

STIMMRECHTSBERATUNG

Eine kritische Betrachtung

Die Einflussnahme von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors oder Proxy Firms) hat in den letzten Jahren im Gleichschritt mit einer aktiveren Funktion von institutionellen Investoren an Bedeutung stark zugenommen. Die Annahme der Minder-Initiative im März 2013 verleiht dieser Entwicklung in der Schweiz eine gänzlich neue Dynamik. In diesem Kontext erscheint es sehr brisant, die Rolle der Stimmrechtsberatung bzw. der damit verbundenen Akteure einer kritischen Betrachtung zu unterziehen.

1. GRUNDLEGENDE GEDANKEN

1.1 Aktionäre, Stimmrecht und die Anreizproblematik.

Das Stimmrecht, an Generalversammlungen (wichtige) Entscheide zu beeinflussen, ist mit das wertvollste Recht von Aktionären und dadurch ein tragendes Element der Corporate Governance. Bei Unternehmen, die von Grossaktionären (z.B. Familien) dominiert werden, ist zumeist eine aktive Wahrnehmung dieser Stimmrechte zu beobachten, was sich beispielsweise bei der Besetzung von Verwaltungsräten bemerkbar macht. Diese starke Position steigert auch das Potenzial, von einer besseren Versorgung mit Informationen zu profitieren [1]. Bei einer fragmentierten Eigentümerstruktur, wie es vor allem bei Grossunternehmen der Fall ist, sorgt jedoch die Anreizproblematik dafür, dass sich Aktionäre mit relativ wenigen Stimmanteilen oftmals von Kontrollaufgaben entledigen und sich passiv verhalten. Denn erstens sind die Kosten der Informationsbeschaffung und der Analyse für Kleinaktionäre im Verhältnis zum individuellen Nutzen sehr hoch (Analyse der Entscheidungsgrundlage, Evaluation der Abstimmungsoptionen und Ausübung der Stimmrechte) – zumal dies auch nicht zur eigentlichen Kernkompetenz vieler Investoren zählen dürfte. Zweitens können von einer aktiven Einflussnahme andere (passive) Aktionäre weitgehend eben ohne diese Kosten mitprofitieren (Trittbrettfahrer-Problematik). Überdies sorgen hohe Transaktionskosten dafür, dass die heterogene Gruppe individueller Aktionäre ihr Abstimmungsverhalten nicht koordiniert und demzufolge nicht kollektiv handelt [2].

Dies ist mit ein Grund, weshalb besonders bei grossen börsenkotierten Unternehmen mit einem breit gestreuten Aktionariat die Manager oft leichtes Spiel hatten, Traktanden «durchzuboxen». Eine effektive Corporate Governance wird von Aktionären, Regulatoren, Journalisten, Politikern und anderen Akteuren als wichtiger Erfolgsfaktor für eine positive Unternehmensentwicklung, aber auch für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte gesehen. Aktionärs-Aktivismus scheint vor allem dann wichtig, wenn das Corporate-Governance-System versagt, die Aktionäre «mit den Füßen» abstimmen und der Aktienkurs dadurch unter Druck gerät [3].

Das Ausbleiben der aktiven Stimmrechtsausübung und damit einer effizienten Aktionärsdemokratie wird mit als ein Grund angenommen, dass Unternehmen in den letzten Jahren wegen (durch den Verwaltungsrat genehmigter) nicht erfolgreicher Unternehmensstrategien oder zu hoher Entschädigungen oft negative Schlagzeilen machten. Eine bessere Aktionärskontrolle kann zum einen über grosse Einzelaktionäre führen, welche aufgrund ihres Investitionsanteils entsprechende Anreize haben, oder zum anderen über tiefere Überwachungskosten für kleinere Anteilseigner wie institutionelle Investoren. Es gilt jedoch zu beachten, dass Aktionäre keinerlei Treuepflichten gegenüber anderen Aktionären erfüllen und die Interessen verschiedener Aktionärsgruppen sich nicht immer decken müssen.

1.2 Institutionelle Investoren, Minder-Initiative und Stimmrechtsberatung.

Mit der Bedeutung der Altersvor-



CHRISTOPHE VOLONTÉ,
DR. RER. POL.,
WISSENSCHAFTLICHER
MITARBEITER, ABTEILUNG
FINANZMANAGEMENT,
WIRTSCHAFTSWISSEN-
SCHAFTLICHE FAKULTÄT,
UNIVERSITÄT BASEL,
BASEL



