

SIX Swiss Exchange AG  
SIX Exchange Regulation  
zHd. Frau Dr. Katharina Rüdlinger  
Head Corporate Disclosure  
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 Dr. Rüdlinger,  
Sehr geehrte Damen und Herren,

Es freut uns, Ihnen anbei unsere Stellungnahme zur geplanten Teilrevision der Richtlinie zur Corporate Governance (RLCG) von SIX Swiss Exchange übermitteln zu dürfen.

### **I. Über SWIPRA**

SWIPRA ist seit 2013 als unabhängiger Schweizer Proxy Advisor tätig und beurteilt Corporate-Governance-Fragen und insbesondere Traktanden an Generalversammlungen mit Blick auf eine langfristige Wertsteigerung. Dabei orientiert sich SWIPRA an umfangreichen wissenschaftlich gestützten „Policy Considerations“, ökonomischen Prinzipien, basierend auf modernen Erkenntnissen der empirischen und theoretischen Wirtschaftsforschung, der Rechtswissenschaft und der Praxis. SWIPRA erarbeitet zudem regelmässig Studien und Positionspapiere zu Themen der Corporate Governance. Dabei stehen die unterschiedlichen Ansichten der Marktteilnehmer und die Förderung eines objektivierten und transparenten Dialogs zur Corporate Governance im Fokus.

### **II. Ziel der zusätzlichen Offenlegung**

Die vorgeschlagene Ergänzung der RLCG soll auf den möglichen Interessenkonflikt eines Stimmrechtsberaters abzielen, der für dasselbe Unternehmen gleichzeitig Abstimmungsempfehlungen an Investoren abgibt und das Unternehmen selbst zu Fragen der Corporate Governance berät, was zu unerwünschten Verzerrungen im Markt führen kann. Investoren sollen aufgrund der zusätzlichen Offenlegung nun die Möglichkeit haben, die Abstimmungsempfehlungen eines Stimmrechtberaters besser zu qualifizieren und allenfalls auf (unabhängigere) Alternativen auszuweichen. Wir analysieren basierend auf einem



ökonomischen Modell beschrieben in Anhang A die komplexe Situation am Markt und erstellen eine Beurteilung, welche Auswirkungen die vorgeschlagene Offenlegung haben kann.

Die akademische Literatur hat früher bereits potentielle Interessenkonflikte anhand des oft zum Vergleich herangezogenen Marktes für Kreditratings umfassend analysiert und festgestellt, dass diese Interessenkonflikte tatsächlich zu unerwünschten Handlungen im Markt geführt haben. Dies konnte durch eine verbesserte Offenlegung reduziert werden.<sup>1</sup> Aufgrund der unterschiedlichen institutionellen Natur des Marktes für Stimmrechtsberatung ist jedoch der von der Vernehmlassung adressierte Interessenkonflikt anders gelagert. Es wäre unzureichend, dabei lediglich auf die Erkenntnisse aus dem Markt für Kreditratings abzustellen. Eine andere Vergleichsmöglichkeit aus der Praxis mit vergleichbarem Potential für Interessenkonflikte ist das Investment Banking. In diesem Markt wurden die Interessenkonflikte regulatorisch angegangen, was jedoch mit einem direkten Eingriff in die operativen Freiheitsgrade des Anbieters der Dienstleistung, i.e. der Bank, verbunden war. Empirisch konnte danach gezeigt werden, dass dieser regulatorische Ansatz das Problem durchaus adressiert hat, während Massnahmen zur Selbstregulierung wie beispielsweise „Chinese Walls“ oft ineffektiv blieben.<sup>2</sup>

### III. Markt der Stimmrechtsberatung: Mehr Wettbewerb notwendig

Die akademische Literatur zu konkreten Auswirkungen des Interessenkonflikts für Stimmrechtsberater, welche gleichzeitig Unternehmen wie auch deren Investoren beraten, ist noch verhältnismässig klein, suggeriert für die USA aber durchwegs negative Auswirkungen auf den Markt.<sup>3</sup> Auch in der Schweiz gibt es vereinzelte Beispiele solcher möglicher Interessenkonflikte.<sup>4</sup> Eine aktuelle akademische Studie<sup>5</sup> aus den USA kommt zum wichtigen und für unsere Analyse relevanten Schluss, dass ein möglicher Interessenkonflikt in erster Linie *durch weniger Marktmacht einzelner Stimmrechtsberater, sprich durch mehr Wettbewerb in diesem Markt*, gelöst werden müsste.<sup>6</sup>

Die Problematik von Interessenkonflikten bei Stimmrechtsberatern wurde in den USA bereits 2007 mit einem Bericht des Government Accountability Office<sup>7</sup> umfassend diskutiert und in den Folgejahren mit besonderen, zur öffentlichen Stellungnahme publizierten Regulierungskonzepten zu adressieren versucht. Eine wichtige Erkenntnis aus diesem Prozess war, dass es im Markt für Stimmrechtsberatung verschiedene Interessenkonflikte gibt, welche unter anderem auch mit den unterschiedlichen Geschäftsmodellen der Stimmrechtsberater zusammen hängen. 2014 folgte dann mit dem SEC Staff Legal Bulletin Nr. 20 eine Leitlinie für Stimmrechtsberatung, welche unter anderem auch das Thema der Interessenkonflikte anspricht (siehe dazu auch das Kapitel VII). Ein Follow-up zum Bericht von 2007, in dem explizit

<sup>1</sup> Siehe Baghai und Becker, *Non-Rating Revenue and Conflicts of Interest*, CEPR Discussion Paper 11508, 2016.

