Regulierung der Proxy Advisory-Industrie – Rechtsvergleichung und ein möglicher Schweizer Weg

Forschungsbericht

Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften

School of Management and Law

MSc Management and Law, Herbstsemester 2020

Abgabedatum: 2. Januar 2021

Betreuung durch Dr. Karolina Kuprecht

vorgelegt von

Philippe Hennet

Matrikel-Nr.: 15-533-706

Management Summary

Bei der Ausübung ihrer Stimmrechte greifen institutionelle Investoren auf die Dienste von Stimmrechtsberatungsfirmen (sog. Proxy Advisors) zurück und erhalten detaillierte Abstimmungsempfehlungen für bevorstehende Generalversammlungen. Daneben bieten Proxy Advisors oftmals Beratungsdienstleistungen an Emittenten im Bereich der Corporate Governance an. Die Kombination aus der gleichzeitigen Beratungsdienstleistung für institutionelle Investoren und Emittenten führt unweigerlich zu Interessenskonflikten. Proxy Advisors unterliegen in der Schweiz bisher keiner Regulierung, was sich allerdings durch die angenommene Motion von Ständerat Thomas Minder ändern wird. Diese beauftragt den Bundesrat zur Vorlage einer Gesetzesänderung zur Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten der Stimmrechtsberater bei börsenkotierten Aktiengesellschaften. Vor diesem Hintergrund wurde in der vorliegenden Arbeit erforscht, wie die Schweiz die Proxy Advisory-Industrie regulieren könnte. Dazu wurde mittels einer funktionalen Rechtsvergleichung analysiert, wie die Regulierung in anderen Rechtsordnungen (EU und USA) gestaltet wurde. Auf Grundlage dieser Ergebnisse wurde untersucht, wie sich eine fiktive Rechtsübernahme auf die Geschäftstätigkeit der Ethos Services AG, die einflussreichste Schweizer Proxy Advisory-Gesellschaft, auswirken würde. Um die Sichtweise von Experten in diese Untersuchung miteinfliessen zu lassen, wurden zwei Experteninterviews geführt. Die Befragung des Direktors der Ethos Services AG und eines unabhängigen Spezialisten haben die Kommentierung der gewonnen Erkenntnisse aus Expertensicht ermöglicht. Darüber hinaus waren die Experten in der Lage, Hinweise dafür zu geben, welche ausländischen Regulierungen die Schweiz allenfalls übernehmen könnte und wie die Schweizer Proxy Advisory-Industrie grundsätzlich zu regulieren ist.

Die Forschungsergebnisse haben gezeigt, dass die Regulierungen in den untersuchten, ausländischen Rechtsordnungen vor allem die Probleme der Interessenskonflikte zu lösen versuchen und eine höhere Transparenz der Proxy Advisors anstreben. Die Untersuchung der Ethos Services AG hat zur Erkenntnis geführt, dass sie bereits heute eine sehr hohe Transparenz aufweist und eine fiktive Rechtsübernahme nur minimale Auswirkungen hätte. Ebenso wurde deutlich, dass die Schweiz durch die Motion Minder und den einhergehenden Gesetzesänderungen die wichtigste Problematik, die der Interessenskonflikte, regulieren wird und sich dafür durchaus an die ausländischen Regulierungen richten kann.

Inhaltsverzeichnis

Management Summary i
Quellenverzeichnis IV
Abkürzungsverzeichnis XI
1 Einführung 1
1.1 Ausgangslage 1
1.2 Forschungsziel und Forschungsfragen 2
1.3 Abgrenzung 3
1.4 Forschungsansatz 4
1.5 Forschungsmethodik 4
1.5.1 Funktionale Rechtsvergleichung 4
1.5.2 Experteninterview nach Helfferich 5
1.5.3 Synthese 6
2 Funktionale Rechtsvergleichung 7
2.1 Regulierung in der Schweiz 7
2.1.1 Geschichte 7
2.1.2 Selbstregulierung 7
2.1.3 Indirekte Regulierung 8
2.1.3.1 Meldepflicht für die Offenlegung von Beteiligungen 8
2.1.3.2 Treuhändervinkulierung 9
2.1.3.3 Insiderdelikte und Marktmanipulation 10
2.1.4 Haftung und Verantwortlichkeit 10
2.1.4.1 Vertragliche Haftung der Proxy Advisors 10
2.1.4.2 Ausservertragliche Haftung der Proxy Advisors 11
2.1.4.3 Aktienrechtliche Verantwortlichkeit 11
2.2 Regulierung auf EU-Ebene 12
2.2.1 Geschichte 12
2.2.2 Selbstregulierung 13
2.2.2.1 BPP one: Service Quality 13
2.2.2.2 BPP two: Conflicts of Interest Avoidance or Management 14
2.2.2.3 BPP three: Communications Policy 15
2.2.3 Regulierung durch die Shareholder Rights Directive II 15
2.2.3.1 Anwendung eines Verhaltenskodex 16
2.2.3.2 Informationspflichten 16

