ein nur mittelbarer sein. Man denke an eine Beratung im Bereich der Vergütungen und an eine Abstimmungsempfehlung betreffend eine Kapitalerhöhung. Der Interessenkonflikt des Stimmrechtsberaters besteht aber auch in einem solchen Fall: Dass der Emittent eine Beratungsdienstleistung des Stimmrechtsberaters in Anspruch genommen hat, wird Letzteren tendenziell positiv mit Bezug auf die Traktanden des Emittenten

beeinflussen. Doch ist der Interessenkonflikt weniger akut, wenn die beiden Gegenstände nicht die gleichen sind.

Damit die Offenlegung der Dienstleistungen des Stimmrechtsberaters die gewünschten Wirkungen haben und die Investoren insbesondere darüber aufklären kann, welche Abstimmungsempfehlungen allenfalls unter dem Einfluss eines Interessenkonflikts zustande gekommen sind, muss offengelegt werden, was der Gegenstand der Dienstleistungen des Stimmrechtsberaters war (etwa im Sinne von: Beratung betreffend Ausgestaltung des Vergütungssystems für die Mitglieder des Verwaltungsrates).

Die Offenlegung des Gegenstandes, auf den sich die Beratung bezogen hat, ist auch für die Stimmrechtsberater von Vorteil. Es wird damit nämlich auch klar gemacht, in welchem Bereich bzw. zu welchen Abstimmungsgegenständen sie keine Dienstleistung erbracht haben, der Interessenkonflikt somit jedenfalls kein akuter war.

Dementsprechend wird hier vorgeschlagen (vorn S. 2), dass der Emittent in seiner Berichterstattung die Gegenstände beschreiben muss, auf die sich die Beratung bezogen hat.

3.4. Wenn ein Stimmrechtsberater zwar gegenüber einem bestimmten Emittenten eine Dienstleistung erbringt, er diesen aber mit Bezug auf seine Abstimmungsempfehlungen nicht abdeckt, besteht im Prinzip weder beim Stimmrechtsberater noch beim Verwaltungsrat des Emittenten der Interessenkonflikt, der eine Offenlegung der Beratungsdienstleistungen rechtfertigt. Davon geht auch die SIX Exchange Regulation in ihrem Schreiben vom 2. Juni 2017 aus, wenn sie ausführt, dass Stimmrechtsberater erfasst sein sollen, die im Berichtsjahr Anleger börsenkotierter Gesellschaften beraten und zudem "für diese kotierten Gesellschaften" Beratungsdienstleistungen erbracht haben. Der Vorentwurf RLCG enthält jedoch keine entsprechende Einschränkung. In der hier angesprochenen Konstellation müsste die Beratungsdienstleistung des Stimmrechtsberaters offengelegt werden, denn erstens schliesst der Vorentwurf RLCG eine Offenlegung nicht aus, wenn der Stimmrechtsberater einen bestimmten Emittenten nicht abdeckt, und zweitens ist es auch nicht so, dass die vom Vorentwurf RLCG erfassten "Beratungsdienstleistungen für Emittenten im Zusammenhang mit Fragen der Corporate Governance" sich von vornherein auf Gegenstände beschränken würden, über die notwendigerweise an der Generalversammlung abgestimmt wird. Die Offenlegungsregelung sollte darum um eine Ausnahmebestimmung ergänzt werden.

Dabei besteht die Schwierigkeit, zu bestimmen, mit Bezug auf welche Generalversammlung – die im Berichtsjahr oder die anstehende – der Stimmrechtsberater die Investoren beraten haben muss, damit die Offenlegung der Beratungsdienstleistungen wegen des

Interessenkonflikts gerechtfertigt ist. Erfasst werden sollte diejenige Generalversammlung, auf deren Geschäfte sich die Beratung des Emittenten bezogen hat. Dies würde jedoch zu einer zu komplizierten Regelung führen. Im Sinne einer klaren, einfachen Regelung empfiehlt sich, die eine oder die andere Variante genügen zu lassen, die Ausnahme mithin so auszugestalten, dass nur dann keine Offenlegungspflicht besteht, wenn der Stimmrechtsberater mit Bezug auf beide Generalversammlungen keine Investoren des betreffenden Emittenten beraten hat.

Siehe den Vorschlag für eine entsprechende Formulierung vorn S. 2.