<sup>2</sup> Siehe Corwin, Larocque und Stegemoller, *Investment banking relationships and analyst affiliation bias: The impact of the global settlement on sanctioned and non-sanctioned banks*, Journal of Financial Economics 124, 2017.

<sup>3</sup> Siehe Larcker, McCall, Ormazabal, *Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms*, Journal of Law and Economics 58,

<sup>2</sup> Siehe Corwin, Larocque und Stegemoller, *Investment banking relationships and analyst affiliation bias: The impact of the global settlement on sanctioned and non-sanctioned banks*, Journal of Financial Economics 124, 2017.

<sup>3</sup> Siehe Larcker, McCall, Ormazabal, *Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms*, Journal of Law and Economics 58, no.1, Februar 2015.

<sup>4</sup> Siehe *Beruhigung fürs Management: Neue Dokumente zeigen, wie US-Investorenberater in Schweizer Firmen Einfluss ausüben*, Schweiz am Wochenende, 13. Mai 2017.

<sup>5</sup> Siehe Li, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, ECGI Working Paper 389/2013

<sup>6</sup> Die Empfehlung diesen Interessenkonflikt durch mehr Wettbewerb zu reduzieren steht in direktem Gegensatz zu den Erkenntnissen, welche im Markt für Kreditratings gemacht wurden. Aufgrund der unterschiedlichen Marktstruktur führte zusätzlicher Wettbewerb im Markt zu einer Verschlechterung der Qualität der Kreditratings (siehe Becker, Milbourn *How did increased competition affect credit ratings?*, Journal of Financial Economics 101 (2011).

<sup>7</sup> Siehe United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings: Issues relating to firms that advise institutional investors on proxy voting*, June 2007.



die Reaktionen der Stimmrechtsberater auf die von der SEC initiierten Richtlinien und Gesetzesentwürfe beschrieben sind, wurde 2016 publiziert.<sup>8</sup>

Mangels direkt vergleichbarer Studien zu der in der aktuellen Teilrevision vorgeschlagenen Massnahme diskutiert SWIPRA, basierend auf einem qualitativen Modell (siehe Anhang A), eine differenzierte Abwägung der Anreize der einzelnen Marktteilnehmer und wie sich die durch die Teilrevision vorgeschlagene Offenlegung auf den angesprochenen Interessenkonflikt seitens Stimmrechtsberater auswirken könnte. Unsere Beurteilung zur vorgeschlagenen Offenlegung fällt dabei kritisch aus. Zusammenfassend können folgende Erkenntnisse aus unserer Analyse gezogen werden:

- (i) *Ein Interessenkonflikt, wie ihn die vorgeschlagene Offenlegung adressieren will, führt insbesondere im Zusammenhang mit ausgeprägter Marktmacht seitens des Stimmrechtsberaters zu ungewollten Konsequenzen.*
- (ii) *Eine zusätzliche Offenlegung könnte zwar ein Schritt in Richtung verbesserter Transparenz und aus dieser Sicht grundsätzlich willkommen sein. Das eigentliche Kernproblem kann aber durch eine einseitige Auslegung der Offenlegungspflicht nicht adressiert werden. In der aktuellen Marktkonstellation der Stimmrechtsberatung vermag die vorgeschlagene zusätzliche Offenlegung den Interessenkonflikt nur marginal zu reduzieren.*
- (iii) *Eine angemessene Reduktion der Interessenkonflikte seitens Stimmrechtsberater sollte vor allem durch eine Reduktion von Marktmacht respektive mehr Wettbewerb erreicht werden.*
- (iv) *Eine Regulierung muss berücksichtigen, dass es heterogene Player im Markt gibt. Die vorgeschlagene Teilrevision spricht nur eine Seite des Konfliktpotentials eines Stimmrechtsberaters an: dasjenige zwischen Stimmrechtsberater und Unternehmen, aber nicht dasjenige zwischen Stimmrechtsberater und Investoren. Dies kann die (nicht korrekte) allgemeine Perzeption verstärken, dass es nur einen möglichen Interessenkonflikt gibt und dadurch den Wettbewerb in der Stimmrechtsberatung einseitig beeinflussen.*
- (v) *Im internationalen Vergleich (EU und USA) lässt sich feststellen, dass zusätzliche Regulierung auf diejenigen Marktteilnehmer abzielen, welche die Hauptakteure im Markt für Stimmrechtsberatung sind und im Wesentlichen auch in der Verantwortung stehen sollten, wie Abstimmungsempfehlungen erstellt und wie Stimmrechte ausgeübt werden, also die Stimmrechtsberater und die Investoren. Ein solcher Ansatz wäre aus unserer Sicht zielführender, da er die Sorgfaltspflicht im Umgang mit den Stimmrechten adressiert.*

#### **IV. Vorschläge im Rahmen der angedachten Regelung**

Sollte an der zusätzlichen Offenlegung gemäss Teilrevision trotz des eingeschränkten Potentials Interessenkonflikte zu reduzieren, festgehalten werden, müssten aus Sicht von SWIPRA folgende Anpassungen vorgenommen werden:

- *Gemäss Ziff. 6.6.1 müssten in der aktuellen Fassung sämtliche Beratungsdienstleistungen offengelegt werden, welche von einem Stimmrechtsberater erbracht werden, unabhängig davon ob der Stimmrechtsberater für ein bestimmtes Unternehmen überhaupt eine Analyse erstellt und*

---

<sup>8</sup> Siehe United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings: Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices*, November 2016.