2.2.3.3 Interessenskonflikte ... 17
2.3 Regulierung in den USA ... 18
2.3.1 Geschichte ... 18
2.3.2 Disclosure and filing requirements of federal Proxy rules ... 19
2.3.2.1 Conflicts of Interest Disclosure ... 19
2.3.2.2 Notice of Proxy voting Advice and Response ... 20
2.3.3 False or misleading statements ... 23
2.4 Unterschiede und Gemeinsamkeiten ... 24
2.4.1 Selbstregulierung ... 24
2.4.2 Transparenz ... 25
2.4.2.1 Grundsätzliches ... 25
2.4.2.2 Gemeinsamkeiten bei Interessenskonflikten ... 25
2.4.2.3 Unterschiede bei Interessenskonflikten ... 26
2.4.2.4 Weitere Unterschiede ... 26
2.4.2.5 Bewertung ... 27
2.4.3 Haftung ... 28
3 Ethos ... 29
3.1 Kurzbeschrieb ... 29
3.2 Ethos und die Best Practice Principles Group (BPPG) ... 29
3.3 Auswirkung einer Anwendbarkeit der EU-Regulierungen ... 30
3.3.1 Transparenz bezüglich Anwendung eines Verhaltenskodex ... 30
3.3.2 Transparenz bezüglich Informationspflichten ... 30
3.3.2.1 Wesentliche Merkmale der Methoden und Modelle ... 30
3.3.2.2 Hauptinformationsquellen ... 31
3.3.2.3 Verfahren zur Qualitätssicherung ... 31
3.3.2.4 Berücksichtigung verschiedener Marktbedingungen ... 32
3.3.2.5 Stimmrechtspolitik ... 32
3.3.2.6 Dialog mit den Emittenten ... 33
3.3.2.7 Vorgehensweise bezüglich Interessenskonflikten ... 33
3.3.3 Fazit ... 34
3.4 Auswirkung einer Anwendbarkeit der US-Regulierungen ... 35
3.4.1 Conflicts of Interest Disclosure ... 35
3.4.2 Company Access to Voting Advice ... 37
3.4.3 Client Access to the Company’s Response ... 37
3.4.4 Fazit ... 38

4 Synthese ... 39
4.1 Regulierung in der Schweiz ... 39
4.1.1 Motion Minder ... 39
4.1.1.1 Expertenmeinung ... 39
4.1.1.2 Schlussfolgerung ... 40
4.1.2 Weitere Regulierungsnotwendigkeit ... 41
4.1.2.1 Übernahme geltender EU-Regulierungen ... 41
4.1.2.2 Übernahme geltender US-Regulierungen ... 41
4.1.2.3 Was die Schweiz bei der Regulierung zusätzlich zu beachten hat ... 42
5 Schlussbetrachtung ... 43
5.1 Fazit ... 43
5.2 Methodische Reflexion und Limitationen ... 44
5.3 Weiterführende Fragen ... 44
Anhang ... 46
A. Glossar ... 46
B. Interviewleitfaden ... 49
C. Einverständniserklärungen ... 54
Eidesstattliche Erklärung ... 55

Quellenverzeichnis

BERTSCHINGER URS, Proxy Advisors – Fluch oder Segen in der Corporate Governance?, SZW 2015, S. 506 – 516.

BONIFACE AILEEN, WHAT THE NEW SEC PROXY RULES MEAN, Artikel vom 16. September 2020, <www.clermontpartners.com/blog/what-the-new-sec-proxy-rules-mean/>, besucht am: 27.12.2020.