SIMON ZABY, DR. RER. POL.,
WISSENSCHAFTLICHER
MITARBEITER, ABTEILUNG
FINANZMANAGEMENT,
WIRTSCHAFTSWISSEN-
SCHAFTLICHE FAKULTÄT,
UNIVERSITÄT BASEL,
BASEL

sorge bei institutionellen Investoren (z. B. Pensionskassen, Anlagefonds, Banken, Versicherungen) hat die Stimmkonzentration dieser Aktionäre in der Summe stetig zugenommen [4]. Da deren Anteile an einzelnen Firmen aufgrund des Diversifikationszwangs eher klein sind, ergeben sich die oben genannte Anreizproblematik und damit oftmals der Verzicht auf eine aktive Rolle [5]. Der zeitliche Aufwand wäre bei deren grossem Analageuniversum sehr hoch, und die Kompetenzen bei den institutionellen Investoren konzentrieren sich eher auf die Anlagestrategie als auf Corporate-Governance-Themen [6]. Die Passivität von paritätisch organisierten oder öffentlich-rechtlichen Pensionskassen in der Schweiz wurde auch mit Interessenskonflikten derer Unternehmens- respektive Regierungsinteressen in Verbindung gebracht [7].

Die Annahme der *Minder*-Initiative hat dazu geführt, dass institutionelle Investoren in Bezug auf Schweizer Investitionsobjekte ihr Stimmrecht «im Sinne der Versicherten» wahrnehmen und offenlegen müssen. Zumal auch das Organ- und Depotstimmrecht aufgehoben werden, stehen die Pensionskassen usw. in einer beträchtlich grösseren Verantwortung.

In der Schweiz werden nun über 2000 Pensionskassen gezwungen, für ihre Mitglieder, also für 3,7 Mio. Versicherte abzustimmen [8]. Schweizer Pensionskassen waren 2010 zu 62 859 Mio. in Schweizer Aktien investiert [9], was einem Anteil von 37% aller Pensionskassen-Investitionen in Ak-

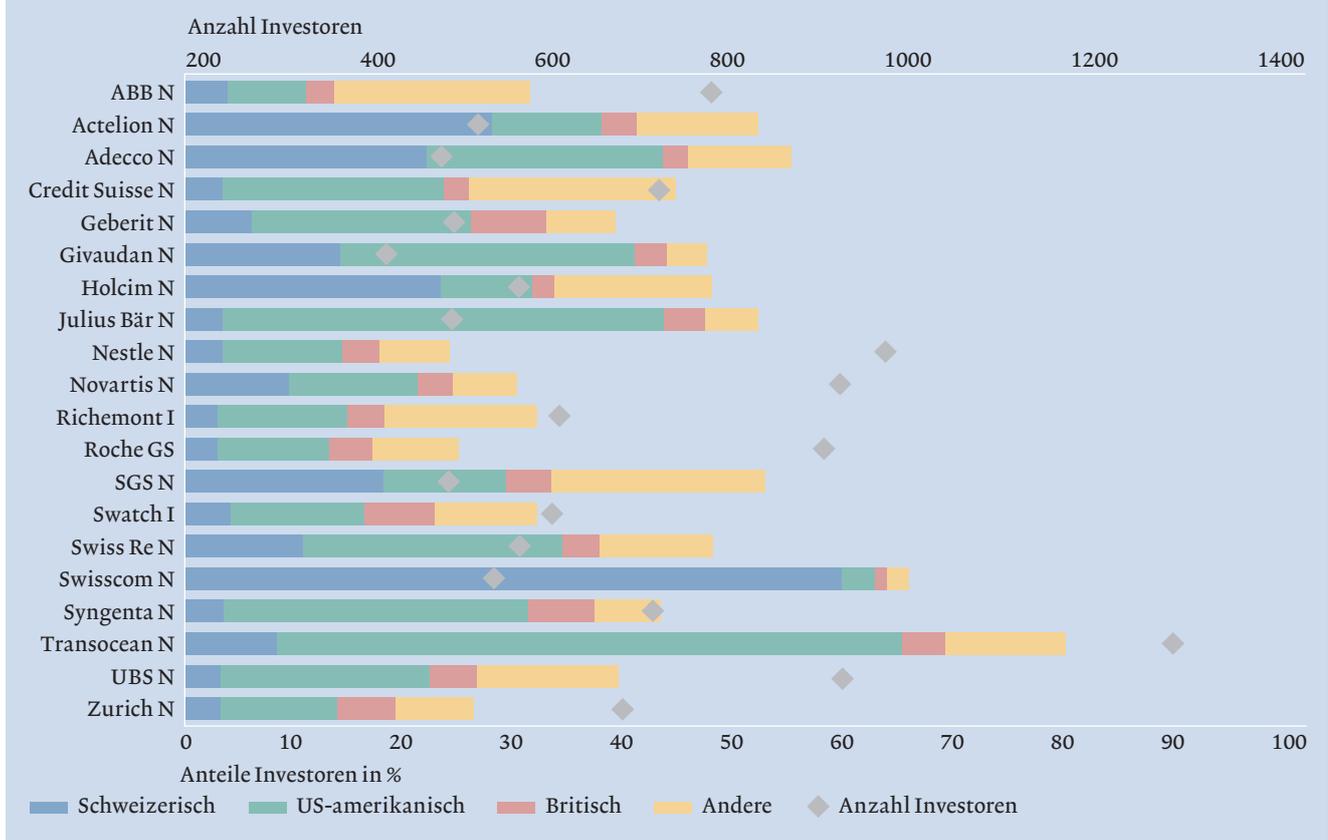
tien entspricht. Überdies hält eine durchschnittliche Pensionskasse Aktien von rund 50 bis 100 Schweizer Unternehmen, bei denen sie von nun an aktiv an den Wahlen im Rahmen von allen 50 bis 100 Generalversammlungen teilnehmen müssen. Dies hat gemäss *Schweizerischem Pensionskassenverband, ASIP*, für die Pensionskassen schätzungsweise zwischen 150 und 300 Stunden Arbeits-(Mehr-)Aufwand zurfolge [10].