*eine Abstimmungsempfehlung abgibt. Im Sinne einer Regelung zur Reduktion von Interessenkonflikten sollten jedoch nur Beratungsdienstleistungen eines Stimmrechtsberaters an ein Unternehmen erfasst werden, wenn dieser Stimmrechtsberater auch gleichzeitig Stimmempfehlungen für die Aktionäre dieses Unternehmens erstellt. Werden Unternehmen von einem Stimmrechtsberater beraten, ohne dass für deren Investoren Abstimmungsempfehlungen erstellt werden liegt, kein Interessenkonflikt vor und die zusätzliche Offenlegung wäre deshalb nicht gerechtfertigt. Es wäre in einem solchen Modell auch nicht einzusehen, weshalb die Dienstleistungen eines Corporate Governance-Spezialisten, der nur in einem gewissen Marktsegment als Stimmrechtsberater tätig ist, offengelegt werden müssten, Beratungsdienstleistungen durch andere Spezialisten wie Vergütungsberater, Anwaltskanzleien etc. jedoch nicht.*

- *Die Definition, was eine Beratung seitens des Stimmrechtsberaters konstituiert, ist in Ziff. 6.6.1 ungenügend definiert und trägt den verschiedenen Geschäftsmodellen nicht Rechnung. SWIPRA ist der Ansicht, dass passiv zur Verfügung gestellte Informationen (z.B. die zur Analyse verwendeten Peer-Groups, der durch Unternehmen getätigte Erwerb der eigenen Abstimmungsempfehlung nach deren Publikation, etc.) von einer Offenlegung auszuschliessen wären, da es sich in diesen Punkten um keine Beratungsdienstleistungen im eigentlichen Sinne handelt und keine Interessenkonflikte vorliegen. Hier geht es um den Erwerb von Marktinformationen.*
- *Wir legen dar, dass der angesprochene Interessenkonflikt vor allem in Kombination mit einer vorherrschenden Marktstellung des Stimmrechtsberaters sehr ausgeprägt ist. Wir sind der Meinung, dass nur ein wirklich schädlicher Interessenkonflikt im Einzelfall vorherrschen kann, wenn ein qualifizierter Anteil von Aktionärsstimmen durch den Stimmrechtsberater beeinflusst wird. Wir schlagen deshalb vor, dass für den Fall der Einführung einer zusätzlichen Offenlegungspflicht eine Wesentlichkeitsgrenze von 10% der Stimmrechte gelten sollte. Dies entspricht dem Schwellenwert, der bei den meisten kotierten Unternehmen ein Traktandierungsrecht mit sich bringt und somit einen wesentlichen Einfluss auf die Resultate einer Generalversammlung eines Unternehmens haben kann.*
- *Das Timing der Offenlegung kann limitierend auf die Effektivität der Massnahme wirken. Mit der jährlichen Offenlegung der an Stimmrechtsberater bezahlten Honorare im Corporate-Governance-Bericht kann ein Investor zwar im Nachhinein nachvollziehen, ob die letztjährige Stimmempfehlung allenfalls vor dem Hintergrund eines Interessenkonfliktes hätte hinterfragt werden sollen. Es wird dem Investor jedoch nicht möglich sein, daraus zu schliessen, ob auch die Empfehlung für die kommende Generalversammlung hinterfragt werden müsste.*

## **V. Analyse und Diskussion: Mögliche Interessenkonflikte der Stimmrechtsberater**

Die Kerntätigkeit eines Stimmrechtsberaters besteht aus der Erstellung und dem Verkauf von Abstimmungsempfehlungen für Generalversammlungen kotierter Unternehmen an Aktionäre, insbesondere Institutionelle Vermögensverwalter und Vorsorgeeinrichtungen („Investoren“). Dadurch unterscheidet sich der Markt für Stimmrechtsberatung grundlegend vom Markt für Kreditratings, in welchem die analysierten Unternehmen selbst für ihre Ratings bezahlen.