3.5. Ob die Erbringung von Dienstleistungen zugunsten von Emittenten bei einem Stimmrechtsberater einen Interessenkonflikt bewirkt und wie stark dieser gegebenenfalls ist, hängt unter anderem auch davon ab, welche organisatorischen Vorkehrungen und strukturellen Massnahmen seitens des Stimmrechtsberaters getroffen wurden (Stichwort: "Chinese Walls"). Sind die Stimmrechtsberatung und die Erbringung von Dienstleistungen zugunsten von Emittenten klar voneinander getrennt, besteht weniger Grund, einen Interessenkonflikt anzunehmen, auch wenn die betreffenden Unternehmen miteinander verbunden sind. Jedenfalls können Investoren, die über die seitens des Stimmrechtsberaters bestehenden Verhältnisse informiert sind, selber beurteilen, ob sie von einem Interessenkonflikt ausgehen wollen, bzw. die getroffenen Vorkehrungen und Massnahmen beurteilen.

Damit Investoren diesbezüglich selber eine Einschätzung machen können, ist bei der Offenlegung der erbrachten Dienstleistungen nicht nur der Stimmrechtsberater zu bezeichnen, sondern auch das mit dem Stimmrechtsberater verbundene Unternehmen, das die Dienstleistungen erbracht hat.

Siehe dazu den Regelungsvorschlag vorn S. 2.

3.6. Demgegenüber ist im Lichte der Ziele einer Offenlegung der Interessenkonflikte nicht recht ersichtlich, welche Bedeutung die Entschädigung hat, die der Emittent dem Stimmrechtsberater entrichtet hat. Natürlich bringt ein hoher Betrag das Ausmass einer Beratung oder den Wert der Dienstleistung und den Grad der geschäftlichen Verflochtenheit zum Ausdruck; eine intensive Beratung bzw. eine wertvolle Dienstleistung akzentuiert tendenziell sowohl beim Stimmrechtsberater als auch beim Verwaltungsrat den Interessenkonflikt. Doch ist die Summe der Entschädigungen für sich allein wenig aussagekräftig. Aussagekräftig wäre sie vor allem dann, wenn Investoren wüssten, wie hoch der bezahlte Betrag und damit wie intensiv die Beratung des Stimmrechtsberaters war im Vergleich zur Entschädigung bzw. der Beratung anderer Berater, namentlich von Vergütungsberatern. Zudem mag die Pflicht

zur Offenlegung der geleisteten Beträge zu Anstrengungen der Beteiligten führen, die Offenlegung zu umgehen, was nicht wünschbar ist.

Dementsprechend wird hier vorgeschlagen (vorn S. 2), auf die Angabe der Summe der Honorare, die der Stimmrechtsberater in Rechnung gestellt hat, zu verzichten.

3.7. Der Emittent kann Dienstleistungen von mehr als einem Stimmrechtsberater bezogen haben. Das ändert an der Problematik der Interessenkonflikte grundsätzlich nichts. Gegebenenfalls sind darum die Dienstleistungen sämtlicher Stimmrechtsberater offenzulegen.

Siehe dazu den Regelungsvorschlag vorn S. 2.

3.8. Die beschriebenen Interessenkonflikte im Fall der Erbringung von Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters zugunsten des Emittenten bestehen – was bis hierhin stillschweigend vorausgesetzt war – vor allem dann, wenn es um Dienstleistungen zugunsten des in Frage stehenden Emittenten geht (und der Stimmrechtsberater die Investoren dieses Emittenten bei der Ausübung ihrer Stimmrechte berät). Der Interessenkonflikt kann aber auch bestehen, wenn ein Stimmrechtsberater andere Emittenten berät. Der Stimmrechtsberater mag dann mit seinen Abstimmungsempfehlungen Druck auch auf Verwaltungsräte von Emittenten ausüben, die er noch nicht berät, denen er aber gerne seine Dienstleistungen verkaufen möchte. Dieses Interesse eines Stimmrechtsberaters an Beratungsgeschäften für andere Emittenten schafft bei ihm einen ähnlichen Interessenkonflikt wie denjenigen, der im Fall der Beratung des betreffenden Emittenten besteht. Rechtliche Regeln zum Umgang und allenfalls zur Offenlegung des hier beschriebenen Interessenkonflikts kann eine Emittentenregulierung indessen kaum vorsehen; sie müssten, wenn man das wünscht, Gegenstand einer Regulierung der Stimmrechtsberater sein.