Einen Ausweg aus dieser Problematik liefern Stimmrechtsberater (Proxy Advisors oder Proxy Firms). Diese bieten an, Informationen zu den Abstimmungen zu sammeln und Anleger mit Blick auf die Stimmabgabe an Generalversammlungen börsenkotierter Unternehmen zu beraten. Punkte von besonderem Interesse sind dabei beispielsweise die Wahl von Verwaltungsräten und die Entlöhnung des Managements. Die Verbreitung von Stimmrechtsberatern steht in starkem Zusammenhang mit dem Wachstum von Anlagevermögen der institutionellen Investoren und deren Regulierung. Nicht zuletzt weil institutionelle Investoren dem Druck ihrer Versicherten ausgesetzt sind, ihre Mittel in wertbringende Anlagen zu investieren, werden Stimmrechtsberater engagiert. Zu beobachten ist auch, dass bei den Beratern die Einholung einer Zweitmeinung erfolgt, um das Stimmverhalten gewissermassen abzusichern.

Bereits 1988 hat das US-amerikanische *Department of Labor* den Pensionskassen die Pflicht auferlegt, im Sinne der Versicherten das Stimmrecht wahrzunehmen. Die Stimmrechts-

Abbildung 1: **AKTIONÄRSSTRUKTUR VON SMI-UNTERNEHMEN**

Anzahl und Anteile Investoren (Stand: März 2013) [14]



beratung *Institutional Shareholder Services (ISS)* wurde schon 1985 in den USA gegründet und ist heute der mit Abstand mächtigste Player auf diesem Markt weltweit [11]. Die Macht der Stimmrechtsberater hat sich in den letzten Jahren stetig erhöht; dementsprechend können deren Empfehlungen zu Verwaltungsräten oder zu Entschädigungsmodellen die Abstimmungen an Generalversammlungen beeinflussen. Empirischen Untersuchungen zufolge resultiert beispielsweise

die Empfehlung von ISS, einen Verwaltungsrat abzulehnen, in 8%-Punkte weniger Ja-Stimmen zu diesem Verwaltungsrat [12]. Eine Empfehlung zur Ablehnung von Entschädigungsmodellen reduzierte den Zustimmungsanteil um circa 20%-Punkte [13].

Neben den grossen «Global Playern» existieren in Europa zahlreiche kleinere Beratungsunternehmen, verstärkt jedoch erst seit den Bilanzierungs- und Betrugsskandalen

Abbildung 2: **SMI-TITEL UND IHRE DREI GRÖSSTEN ANTEILSEIGNER** [18]
in %

Unternehmen	Investor 1	Anteil	Investor 2	Anteil	Investor 3	Anteil
ABB	Investor AB (SE)	7,73	BlackRock (US)	3,01	Norges Bank Investment Management (NO)	2,39
Actelion	Actelion Management (CH)	10,50	Orbis Investment Management (BM)	5,25	Rudolf Maag (CH)	4,99
Adecco	Jacobs Holding (CH)	18,74	Akila Finance (LU)	5,40	Harris Associates (US)	5,10
Credit Suisse	Olayan Financing Company (SA)	6,60	Qatar Investment Authority (QA)	6,20	Dodge & Cox (US)	3,00
Geberit	Capital World Investors (US)	9,70	BlackRock (US)	3,20	Marathon Asset Management (UK)	3,06
Givaudan	William H III Gates (US)	10,30	Nestlé (CH)	10,03	MFS Investment Management (US)	4,62
Holcim	Thomas Schmidheiny (CH)	20,11	Galchev Kaltsidis (RU)	10,80	Northern Cross (US)	2,71
Julius Baer	MFS Investment Management (US)	9,14	Davis Selected Advisers (US)	7,71	Thornburg Investment Management (US)	4,66
Nestlé	BlackRock (US)	3,70	Norges Bank Investment Management (NO)	2,57	Credit Suisse Asset Management (CH)	1,44
Novartis	Capital Research Global Investors (US)	4,60	Emasan (CH)	3,20	Novartis Foundation for Employee Participation (CH)	2,92
Richemont	Public Investment Corporation Limited (ZA)	5,12	Norges Bank Investment Management (NO)	2,49	Carmignac Gestion (FR)	2,38
Roche	Norges Bank Investment Management (NO)	2,33	PRIMECAP Management Company (US)	1,52	Credit Suisse Asset Management (CH)	1,48
SGS	Giovanni Agnelli & C, SAPA (IT)	15,00	August von Finck & Family (CH)	14,96	Capital Research Global Investors (US)	3,00
Swatch	Norges Bank Investment Management (NO)	3,07	Capital World Investors (US)	2,99	Credit Suisse Asset Management (CH)	1,49
Swiss Re	Swiss Re (CH)	7,36	Aquarius + Investments (IR)	6,32	Templeton Investment Counsel (US)	4,93
Swisscom	Government of Switzerland (CH)	56,90	Thornburg Investment Management (US)	0,64	Credit Suisse Asset Management (CH)	0,62
Syngenta	BlackRock (US)	5,10	Capital World Investors (US)	4,98	BNY Mellon Asset Management (US)	4,20
Transocean	Carl C Icahn (US)	5,61	Capital World Investors (US)	5,48	BlackRock (US)	5,20
UBS	Government of Singapore Investment Corporation (SG)	6,4	BlackRock (US)	3,50	Norges Bank Investment Management (NO)	3,04
Zurich	BlackRock (US)	3,40	Norges Bank Investment Management (NO)	3,05	BlackRock (US)	3,40