Viele der bereits länger etablierten Stimmrechtsberater haben ihr Geschäftsmodell diversifiziert und bieten nebst der generellen Stimmrechtsberatung weitere Dienstleistungen an. Oft sind dies entweder (i) die Corporate Governance-Beratung von Unternehmen (z.B. ISS), (ii) der Verkauf eigener Empfehlungen an die analysierten Unternehmen (z.B. Glass Lewis und SWIPRA) oder (iii) die gleichzeitige Vertretung von Stimmrechten für das durch den Stimmrechtsberater verwaltete Vermögen zugunsten Dritter oder auch für unabhängige Dritte, die gleichzeitig mit der Abstimmungsempfehlung auch die administra-



tive Handhabung der Stimmrechte auslagern (z.B. Ethos, Inrate). In den Fällen (i) und (iii) kann es zu relevanten Interessenkonflikten kommen:

- **Unternehmensseitig:** Im Fall der *unmittelbaren Beratung* von Unternehmen, zu welchen gleichzeitig auch Abstimmungsempfehlungen angeboten werden, erkaufte sich das Unternehmen sozusagen eine positive Abstimmungsempfehlung, indem die Anforderungen des Stimmrechtsberaters im Vorfeld einer GV erfüllt werden. Diese vom Stimmrechtsberater definierten Anforderungen müssen jedoch nicht gleichgelagert sein wie die Interessen des Unternehmens und dessen Stakeholder
- **Anlegerseitig:** Im Fall der *gleichzeitigen Vertretung von Stimmrechten* durch einen Stimmrechtsberater könnten sich die Interessen des Institutionellen Vermögensverwalters oder einer Vorsorgeeinrichtung bzw. deren Kunden (Beneficial Owners der verwalteten Aktieninvestitionen) von den Interessen bzw. den Kriterien des Stimmrechtsberaters unterscheiden, ohne dass der Institutionelle Vermögensverwalter in der Praxis jedoch von den Abstimmungsempfehlungen abweichen könnte.<sup>9</sup>

Das bloße Vorhandensein eines möglichen Interessenkonfliktes eines Stimmrechtsberaters bedeutet jedoch nicht automatisch, dass dies zu problematischen Handlungen oder negativen Konsequenzen führen wird. Vielmehr müssen konkrete Situationen möglicher Interessenkonflikte differenziert angeschaut werden. Sofern die Beratung durch den Stimmrechtsberater objektiv und fundiert erfolgt, kann sich ein Unternehmen durch Anpassungen in der Governance-Struktur durchaus im Sinne der Investoren verändern, was wiederum eine positivere Beurteilung und Abstimmungsempfehlung rechtfertigt. Dasselbe trifft zu für die Vermögensverwaltung und/oder Stimmrechtsvertretung durch den Stimmrechtsberater. Solange die durch den Stimmrechtsberater vertretenen Stimmen anhand objektiver und fundierter Abstimmungsempfehlungen ausgeübt werden, wird damit grundsätzlich Wert geschaffen. Kritisch zu beurteilen ist es, wenn zwei in ihren Governance-Strukturen vergleichbare Unternehmen, welche sich lediglich dadurch unterscheiden, Beratung in Anspruch zu nehmen, oder nicht, unterschiedliche Abstimmungsempfehlungen des selben Stimmrechtsberaters erhalten, respektive wenn einzelne Abstimmungsempfehlungen Partikularinteressen eines Stimmrechtsberaters reflektieren. Diese Problematik wird akzentuiert, wenn der Stimmrechtsberater im Sinne seiner eigenen Empfehlungen Stimmrechte vertritt.

## VI. Analyse und Diskussion: Ökonomische Anreize der Marktteilnehmer

Die ausführliche Diskussion der erwarteten Auswirkungen der zusätzlichen Offenlegungspflicht auf das Verhalten der einzelnen Marktteilnehmer findet sich in Anhang A. Nachfolgend soll eine Übersicht zu den ökonomischen Anreizen gegeben werden, welche die Entscheide der Marktteilnehmer beeinflussen. Auf Basis dieser Anreizstrukturen lässt sich dann differenziert abschätzen, welche Marktteilnehmer wie auf die zusätzliche Offenlegung reagieren könnten.

**Stimmrechtsberater**, welche gleichzeitig Abstimmungsempfehlungen wie auch Governance-Beratung anbieten, streben offensichtlich den Verkauf *möglichst vieler Empfehlungen an Investoren* und *möglichst vieler Beratungsdienstleistungen an Unternehmen* an.

---

<sup>9</sup>Dies ist dann der Fall, wenn der gesamte Prozess der Stimmwahrnehmung an den Stimmrechtsberater ausgelagert wird. Ein Abweichen ist zwar auch in diesem Fall theoretisch möglich und oft vertraglich so vorgesehen, in der Praxis aufgrund der zeitlichen Einschränkungen jedoch kaum umsetzbar, zumindest nicht zu beobachten. Dies verleiht einem Stimmrechtsberater die Möglichkeit, die Resultate einer Generalversammlung im Sinne seiner eigenen Empfehlungen entscheidend zu beeinflussen, ohne an die Sorgfaltspflicht eines Institutionellen Vermögensverwalters gebunden zu sein.



Beim Kauf von Abstimmungsempfehlungen sind für **Investoren** generell Kriterien wie *Preis*, *Marktabdeckung* (wie viele Titel werden national und international abgedeckt) und allgemeiner die *Effizienz der Stimmrechtswahrnehmung* wesentlich. Die *Philosophie* des Stimmrechtsberaters und allenfalls die *Beeinflussungsmöglichkeit dieser Philosophie* sind vergleichsweise weniger wichtig<sup>10</sup>.