BELL DAVID A./MITTENESS RYAN/HWANG SOO, SEC Tightens Regulations on Proxy Advisory Firms, Publikation vom 27. Juli 2020, <www.fenwick.com/insights/publications/ sec-tightens-regulations-on-proxy-advisory-firms >, besucht am: 27.12.2020.

Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, 17 CFR 271 and 276 (Guidance). Federal Register 84:175 (September 10, 2019) p. 47420 – 47427 (zit. SEC Guidance Investment Advisers).

Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, 17 CFR 241 (Guidance and Interpretation). Federal Register 84:175 (September 10, 2019) p. 47416 – 47420 (zit. SEC Guidance and Interpretation).

Economiesuisse (Hrsg.), Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance vom 25. März 2002, aktualisiert am 6. September 2007 und 29. September 2014 sowie am 29. Februar 2016, <www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/ economiesuisse_swisscode_d_web.pdf>, besucht am: 27.12.2020.

ESMA Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options vom 22. März 2012, ESMA/2012/212 (zit. ESMA Discussion Paper).

ESMA Final Report, Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry vom 19. Februar 2013, ESMA/2013/84 (zit. ESMA Final Report).

Ethos (Hrsg.), Reglement über Interessenkonflikte und Geschenke vom 11. September 2014, geändert am 7. Dezember 2016 und 11. Dezember 2018, <ethosfund.ch/sites/default/files/2019-01/ 181211_Groupe%20Ethos_Regl%20conflits%20interet_DE.pdf>, besucht am: 26. Dezember 2020 (zit. ETHOS, Reglement Interessenskonflikte).

Ethos (Hrsg.), Verhaltenskodex vom 20. Juni 2016, geändert am 21. März 2019, <ethosfund.ch/sites/default/files/2019-05/CodeDeConduite_20190311_DE_0.pdf>, besucht am: 26. Dezember 2020 (zit. ETHOS, Verhaltenskodex).

Ethos (Hrsg.), Proxy Report Sika vom 11. Juni 2018, <ethosfund.ch/sites/default/files/ 2018-06/Sika_20180611-1500_Ethos-Analysis_full_EGM_DE.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS, Sika-Report).

Ethos (Hrsg.), Jahresbericht 2018 – Generalversammlung der SPI-Unternehmen vom 17. Januar 2019, <www.ethosfund.ch/sites/default/files/2019-01/2018_AR_SPI_DE.pdf>, besucht am: 27.12.2020 (zit. ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2018).

Ethos (Hrsg.), Ethos Dienstleistungen im Überblick, Broschüre vom April 2019 <ethosfund.ch/sites/default/files/202001/ BROCHURE_Uberblick_Ethos_Dienstleistungen_2020.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS, Dienstleistungen).

Ethos (Hrsg.), Bericht zum EEP International, Zusammenfassung der Aktivitäten 2019 vom März 2020, <ethosfund.ch/sites/default/files/2020-03/ EEPi_AR_2019_short_DE_final.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS, EEP-International).

Ethos (Hrsg.), Bericht zum EEP Schweiz, Themen und wichtigste Resultate 2019 vom März 2020,<ethosfund.ch/sites/default/files/2020-03/ EEP-Report2019_DE_short_final.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS, EEP-Resultate 2019).

Ethos (Hrsg.), Ethos Jahresbericht 2019 vom Mai 2020, <ethosfund.ch/sites/default/files/2020-05/Ethos_RA_2019_DE_web.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS, Jahresbericht 2019).

Ethos (Hrsg.), Wichtigste Meilensteine seit der Gründung vom Mai 2020, <www.ethosfund.ch/sites/default/files/2020-05/HistoriqueEthos_200528_DE.pdf>, besucht am: 27.12.2020 (zit. ETHOS, Meilensteine).

Ethos (Hrsg.), Jahresbericht 2019 – Generalversammlung der SPI-Unternehmen vom 7. Januar 2020, <ethosfund.ch/sites/default/files/2020-01/2019_AR_SPI_DE_Internet.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2019).

Ethos Stiftung (Hrsg.), Charta vom Februar 1997, geändert im September 2007 und September 2012, <ethosfund.ch/sites/default/files/2016-07/EF_Charte_2012_DE.pdf>, besucht am: 26. Dezember 2020 (zit. ETHOS STIFTUNG, Charta).