Bemerkung: *Richemont, Roche* und *Swatch* haben alle zwei Klassen von Eigenkapital. *Johann Rupert* hält bei *Richemont* 9,1% des Aktienkapitals und 50% der Stimmrechte. Die Familien *Hoffmann, Oeri* und *Duschmalé* kontrollieren 50,01% der Stimmrechte und 9,28% des Aktienkapitals. Die Aktionärsgruppe um die *Hayek*-Familie wiederum besitzt 41,3% der Stimmrechte und 23% am Kapital.

um die Jahrtausendwende. Deren Einfluss ist zum einen national fragmentiert, zum anderen ist dort eher ein geringer Forschungsausweis zu beobachten.

1.3 SMI-Unternehmen und der Investoreneinfluss. Vor der kritischen Analyse der Stimmrechtsberatung aus Schweizer Sicht soll eine Übersicht hinsichtlich des Stimmrechtseinflusses von Investoren auf die grössten Schweizer Unternehmen erfolgen. Da sich Stimmrechtsberater oftmals auf Blue-Chip-Unternehmen fokussieren, ziehen wir Daten zur Eigentümerstruktur von Unternehmen des *Swiss Market Index (SMI)* heran. Da der SMI die 20 liquidesten und grössten Schweizer Titel enthält, ist das Aktionariat tendenziell breit gestreut. Nichtsdestotrotz werden einzelne Unternehmen, vor allem diejenigen mit unterschiedlichen Aktiengattungen, durch einzelne Grossaktionäre beherrscht (z. B. *Richemont*, *Roche* oder *Swatch*).

In einem ersten Schritt werden für die SMI-Unternehmen der Anteil und die Anzahl von überwiegend institutionellen Investoren dargestellt (vgl. *Abbildung 1*).

In einer Gesamtbetrachtung zeigt sich, dass der kumulierte Kapitalanteil aller untersuchter Investoren im Durchschnitt 42,5% der am SMI kotierten Unternehmen beträgt. Überdies ist festzustellen, dass der kumulierte Eigenkapitalanteil besonders der ausländischen, zum Grossteil angelsächsischen Investoren hoch ist, in den meisten Fällen höher als jener der Schweizer Investoren. Einen Einfluss auf «ihre» Schweizer Unternehmen können schweizerische institutionelle Investoren (z. B. Pensionskassen) demzufolge überhaupt nur dann effektiv ausüben, sofern sie auch ihr Stimmrecht fundiert und unabhängig wahrnehmen.

Zudem ist festzuhalten, dass (kleinere) ausländische Investoren hinsichtlich einer Stimmrechtsberatung vermutlich auf die «Big Player» aus den USA, ISS (deren Kunden verwalten Vermögen in Höhe von circa USD 26 Billionen) [15] und *Glass, Lewis & Co.* (USD 15 Billionen) [16], zurückgreifen werden, welche dann aber schweizerische Besonderheiten der Corporate Governance nicht hinreichend berücksichtigen. Deren Konzept der Corporate Governance nach amerikanischer Prägung vermag vermutlich nicht die institutionellen Rahmenbedingungen der Schweiz sowie Schweizer Kultur und Politiklandschaft aufzugreifen und in solide

Stimmrechtsempfehlungen etwa für die Pensionskassen einfließen zu lassen. Dies aber wäre ein eminent wichtiger Erfolgsfaktor optimaler Corporate Governance [17].