Für **Unternehmen** dürften die *Qualität* der Beratung, der *Einfluss des Stimmrechtsberaters*, der diese Beratung erbringt, also konkret, wie viele Stimmen er möglicherweise an der Generalversammlung des Unternehmens beeinflussen kann sowie der *Preis* der Beratung ausschlaggebend sein.

Generell gilt, je grösser der Einfluss eines Stimmrechtsberaters auf die GV-Ergebnisse ist, desto ausgeprägter sind die möglichen Interessenkonflikte. Solange es keine Offenlegung hinsichtlich der von Unternehmen bezogenen Beratungsdienstleistungen sowie hinsichtlich der von Investoren in Anspruch genommenen Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern gibt, muss ein Stimmrechtsberater das Problem eines möglichen Interessenkonfliktes nicht zwingend aktiv angehen.

*Unternehmen* können wiederum unterschiedliche Anreize haben, Beratungen im Bereich der Corporate Governance in Anspruch zu nehmen:

- (i) *Langfristige Optik und Wertgenerierung*: Einerseits können Unternehmen Beratungen nachfragen, weil sie ein Interesse daran haben, ihre Governance-Strukturen im Sinne einer Wertebasierten Unternehmensführung zu verbessern und somit attraktiver für ihre Stakeholder zu werden. In diesem Fall werden sie die höchstmögliche Qualität an Beratung nachfragen. Eine solche Beratung berücksichtigt die individuelle Situation eines Unternehmens und folgt nicht einem generellen „Tick-the-Box“ Ansatz.
- (ii) *Kurzfristige Optik im Hinblick auf die GV*: Unternehmen werden allenfalls auch Beratung nachfragen, einzig um die Abstimmungsergebnisse an der Generalversammlung positiv zu beeinflussen und dadurch kurzfristig negative Einflüsse auf die Reputation oder sogar eine Beeinträchtigung des operativen Geschäftes zu verhindern. In diesem Fall werden sie die Beratung mit dem grössten Einfluss auf ihr Aktionariat nachfragen, welche jedoch nicht unbedingt die qualitativ beste Dienstleistung im Sinne von Punkt (i) oben ist.<sup>11</sup>

Auch *Investoren* haben verschiedene Anreize, Abstimmungsempfehlungen zu beziehen, die in erster Linie von der Art des Geschäftsmodells des Institutionellen Anlegers abhängig sind:

- (i) *Effizienz und wenig Interesse an der Wahrnehmung von Stimmrechten*: Abstimmungsempfehlungen werden einzig deshalb bezogen, um gesetzliche Auflagen zur Wahrnehmung der Stimmrechte zu erfüllen. In diesem Falle dürften ausschliesslich der Preis für die Empfehlungen, die Marktabdeckung des Stimmrechtsberaters sowie die effiziente Stimmabwicklung (inkl. Stimmrechtsvertretung) ausschlaggebend sein. Damit einhergehend ist die Ansicht dieser Investoren, dass die Stimmrechte und die Wahrnehmung derselben nur einen untergeordneten Wert haben. Diese Art der Entscheidung beobachtet man häufig bei Schweizer Pensionskassen<sup>12</sup>.
- (ii) *Investoren mit eigenen Corporate Governance Teams (Stewardship Teams)*: Investoren können Empfehlungen als Ausgangslage oder Zweitmeinungen für ihre eigene Analyse erwerben. In diesem Fall sind vor allem die Philosophie des Stimmrechtsberaters, die Marktabdeckung und die

<sup>10</sup>SWIPRA Corporate Governance Surveys 2015/2016.

<sup>11</sup>Siehe dazu Larcker, McCall, Ormazabal, *Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms*, Journal of Law and Economics 58, no.1, Februar 2015.

<sup>12</sup> SWIPRA Corporate Governance Surveys 2015/2016





Effizienz (Preis/Menge/Vergleichbarkeit) ausschlaggebend. Diesen Ansatz beobachtet man häufiger bei grossen, internationalen Institutionellen Vermögensverwaltern, weniger bei Schweizer Institutionellen Investoren<sup>13</sup>.

- (iii) „Activists“ / *Grossinvestoren*: Investoren können mit einem Stimmrechtsberater zusammenarbeiten und dessen Abstimmungsempfehlungen erwerben, um dessen Philosophie mit ihren Partikularinteressen zu beeinflussen (bspw. um Support für einen eigenen GV-Antrag zu gewinnen). In diesem Fall sind sie an einem grösstmöglichen Einfluss des Stimmrechtsberaters interessiert und nicht an einer objektiven Analyse.