Der Vorentwurf RLCG erfasst nur Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters zugunsten des betreffenden Emittenten. Entsprechend dem eben Gesagten wird hier in dieser Hinsicht kein Änderungsvorschlag gemacht.

4. Redaktionelles

4.1. Die Berichterstattung über Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern zugunsten von Emittenten passt im Grunde genommen weder materiell noch formell in den Anhang der RLCG; sie passt materiell eigentlich überhaupt nicht in die RLCG. Materiell deshalb nicht, weil die Offenlegung der von einem Stimmrechtsberater erbrachten Dienstleistungen nicht nur den Interessenkonflikt beim Verwaltungsrat betrifft – insofern geht es schon um eine

Frage der Corporate Governance –, sondern auch und in erster Linie den Interessenkonflikt beim Stimmrechtsberater (siehe zu diesen beiden Interessenkonflikten vorn Ziff. 2). Der Interessenkonflikt beim Stimmrechtsberater hat mit der Corporate Governance des Emittenten nicht unmittelbar zu tun, sondern er betrifft die Stimmrechtsberater (und deren Governance). Immerhin: Soweit es damit auch um die Willensbildung in der Generalversammlung des Emittenten geht, kann man dies als Frage der Corporate Governance des Emittenten ansehen (in diesem Sinn allgemein Ziff. 6 Anhang RLCG, anders aber Art. 1 RLCG). Materiell passt die Offenlegung aber auch deshalb nicht in den Anhang der RLCG bzw. in die RLCG, weil die Erbringung der Dienstleistungen, wie erwähnt (Ziff. 3.2), weder zeitlich noch sachlich notwendig mit dem Geschäftsjahr verbunden ist, über das berichtet wird.

Die Berichterstattung über Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern zugunsten des Emittenten passt sodann in formeller Hinsicht nicht in den Anhang zur RLCG, weil die Regelung im Vergleich zum sonstigen Inhalt des Anhangs detaillierter ausfallen muss als die sonstigen Regelungen im Anhang und weil sich eine Regelung in der formellen Gestalt eines ausformulierten "Gesetzesartikels" (gleich wie bei Art. 9 RLCG) aufdrängt.

In Frage käme eine Regelung als Ziff. IIIa / Art. 9a RLCG, im Anschluss an die Nachhaltigkeitsberichterstattung und damit ausserhalb des Corporate-Governance-Berichts. Dies würde jedoch wohl dazu führen, dass Art. 4 ff. RLCG (allgemeine Bestimmungen über die Publizitätspflichten) nicht anwendbar wären, was ein Fehler wäre. Darum ist eine Regelung im Anhang RLCG pragmatisch gesehen letztlich doch die richtige Lösung.

Besser als eine Einordnung in Ziff. 6 Anhang RLCG wäre indessen eine neue Ziffer 10. Denn zwar geht es bei der Offenlegung von Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern zugunsten von Emittenten auch um die Qualität der Willensbildung in der Generalversammlung. Ziff. 6 regelt jedoch die emittentenseitig geschaffenen, aktienrechtlich begründeten Rahmenbedingungen für die Ausübung der Mitwirkungsrechte der Aktionäre. Dazu passt die mögliche Beeinflussung der Investoren durch Stimmrechtsberater, die einem Interessenkonflikt unterliegen, nicht recht.

Siehe den entsprechenden Regelungsvorschlag vorn S. 2.

4.2. Begriff des Stimmrechtsberaters

4.2.1. Stimmrechtsberater sollten nicht als Organisationen definiert werden, die schon begrifflich sowohl Abstimmungsempfehlungen erteilen als auch Dienstleistungen für Emittenten erbringen und insofern *per se* einem zumindest potenziellen Interessenkonflikt

unterliegen. Das ist, als würde eingangs des Strafgesetzbuchs die "Person" definiert als jemand, der ein Verbrechen oder Vergehen begeht: Zwar ist es richtig, dass das Strafgesetzbuch in persönlicher Hinsicht Personen betrifft, die ein Verbrechen oder Vergehen begehen, doch täte man damit dem allgemeinsprachlichen Begriff "Person" Gewalt an. Dasselbe gilt mit Bezug auf den Begriff des Stimmrechtsberaters. Die Erbringung von Dienstleistungen zugunsten des Emittenten ist nicht als Element des Anwendungsbereichs der Richtlinie in persönlicher Hinsicht, sondern als Merkmal des tatbestandsmässigen Verhaltens zu konzipieren.