In *Abbildung 2* sind die SMI-Unternehmen jeweils mit ihren drei grössten Aktionären und deren Herkunft dargestellt. Anhand dessen soll das Ausmass des Einflusses verschiedener (ausländischer?) Investoren auf die grössten Schweizer Unternehmen dargestellt werden.

Es wird deutlich, dass ausländische Investoren signifikante Positionen in den grossen Schweizer Unternehmen halten. Von den jeweils drei grössten Aktionären der 20 SMI-Unternehmen stammen 46 oder 77% (!) aus dem Ausland. Deren Einfluss wird auch anhand der Stimmrechtsanteile noch einmal deutlich. Nehmen die ausländischen Investoren, beispielsweise die mächtigen *Black Rock* (US) und *Norges Bank Investment Management* (Norwegischer Staatsfonds), aktiv Einfluss, braucht es auch eine fundierte, unabhängige Stimmrechtsausübung der Schweizer institutionellen Investoren.

Um diese Zahlen schliesslich in einen Vergleich zu Unternehmen des SPI zu stellen, werden nun die Stimmrechtsanteile von Grossaktionären [19] zwischen SMI- und SPI-Firmen verglichen (vgl. *Abbildung 3*). Dazu dienen Durchschnittswerte (aus den letzten 15 Jahren) aus unserer eigenen Datenbasis.

Wie ersichtlich wird, ist die Stimmrechtskonzentration bei SPI-Unternehmen deutlich höher als bei SMI-Unternehmen. Vor allem werden 39% aller SPI-Unternehmen von Mehrheitsaktionären kontrolliert, gegenüber 19,3% der SMI-Unternehmen. Auch der Anteil von Stimmrechten schweizerischer Investoren ist höher. Dazu muss jedoch gesagt werden, dass im Gegensatz zur vorgängigen Analyse nur Aktionäre identifiziert wurden, welche die Meldeschwelle von 3% überschritten haben. Somit dürfte auch davon ausgegangen werden, dass ein grosser Teil der übrigen Aktien institutionellen Investoren gehören.

2. KRITISCHE WÜRDIGUNG DER STIMMRECHTSBERATUNG

Durch die zunehmenden Einflussmöglichkeiten und die damit verbundene Macht der Stimmrechtsberater werden jüngst vermehrt auch missfällige Stimmen laut. Dies betrifft im Einzelnen (2.1.) die Methodik der Stimmrechtsberater, (2.2.) deren Interessenskonflikte, (2.3.) deren (In-)Transparenz und (2.4.) den Wettbewerb auf deren Markt. Die folgende Analyse greift diese vier Punkte in einer kritischen Würdigung auf.

2.1 Methodik. Stimmrechtsberater können einen grossen Einfluss auf die Entscheidungen an Generalversammlungen haben. Deshalb ist es wichtig, dass die Empfehlungen zur Stimmrechtsausübung auf einer soliden Grundlage basieren. Das Problem ist jedoch wiederum, dass viele Experten, Regulatoren und Akademiker davon ausgehen, dass eine «richtige» Corporate Governance existiert. Es gibt aber keine «beste» Corporate Governance, und sie lässt sich genauso wenig in einer oder wenigen einfachen Zahlen ausdrücken. Das oft fehlende analytische Fundament ist ein grosser Kritikpunkt [21]. Die optimale Corporate-Governance-Struktur

Abbildung 3: VERGLEICH SMI-UNTERNEHMEN UND SPI-UNTERNEHMEN [20]

in %

Stimmrechtsanteile	SMI	SPI (ohne SMI)
Stimmrecht grösster Aktionär	20,1	37,0
Anteil Firmen kontrolliert durch Mehrheitsaktionär	19,3	38,7
Kumulierte Stimmrechte	27,1	48,5
Kumulierte Stimmrechte: Schweiz	18,8	40,4

Quelle: Berechnungen auf Basis unserer eigenen Datenbank.

hängt von einer Vielzahl komplexer unternehmensinterner und -externer Faktoren wie den lokalen Gegebenheiten, der Aktionärsstruktur oder der Branche ab, die es zu berücksichtigen gilt. Eigene Untersuchungen haben gezeigt, dass die Berücksichtigung des Unternehmensumfeldes bei der Beurteilung der Corporate Governance und insbesondere bei der Wahl von Verwaltungsräten fundamental ist.

Einzelne Corporate-Governance-Mechanismen sind zudem Komplemente oder Substitute zu anderen Mechanismen. Aus diesem Grund sind Wahlempfehlungen, welche auf Ratings und Indizes basieren (also auf einem «One Size Fits All»-Ansatz), mit viel Vorsicht zu geniessen. Die Forschung hat gezeigt, dass solche Ratings keine brauchbaren, sondern vielmehr fehlerhafte Informationen zur Corporate Governance der untersuchten Unternehmen liefern, deren Empfehlungen nicht einmal korrekt darauf basieren, und die Aktionäre dann auch gar nicht danach abstimmen. Ebenso steht eine gute Ratingklassierung in keinem Zusammenhang mit der Unternehmensperformance [22]. Aus diesem Grund bilden Governance-Indizes die Realität mehr schlecht als recht ab [23].