***Vor dem Hintergrund dieser Analyse und der Einschätzung des Marktes durch SWIPRA wird erwartet, dass eine Offenlegung, wie sie in der Vernehmlassung vorgeschlagen wird, deshalb insgesamt nur wenig verändert.***

Die eigentliche Problematik, welche die zusätzliche Offenlegung anzusprechen versucht, ist nicht primär durch das Vorhandensein eines möglichen Interessenkonfliktes begründet, sondern durch die Kombination des Interessenkonfliktes mit der *marktbeherrschenden Stellung eines einzelnen Stimmrechtsberaters* (auf Basis der von SWIPRA durchgeführten Analysen der vergangenen GV-Saisons kann der Einfluss von ISS auf Generalversammlungen von Schweizer Unternehmen im Durchschnitt auf rund 15-20% der abgegebenen Stimmen geschätzt werden). Erst eine solche Marktmacht des Stimmrechtsberaters stellt für Unternehmen wie auch für Investoren einen Anreiz dar, den Stimmrechtsberater einseitig zu beeinflussen. Um den angesprochenen Interessenkonflikt zu adressieren, ist deshalb nicht eine zusätzliche Offenlegung notwendig, sondern viel mehr der Wettbewerb im Markt für Stimmrechtsberatung zu fördern.<sup>14</sup> Zudem führt die einseitige Offenlegung möglicherweise zur fehlgeleiteten Ansicht, dass es nur diesen einen Interessenkonflikt des Stimmrechtsberaters gibt. Dadurch würden andere Geschäftsmodelle der Stimmrechtsberatung, welche mit anderen Interessenkonflikten konfrontiert sind, allenfalls bevorzugt werden.

***SWIPRA hält deshalb fest, dass die zusätzliche Offenlegung dieser Teilrevision zwar ein Schritt in Richtung verbesserter Transparenz und aus dieser Sicht grundsätzlich willkommen ist. Jedoch wird das eigentliche Kernproblem kaum durch eine einseitige Auslegung der Offenlegungspflicht adressiert, sondern die vorherrschende, einseitige Perzeption zu den im Markt der Stimmrechtsberatung vorhandenen Interessenkonflikten fördern, was Wettbewerbsverzerrungen begünstigen kann.***

## VII. Internationale Perspektive

Die Diskussion rund um die Regulierung der Stimmrechtsberatung ist auch in der EU und in den USA sehr aktuell. Die möglichen Interessenkonflikte werden jedoch unterschiedlich angegangen:

- Die in der EU im Frühjahr verabschiedete Shareholder Rights Directive II zielt, anders als die in der Teilrevision der RLCG vorgeschlagenen Anpassung, nicht auf eine zusätzliche Offenlegung seitens der Unternehmen ab, sondern stellt zusätzliche Anforderungen hinsichtlich der Offenlegung an Investoren und Stimmrechtsberater. Investoren sind aufgefordert, ihre Zusammenarbeit mit Stimmrechtsberatern zu dokumentieren, und Stimmrechtsberater müssen mehr Transparenz hinsichtlich ihres Umgangs mit Interessenkonflikten schaffen und sich zudem zu einem Code of Conduct verpflichten.

<sup>13</sup> SWIPRA Corporate Governance Surveys 2015/2016

<sup>14</sup> Dies ist konsistent mit den Ergebnissen aus theoretischer als auch empirischer Sicht, dargelegt in: Li, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, ECGI Working Paper 389/2013.



- In den USA werden Interessenkonflikte vor allem mit einer Regulierung der Stimmrechtsberater selbst adressiert. Die im Juni 2016 vom House Financial Services Committee verabschiedete Vorlage verlangt unter anderem, dass Stimmrechtsberater potentielle Interessenkonflikte offenlegen, die Prozesse und Methoden zur Herleitung der Abstimmungsempfehlungen beschreiben und, um Fehler in der Analyse und Interpretation von Unternehmensinformationen zu reduzieren, Unternehmen das Recht geben müssen, die Analysen und Empfehlungen der Stimmrechtsberater zu kommentieren und dies transparent in ihrer Beurteilung darzulegen. Sofern ein Stimmrechtsberater wesentliche vom Unternehmen erhaltene Informationen ganz oder teilweise ignoriert, könnte dies als Verletzung der Sorgfaltspflicht durch die SEC geahndet werden.

Wir stellen fest, dass in beiden Fällen die zusätzliche Regulierung auf die Hauptakteure im Markt für Stimmrechtsberatung abzielen, die letztendlich in der Verantwortung stehen: die Stimmrechtsberater mit der Erstellung ihrer Abstimmungsempfehlungen und die Investoren mit der Ausübung ihrer Stimmrechte. Ein solcher Ansatz wäre aus unserer Sicht zielführender, da er die *Sorgfaltspflicht im Umgang mit den Stimmrechten* adressiert.

#### **VIII. Abschliessende Anmerkungen**

Wir sehen die vorgeschlagene Teilrevision *mit Anpassungen und im Sinne einer besseren Transparenz* grundsätzlich positiv, erachten sie jedoch als *nicht zielführend* im Zusammenhang mit verschiedenen Ausprägungen von Interessenkonflikten im Markt der Stimmrechtsberatung. Eine einseitige Offenlegungspflicht kann, wie sie in dieser Teilrevision vorgesehen ist, zu einer falschen Perzeption seitens der Marktteilnehmer und damit ungewollten Verzerrungen im Markt der Stimmrechtsberatung führen. Das Kernproblem eines fehlenden Wettbewerbs im Markt der Stimmrechtsberatung wird nicht adressiert.