Die Erbringung von Dienstleistungen zugunsten des Emittenten aus der Definition des Begriffs des Stimmrechtsberaters herauszunehmen, führt nicht etwa dazu, dass Stimmrechtsberater, die solche Dienstleistungen erbringen, begrifflich nicht erfasst würden: Sie erfüllen alle Tatbestandsmerkmale des Begriffs des Stimmrechtsberaters und unterliegen darum den für diese geltenden Bestimmungen.

4.2.2. Es gehört nicht zum Begriff des Stimmrechtsberaters, dass dieser nur Anleger börsenkotierter Gesellschaften berät.

4.2.3. Im Übrigen kann man sich fragen, ob es überhaupt sinnvoll sei, die "Stimmrechtsberater" zu definieren. Dies nicht einfach nur deshalb, weil der Begriff von den Verwendern mit einem übereinstimmenden Verständnis angewendet wird, sondern weil eine Legaldefinition das Risiko birgt, zu umfassend oder zu eng zu sein. So kann weder mit der Definition des Vorentwurfs RLCG noch mit der hier (vorn S. 2) vorgeschlagenen Umschreibung ganz ausgeschlossen werden, dass auch andere Berater, etwa Berater von aktivistischen Aktionären oder von Anbietern im Rahmen eines Übernahmekampfs, vom Begriff erfasst werden. (In der Regel wird dann allerdings das tatbestandsmässige Verhalten nicht gegeben sein.) Solche anderen Berater sind aber nach allgemeinem Verständnis keine Stimmrechtsberater, und die Regelung sollte Dienstleistungen von ihnen nicht erfassen. Diese begrifflichen Unsicherheiten könnten (paradoxe Weise) möglicherweise vermieden werden, indem der Begriff nicht definiert und damit auf das allgemeine, wohl weitgehend unbestrittene Begriffsverständnis abgestellt wird.

4.3. Sprachliches

4.3.1. Der Begriff "Stimmrechtsberater" ist in der Schweiz bestens etabliert. Er wird auch in der deutschen Fassung der EU-Aktionärsrechterichtlinie verwendet. Es besteht kein Anlass, den Anglizismus des "Proxy Advisor" zu verwenden (ohnehin nicht, wenn die RLCG, wie im Vorentwurf vorgeschlagen, den Begriff des Stimmrechtsberaters ebenfalls einführt und die Gleichwertigkeit von "Proxy Advisor" und "Stimmrechtsberater" zum Ausdruck bringt).

Hans-Ueli Vogt

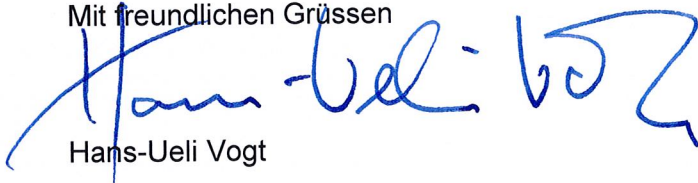
4.3.2. Der Anhang RLCG spricht, wenn er Konzerngesellschaften des Emittenten anspricht, nicht von "anderen Konzerngesellschaften" (so aber Ziff. 6.6.2 VE Anhang RLCG), sondern von "Konzerngesellschaften" (siehe z.B. Ziff. 1.1.2 und 3.1 Anhang RLCG). Die neue Bestimmung sollte sich an die bisherige Terminologie halten.

4.3.3. Die RLCG spricht von "Investoren" (siehe z.B. Art. 2), nicht von Anlegern (so aber Ziff. 6.6.1 VE Anhang RLCG). Die neue Bestimmung sollte sich an die bisherige Terminologie halten.

4.3.4. Der Anhang RLCG spricht beim Namen von Unternehmen, wenn es um juristische Personen des Handelsrechts geht, richtigerweise von der "Firma" (siehe Ziff.1.1.2 Anhang RLCG). Stimmrechtsberater werden in aller Regel juristische Personen des Handelsrechts sein. Die neue Bestimmung im Anhang RLCG sollte ebenfalls diesen Begriff verwenden (im Gegensatz zu Ziff. 6.6.2 VE Anhang RLCG).

Ich stehe Ihnen bei Fragen oder für eine Besprechung jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Hans-Ueli Vogt