Eine Untersuchung über die ökonomischen Konsequenzen von «Say on Pay» zeigt, dass eine Anpassung der Entschädigungsmodelle an die (erwarteten) Empfehlungen von Stimmrechtsberatern (vor Abstimmung) einen negativen Effekt auf den Aktienpreis hat [24]. Die Autoren stellen somit die Hinzunahme von Stimmrechtsberatern infrage. Dies wiederum betrifft die Aufgabe beziehungsweise die Pflicht institutioneller Investoren, «im Sinne der Versicherten» zu entscheiden.

In diesem Zusammenhang werden auch eine mangelnde Ausbildung der Mitarbeiter (oder die Auslagerung in Billiglohnländer) von Stimmrechtsberatungen und die damit verbundene fehlende Expertise kritisiert. Oft müssen in-nerter kurzer Frist für unzählige Firmen und komplexe Sachverhalte Abstimmungsempfehlungen abgegeben werden.

2.2 Interessenskonflikte. Stimmrechtsberater vergeben oft Ratings und werden damit zu Meinungsmachern beim Thema Corporate Governance. Unternehmen orientieren sich an sogenannten «Best Practices» und werden oft auch von denselben Leuten beraten, die sowohl die Ratings erstellen als auch die Anleger beraten und teilweise sogar noch Anlagefonds anbieten. Ähnlich wie die Ratingagenturen vergeben diese also Noten und beraten zugleich die Firmen. Auch geschäftliche Verflechtungen oder langjährige Freundschaften zwischen Stimmrechtsberatern und Verwaltungsräten bergen Gefahrenpotenzial. Dies stellt die Unabhängigkeit der «Proxy Advisors» infrage.

Zudem wird die Meinung vertreten, dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater nicht jenen Empfehlungen entsprechen, welche auf individuellen, substantiierten Diskussionen zwischen institutionellen Investoren und der Geschäftsleitung gründen würden. Oft werden vermeintlich «moralische» oder «nachhaltige» Aspekte pauschal höher gewichtet als die Aktionärsinteressen an sich. Da die Aktionäre oftmals nicht den Empfehlungen gefolgt sind, kann vermutet werden, dass Stimmrechtsberater ihre eigene

Agenda verfolgen und nicht zwingend im Interesse des Aktionärs handeln. Dadurch ist es auch fraglich, ob Empfehlungen der Stimmrechtsberater etwa für Pensionskassen im «Sinne der Versicherten» (vgl. Minder-Initiative) sind.

2.3 Transparenz. Stimmrechtsberater sind keiner Regulierung unterstellt, was mit ein Grund dafür sein dürfte, dass die Branche wenig transparent ist. Oft sind die genauen Abstimmungsrichtlinien für die unzähligen individuellen Traktanden unklar, und die Empfehlungen basieren auf einer «Blackbox», sind falsch oder beinhalten Fehler oder Lücken [25]. Dies steht möglicherweise im Zusammenhang mit einem schwachen Fundament, auf welchem Empfehlungen basieren (siehe Methodik). Aufgrund unklarer oder meist verallgemeinernd angewandter Entscheidungsprämissen ist möglicherweise auch die Konsistenz und Überprüfbarkeit der Resultate nicht gegeben. Zu beobachten ist auch ein Fokussieren auf wichtige, aber oft zu rein plakativen Punkten verkommene Themen wie «Nachhaltigkeit» und «soziale Verantwortlichkeit». Dieser Aktivismus wird von einer Mehrheit der Aktionäre nicht geteilt [26]. Im Gegensatz zu institutionellen Investoren oder Verwaltungsräten sind die Stimmrechtsberater nicht verpflichtet, sich «im Sinne der Versicherten» respektive der Gesellschaft zu verhalten. Damit institutionelle Investoren diejenigen Stimmrechtsberater auswählen, welche Empfehlungen entsprechend ihrer Präferenzen abgeben, muss es transparent sein, nach welchen Kriterien die Stimmrechtsberater ihre Empfehlungen fällen. Nur somit können die Aktionärsdemokratie effizient und die Stimmrechtsberater sich ihrer Verantwortung bewusst sein [27].