Wir hoffen, Ihnen mit dieser Stellungnahme zur vorgeschlagenen Teilrevision einen objektiven und strukturierten Analyserahmen präsentieren zu können, welcher einen umfassenden Blickwinkel auf die komplexe Materie ermöglicht. Gerne stehen wir Ihnen für Fragen oder eine weitere Diskussion zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Barbara Heller  
Geschäftsführerin

Dr. Christoph Wenk  
Senior Research Associate





## Anhang A: Ökonomische Anreize und erwartete Auswirkungen der Offenlegung

Ausgehend von der Anreizstruktur der Marktteilnehmer, welche in Kapitel VI diskutiert wurde, wird nachfolgend die Auswirkung der zusätzlichen Offenlegung wie sie die Teilrevision vorsieht analysiert. Dabei werden die erwarteten Reaktionen der einzelnen Marktteilnehmer sowie die daraus entstehenden Veränderungen in deren Interaktionen, basierend auf deren ökonomischen Anreizen, hergeleitet.

### Erwartete Auswirkungen der Offenlegung

Wenn Unternehmen aufgrund der erweiterten Offenlegungspflichten angeben müssen, welche Dienstleistungen sie von welchem Stimmrechtsberater in welchem Umfang bezogen haben, wird ersichtlich, in welchen Fällen ein möglicher Interessenkonflikt bei der Erstellung der Stimmrechtsberatung vorhanden war. Im Investment Banking wäre dies vergleichsweise der Fall, wenn Unternehmen permanent offenlegen müssten, mit welchen Banken sie zusammenarbeiten, womit eine Brokerage-Analyse ceteris paribus durch die selbe Bank nicht mehr möglich wäre. Dies hat, basierend auf den vorgängig erläuterten Anreizen, folgenden Einfluss:

#### 1. Investoren

- Für die Investoren (i), Kapital VI, welche lediglich gesetzliche Vorgaben erfüllen wollen, wird diese zusätzliche Offenlegung keine Veränderungen bringen, da für sie primär der Preis der Empfehlungen und die effiziente Stimmbewertung ausschlaggebend sind.
- Für die Investoren (ii), Kapital VI, welche die Abstimmungsempfehlungen als Ausgangslage oder komplementär zur eigenen Analyse verwenden, kann die zusätzliche Offenlegung zu einem Wechsel des Stimmrechtsberaters führen, denn für diese Investorengruppe sind primär die Marktabdeckung und die Philosophie des Stimmrechtsberaters ausschlaggebend. Wird durch die zusätzliche Offenlegung nun die Unabhängigkeit eines Stimmrechtsberaters von den Investoren unterschiedlich wahrgenommen, kann dies zu einem Wechsel des Stimmrechtsberaters führen.<sup>15</sup> Bisher gibt es jedoch nur zwei, sich in ihrer Philosophie teilweise stark unterscheidende Stimmrechtsberater, welche eine weltweiten Titel-Abdeckung anbieten können (ISS und Glass Lewis). Somit ist die Auswahl für den Investor von vornherein beschränkt.

Damit sich ein Investor für einen Wechsel des Anbieters entscheidet, müsste er die Unabhängigkeit des Stimmrechtsberaters höher gewichten als dessen grundlegende Philosophie und/oder die Kosten dürften keine Rolle spielen. Dies wird, in unserer Einschätzung des Marktes und basierend auf Umfrageresultaten<sup>16</sup>, eher die Ausnahme sein als die Regel. Investoren werden sich aus Kostengründen nicht dafür entscheiden, mit vielen verschiedenen lokalen Anbietern zusammenzuarbeiten. Vielen Investoren ist andererseits bereits bekannt, dass ISS auch auf der Seite der Unternehmen in grossem Umfang Dienstleistungen erbringt. Entsprechend dürfte auch für diese Gruppe von Investoren die zusätzliche Offenlegung keine grosse Bedeutung haben.

---

<sup>15</sup> Obwohl das Problem von Interessenkonflikten bei ISS in den USA schon seit mehr als 10 Jahren umfassend diskutiert wird, gibt es bislang sehr wenig Evidenz dafür, dass Investoren aufgrund dieses Interessenkonfliktes den Anbieter von Stimmrechtsberatung gewechselt haben. Eines der wenigen und deshalb oft zitierten Beispiele betrifft den Ohio Public Employees Retirement Fund, welcher aufgrund von „actual or perceived conflicts due to the corporate consulting“ die Services von ISS nicht mehr beansprucht hat.

<sup>16</sup> In verschiedenen Befragungen gaben Investoren an, dass sie zwar den Interessenkonflikt im Geschäftsmodell von ISS sehen, jedoch der Meinung sind, dass die von ISS etablierten „Chinese Walls“ diesen Konflikt ausreichend adressieren. Siehe United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings: Issues relating to firms that advise institutional investors on proxy voting*, June 2007.



- Für Investoren (iii), welche den Stimmrechtsberater zugunsten Ihrer Partikularinteressen zu beeinflussen versuchen, und den Stimmrechtsberater, der direkt die Stimmrechte der Investoren vertritt, kann diese Offenlegung zu ihrem Vorteil sein. Weil sich die geplante Offenlegung ausschliesslich auf den unternehmensseitigen Konflikt fokussiert, könnte dies die Einflussnahme durch einzelne Investoren und Stimmrechtsberater, welche direkt und indirekt deren Interessen vertreten, erhöhen. Die damit verbundenen Interessenkonflikte (welche nicht durch die Offenlegung betroffen sind) werden somit grösser und können zu unerwünschten Entwicklungen am Markt führen (so könnte beispielsweise ein Investor versuchen, die Dividendenhöhe eines Unternehmens kurzfristig positiv zu beeinflussen, um die eigene Liquidität zu verbessern).