Ethos Stiftung (Hrsg.), 2017 Review of the Best Practice Principles for Governance Research Providers vom 15. Dezember 2017, <ethosfund.ch/sites/default/files/2017-12/170714_Ethos_consult_BPP%20Group_Review_E.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS STIFTUNG, BPP-Review 2017).

Ethos Stiftung (Hrsg.), Die acht Ethos-Prinzipien für nachhaltige Anlagen, 2. Ausgabe vom März 2020, <ethosfund.ch/sites/default/files/2020-03/2020_Principes_Ethos_pour_ISR_DE_web.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS STIFTUNG, Prinzipien).

Ethos Stiftung (Hrsg.), Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte 2021, Grundsätze der Corporate Governance, 20. Ausgabe vom Dezember 2020, <ethosfund.ch/sites/default/files/2020-12/LDPCG_Ethos_2021_DE.pdf>, besucht am: 26.12.2020 (zit. ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021).

Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, 17 CFR 240 (final rule). Federal Register 85:172 (September 3, 2020) p. 55082 – 55155 (zit. SEC Final Proxy Rules).

FISCHER DAMIAN A., Interessenskonflikte im Schweizer Privat- und Wirtschaftsrecht, Ein Beitrag zur dogmatischen Erfassung eines omnipräsenten Governance-Problems, Zürich/St. Gallen 2019.

FISCHER WILLI, Kommentar zu Art. 41 OR, in: Kren Kostkiewicz Jolanta/Wolf Stephan/Amstutz Marco/Fankhauser Roland (Hrsg.), OFK – Orell Füssli Kommentar, OR Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht, 3. Aufl., Zürich 2016.

FORSTER DORIS, Zur Methode des Rechtsvergleichs in der Rechtswissenschaft, in: Ancilla Iuris (anci.ch) 2018, S. 98 – 109, <www.anci.ch/articles/2018Ancilla_Forster_98.pdf>, besucht am: 26.12.2020.

FORSTMOSER PETER/HÄUSERMANN DANIEL, Stimmrechtsberater sind ein Problem, Interview, Plädoyer 2012, S. 8 – 12.

GERICKE DIETER/BAUM OLIVER, Corporate Governance: Wer ist der Governor?, SZW 2014, S. 345 – 361.

GRABAR NICOLAS et al. , The SEC Takes Action on Proxy Advisory Firms, Memorandum vom 31. Juli 2020, <client.clearygottlieb.com/51/1809/uploads/ 2020-07-31-the-sec-takes-action-on-proxy-advisory-firms.pdf>, besucht am: 27.12.2020.

Grünbuch der Europäischen Kommission zum Europäischen Corporate Governance-Rahmen vom 5. April 2011, KOM(2011) 164 endgültig (zit. Grünbuch).

HELFFERICH CORNELIA, Leitfaden- und Experteninterview, in: Baur Nina/Blasius Jörg (Hrsg.), Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung, Wiesbaden 2014, S. 559 – 574.

HOCH MARIEL, Proxy Advisory – eine Standortbestimmung, SZW 2016, S. 487 – 494.

KUNZ PETER V., Einführung zur Rechtsvergleichung in der Schweiz, Ein bedeutendes juristisches Fachgebiet für Studenten sowie für Praktiker zwischen «notwendigem Übel» sowie «Königsdisziplin», recht 24 (2006), S. 37 – 54.

LUTERBACHER THIERRY, Kommentar zu Art. 754 OR, in: Fischer Will/Luterbacher Thierry (Hrsg.), Haftpflichtkommentar, Kommentar zu den schweizerischen Haftpflichtbestimmungen, Zürich/St. Gallen 2016, S. 902 – 947.

Motion Minder, Stimmrechtsberater und börsenkotierte Aktiengesellschaften. Interessenkonflikte offenlegen und vermeiden, Motion 19.4122, eingereicht von Thomas Minder (Ständerat) am 23.09.2019 (zit. Motion Minder).

NOVICK BARBARA et al., Das Investment Stewardship-Ökosystem, in: BlackRock Inc. (Hrsg.), Viewpoint July 2018, <www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-investment-stewardship-ecosystem-july-2018-ger.pdf>, besucht am: 27.12.2020.