2.4 Wettbewerb. Mit dem Aufzeigen mangelnder Transparenz soll nicht der Wunsch nach Regulierung einhergehen, sondern der Hinweis auf fehlenden Wettbewerb. Der Markt ist vor allem von der US-amerikanischen Beratung «ISS» dominiert. ISS als «First Mover» und als einer von wenigen global tätigen Stimmrechtsberatungen deckt circa 45 000 Generalversammlungen in 110 Ländern ab [28]. Die Produkte von Stimmrechtsberatern, also die Analyse und Empfehlung zu Traktanden an der Generalversammlung, versprechen hohe Skalenerträge. Dadurch entstehen natürliche Wettbewerbsvorteile zugunsten der «First Mover». Die beiden grössten Player, ISS (Marktanteil etwa 60%) [29] und Glass, Lewis & Co. (Marktanteil etwa 37%) [30], beeinflussen die allgemeine Meinung über eine vermeintliche «Good Corporate Governance» und haben demnach einen beträchtlichen Einfluss auf die Stimmabgabe und auf die (Strategie-) Berater von Grossunternehmen. Grossunternehmen neigen vermutlich auch dazu, sich den nicht immer ökonomisch sinnvollen Vorstellungen der Proxy Advisors anzupassen, um nicht in deren Fokus zu gelangen. Forscher gehen davon aus, dass etwa ISS die Stimmenscheide mit bis zu 20% sämtlicher Stimmen auf einer Generalversammlung beeinflussen kann [31]. Zudem gehen zahlreiche Stimmrechtsberater auch nationale und internationale Kooperationen ein, sind in Verbänden organisiert und greifen auf deren Empfehlungen zurück. Der sowieso schon kleine Markt wird durch ein-

zelne Proxy Advisors so noch mehr beeinflusst und gewissermassen auch noch mehr verkleinert.

3. FAZIT

Die Annahme der Minder-Initiative im März 2013 hat der Rolle von Stimmrechtsberatern eine gänzlich neue Bedeutung verliehen. Institutionen wie die Schweizer Pensions-

«Für die Schweiz ergibt sich die empirische Tatsache, dass ausländische Grossaktionäre bedeutenden Einfluss auf die grossen Schweizer Unternehmen ausüben.»

kassen sehen sich künftig der Pflicht ausgesetzt, bei Generalversammlungen ihrer im Portfolio befindlichen Investitionsobjekte abzustimmen. Dies erlauben jedoch in vielen Fällen sowohl Kapazitäten als auch die vorhandenen Kernkompetenzen nicht in solider Weise.

Durch die Anstrengungen einzelner Aktionäre, eine effektive Aktionärsdemokratie herzustellen, profitieren auch passive Miteigentümer kostenlos. Die Effizienz des Stimmrechts wird jedoch durch einige Faktoren beschränkt. Die Eigentümerstruktur ist oft so sehr fragmentiert, dass einzelne Aktionäre keine Motivation aufbringen, Unternehmensfragen zu beeinflussen. Es lohnt sich schlicht nicht, bei

einem kleinen Anteil diese Kosten auf sich zu nehmen. Die Transaktionskosten sind zudem so hoch, dass die Koordination einer grossen heterogenen Gruppe zum Zwecke der Analyse gemeinsamer Themen und des Fällens gemeinsamer Entscheide, ausbleibt. Die Anreize sorgen also dafür, dass die Kontrolle durch Aktionäre bei breit gestreutem Aktionariat in der Regel ausbleibt und diese sich passiv verhalten. Für die Schweiz ergibt sich in diesem Zusammenhang die empirische Tatsache, dass ausländische Grossaktionäre bereits bedeutenden Einfluss auf die grossen Schweizer Unternehmen ausüben.

Stimmrechtsberater können die Aktionärsdemokratie stärken helfen, indem sie zur Überwindung der Anreizproblematik beitragen. Da ihr Einfluss jedoch beträchtlich sein kann, ist eine Reihe von fundamentalen Säulen für die Empfehlungen unerlässlich: eine wissenschaftliche Methodik, keine Interessenskonflikte und Transparenz. Effektiv können diese Säulen überdies nur dann werden, wenn sich die Stimmrechtsberater in einem vernünftigen Wettbewerb befinden.

Nur wenn Entscheide auf den Generalversammlungen von den Aktionären fundiert getragen werden, kann negativen Folgen für die Volkswirtschaft als Ganzes entgegengewirkt werden. Seitens der Stimmrechtsberatung sollten Interessenskonflikte mit den analysierten Unternehmen oder mit deren Aktionären ausgeschlossen werden oder zumindest deklariert werden. Alles andere würde dem Grundsatz «im Sinne der Versicherten» diametral entgegenstehen. ■