## 2. Unternehmen

- Für Unternehmen (i), Kapital VI, welche primär an einer Verbesserung der eigenen Governance interessiert sind, ändert diese zusätzliche Offenlegung nichts. Sie werden weiterhin nach der höchstmöglichen Qualität von Beratung suchen und nicht in erster Linie diejenige des Stimmrechtsberaters mit dem höchsten Einfluss. Solche Beratung ist objektiv, gut informiert sowie wissenschaftlich fundiert und würde somit Wert schaffen. Im idealsten Szenario könnte die Offenlegung dazu führen, dass die Nachfrage nach qualitativ hochstehenden Analysen zunimmt, da sich Unternehmen eine positive Signalwirkung davon erhoffen.
- Für Unternehmen (ii), Kapital VI, welche mit dem Kauf von Beratung den Ausgang ihrer GV-Abstimmungen positiv beeinflussen wollen, wird die zusätzliche Offenlegung einen tendenziell neutralen Einfluss haben. Wie oben dargelegt, kann erwartet werden, dass sich die Nachfrage der Investoren und damit die Marktmacht der Stimmrechtsberater nur marginal ändert. Entsprechend werden einzelne Stimmrechtsberater weiterhin viel Einfluss auf die GV-Abstimmungen nehmen können.

Die vorgeschlagene Offenlegung kann für einige Unternehmen ein Signal sein, ebenfalls eine solche Beratung in Anspruch zu nehmen, um ähnlich gute GV-Abstimmungsergebnisse zu erzielen wie die bereits Beratung beanspruchenden Unternehmen der Vergleichsgruppe. Andere Unternehmen könnten indessen negative Auswirkungen auf ihre Reputation befürchten, da eine Beratung zur kurzfristigen Optimierung der Stimmresultate von den Investoren negativ aufgenommen werden könnte. In diesem Fall werden die Unternehmen in Zukunft vom Bezug solcher Dienstleistungen absehen oder den Anbieter wechseln. Welcher dieser beiden Effekte am Ende überwiegt ist nicht eindeutig, die Beobachtungen am Markt suggerieren jedoch, dass die Investoren den Bezug solcher Beratungsdienstleistungen seitens der Unternehmen nicht also negativ einstufen. Somit ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich diese Offenlegung positiv auf den Bezug von Beratungsdienstleistungen auswirkt, in der Tendenz grösser.

## 3. Stimmrechtsberater

Beim *Stimmrechtsberater* selbst könnte durch diese zusätzliche Offenlegung das Bewusstsein für den Interessenkonflikt gestärkt und der Druck erhöht werden, objektive und unbefangene Analysen zu liefern. Durch die transparente Offenlegung der für Unternehmen erbrachten Dienstleistungen wird demnach die Möglichkeit geschaffen, von einem Interessenkonflikt befangene Analysen empirisch zu identifizieren. Dies dürfte aber in der Praxis und für den breiten Markt unrealistisch bleiben. Da entsprechend dem oben Gesagten gleichzeitig der Anreiz für Investoren und Unternehmen, den Stimmrechtsberater zu wechseln, sehr gering ist, dürfte sich vordergründig auch für Stimmrechtsberater nur wenig ändern.



Vor dem Hintergrund dieser Analyse und der Einschätzung des Marktes durch SWIPRA ändert eine Offenlegung, wie sie in der Vernehmlassung vorgeschlagen wird, deshalb insgesamt nur wenig:

- Der Interessenkonflikt auf Seite des Stimmrechtsberaters, der gleichzeitig Unternehmen und Investoren berät, bleibt grösstenteils bestehen. Die Investoren haben grundsätzlich wenig Anreize ihr Verhalten zu ändern und werden deshalb nur selten Massnahmen gegen mögliche Interessenkonflikte seitens der Stimmrechtsberater ergreifen. Es kommt ihnen sogar entgegen, wenn der Stimmrechtsberater noch andere Einnahmequellen hat, so dass die Empfehlungen kostengünstig bleiben.
- Die grossen, einflussreichen Investoren werden die Zusammenarbeit mit einem Stimmrechtsberater auch weiterhin aufgrund dessen Titelabdeckung und aus Gründen der Effizienz anstatt mit Blick auf dessen Unabhängigkeit und eine objektive Sichtweise wählen (auch, weil sie glauben, letztere durch eine ergänzende, interne Analyse sicherstellen zu können).
- Einzig lokale, sich nur auf den Markt Schweiz fokussierende Investoren werden allenfalls aufgrund der zusätzlichen Offenlegung die Dienstleistungen eines anderen Stimmrechtsberaters in Anspruch nehmen. Dies weil es schweizweit mehrere unterschiedliche Anbieter von Stimmrechtsberatung gibt, die andere Philosophien und Geschäftsmodelle verfolgen (die Investoren also effektiv eine Wahl haben).