Anmerkungen: 1) Bühler, C.B., Böckli, P.: Vorabinformation an Grossaktionäre: Grenzen und Möglichkeiten nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: SZW 77, 2005, S. 101–112. 2) Olson, M.: The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups, Cambridge: Harvard University Press, 1971. 3) Thompson, R.B., Edelman, P.H.: Corporate Voting, in: Vanderbilt Law Review, 2009, 62. Jg., Nr. 1, S. 129. 4) Ferreira, M.A., Matos, P.: The Colors of Investors' Money, The Role of Institutional Investors around the World, in: Journal of Financial Economics, 2008, 88. Jg., Nr. 3, S. 499–533. 5) Li, D., Moshirian, F., Pham, P.K., Zein, J.: When Financial Institutions are Large Shareholders, The Role of Macro Corporate Governance Environments, in: The Journal of Finance, 2006, 61. Jg., Nr. 6, S. 2975–3007. 6) Die Ausnahme bilden einige institutionelle Investoren aus dem angelsächsischen Bereich (z.B. Hermes, TIAA-CREF, CalPERS), welche oft auch auf direktem Kontakt und ohne Abstimmungen Einigungen finden, sowie eigene Abteilungen zur Analyse von Traktanden und Abgabe von Empfehlungen führen; Carleton, W.T., Nelson, J.M., Weisbach, M.S.: The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations, Evidence from TIAA-CREF, in: The Journal of Finance, 1998, 53. Jg., Nr. 4, S. 1335–1362 und Downes, G.R., Hounminer, E., Hubbard, R.G.: Institutional Investors and Corporate Behavior, in: AEI Press, 1999. 7) Schiltknecht, K.: Corporate Governance – das subtile Spiel um Geld und Macht, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2004. 8) Die Zahl der Vorsorgeeinrichtungen mit reglementarischen Leistungen beträgt 2265 in 2010, vgl. BFS: Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2010, Neuchâtel 2012, S. 8. 9) BFS: Die

berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2010, Neuchâtel 2012, S. 15. 10) O.V.: Pensionskassen fürchten mehr Kosten durch Abzocker-Initiative, in: Handelszeitung v. 14.01.2013. 11) Fenn, S.: A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, The Case for Greater Accountability and Oversight, Washington, DC: Center on Executive Compensation, 2011, S. 15; Belinfanti, T.C.: The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry, The Case for Increased Oversight and Control, N.Y.L. Sch. Legal Studies: Research Paper Series 09/10, No. 18, Spring 2009, S. 14. 12) Cai, J., Garner, J.L., Walkling, R.A.: Electing Directors, in: The Journal of Finance, 2009, 64. Jg., Nr. 5, S. 2389–2421. 13) Larcker, D.F., McCall, A.L., Ormazabal, G.: The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 119, 2012. 14) Datenquelle: Thomson One Banker. 15) European Securities and Markets Authority: An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, Paris: European Securities and Markets Authority, 2012, S. 11. 16) Ebd. 17) Doidge, C., Karolyi, A., Stulz, R.: Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance?, in: Journal of Financial Economics, 2007, 86. Jg., Nr. 1, S. 1–39. 18) Datenquelle: Thomson One Banker. 19) Als Grossaktionäre gelten hierbei Aktionäre, welche mehr als 3% der Stimmrechte vereinen. 20) Datenquelle: Eigene Datenbank. 21) Ertugrul, M., Hegde, S.: Corporate Governance Ratings and Firm Performance, in: Financial Management, 2009, 38. Jg., Nr. 1, S. 139–160; Bhagat, S., Bolton, B., Romano, R.: The Promise and Peril of Corporate Governance Indices, in: Columbia Law Review, 2008, 108. Jg., Nr. 8, S. 1803–1882. 22) Daines, R.M., Gow, I.D.,

Larcker, D.F.: Rating the Ratings, How Good are Commercial Governance Ratings?, in: Journal of Financial Economics, 2010, 98. Jg., Nr. 3, S. 439–461; Epps, R.W., Cereol, S.J.: Do Institutional Shareholder Services (ISS) Corporate Governance Ratings Reflect a Company's Operating Performance?, in: Critical Perspectives on Accounting, 2008, 19. Jg., Nr. 8, S. 1135–1148. 23) Bhagat, S., Bolton, B., Romano, R.: The Promise and Peril of Corporate Governance Indices, in: Columbia Law Review, 2008, 108. Jg., Nr. 8, S. 1803–1882. 24) Larcker, D.F., McCall, A.L., Ormazabal, G.: The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 119, 2012. 25) Daines, R.M., Gow, I.D., Larcker, D.F.: Rating the Ratings, How Good are Commercial Governance Ratings?, in: Journal of Financial Economics, 2010, 98. Jg., Nr. 3, S. 439–461. 26) Copland, J.R.: Politicized Proxy Advisors vs. Individual Investors, in: Wall Street Journal v. 07.10.2012. 27) Choi, S.J., Fisch, J.E., Kahan, M.: Director Elections and the Role of Proxy Advisors, in: Southern California Law Review, 2009, 82. Jg., S. 649. 28) Fenn, S.: A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo, The Case for Greater Accountability and Oversight, Washington, DC: Center on Executive Compensation, 2011, S. 77. 29) Belinfanti, T.C.: The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry, The Case for Increased Oversight and Control, N.Y.L. Sch. Legal Studies: Research Paper Series 09/10, No. 18, Spring 2009, S. 14. 30) Ebd., S. 12. 31) Choi, S.J., Fisch, J.E., Kahan, M.: The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?, in: Emory Law Journal, 2010, 59. Jg., S. 869.