OBERMAYER BASTIAN et al., Das sind die Panama Papers, <panamapapers.sueddeutsche.de/articles/56ff9a28a1bb8d3c3495ae13/>, besucht am: 27.12.2020.

PricewaterhouseCoopers (Hrsg.), The new Shareholder Rights Directive, Are you ready for the new requirements?, 2019, <www.pwc.ch/en/publications/2019/The-new-Shareholder-Rights-Directive_EN-web.pdf> , besucht am: 27.12.2020 (zit. PWC).

REUTTER THOMAS U., Regulierung und Haftung von Proxy Advisors, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarktrecht – Recht und Transaktionen XI, Zürich 2017, S. 229 – 279.

RIOULT CHRISTIAN, Regulierung von Stimmrechtsberatern, AJP 23 (2014), S. 1176 – 1194.

SCHÖCHLI HANSUELI, Wer hinter dem Aufstand steckt, Die Rolle des US-Stimmrechtsberaters ISS an Schweizer Generalversammlungen, Neue Zürcher Zeitung vom 20. April 2013, Nr. 91, S. 27 (zit. SCHÖCHLI, Aufstand).

SCHÖCHLI HANSUELI, Kürzere Leine für mächtige Berater, Das Parlament verlangt vom Bundesrat eine Regulierung der Stimmrechtsberater bei börsenkotierten Firmen, Neue Zürcher Zeitung vom 4. Juni 2020, Nr. 127, S. 18 (zit. SCHÖCHLI, Leine).

Schweizerischer Pensionskassenverband ASIP (Hrsg.) et al., Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften vom 21. Januar 2013, <www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/ 13-01-16_Richtlinien_Investoren_Mitwirkungsrechte_bei_AGs.pdf>, besucht am: 27.12.2020.

Supplement to Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, 17 CFR 276 (Guidance). Federal Register 85:172 (September 3, 2020) p. 55155 – 55158 (zit. SEC Supplement Guidance Investment Advisers).

TAUCHER JOSHUA RICHARD, Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2020.

The Best Practice Principles Group (Hrsg.), Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis from March 2014, <bppgrp.info/wp-content/uploads/ 2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>, besucht am: 28.12.2020 (zit. BPPG, Principles 2014).

The Best Practice Principles Group (Hrsg.), Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis 2019 from July 2019, <bppgrp.info/ wp-content/uploads/2019/07/ 2019-Best-Practice-Principles-for-Shareholder-Voting-Research-Analysis.pdf>, besucht am: 28.12.2020 (zit. BPPG, Principles 2019).

TROXLER TIZIAN, Die grosse Aktienrechtsrevision im Lichte der internationalen Corporate-Governance-Debatte, recht 36 (2018), S. 205 – 227.

VON PLANTA ANDREAS, Droit des sociétés / Proxy Advisors – wie weiter?, in: Trigo Trinidade Rita/Bahar Rashid/Neri-Castracane Giulia (Hrsg.), Vers le sommets du droit, *Liber amicorum* pour Henry Peter, Genf/Zürich/Basel 2019, S. 283 – 293.

WOHLMANN HERBERT/GERBER ALEXANDRA J. B., Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014, S. 284 – 297.

Abkürzungsverzeichnis

ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (Zeitschrift)
Amtl. Bull.	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995, SR. 954.1
BGE	publizierter Bundesgerichtsentscheid
BGer	Urteil des Bundesgerichts
BPP	Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis
BPPG	Best Practice Principles Group
bzw.	beziehungsweise
CFR	Code of Federal Regulation
Co.	Compagnie (Firmenzusatz)
CS	Credit Suisse
Diss.	Dissertation
Dr.	Doktor/-in
E.	Erwägung
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System
EEP	Ethos Engagement Pool
EG	Europäische Gemeinschaft
ESG	Environmental, Social, Governance (Umwelt, Soziales, Governance)
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alii (und andere)
et seq.	et sequentes (und folgende)
EU	Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum

f.	folgende
ff.	fortfolgende
FIDLEG	Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 15. Juni 2018, SR 950.1
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatenhandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG) vom 19. Juni 2015, SR 958.1
gem.	gemäss
gl.A.	gleicher Ansicht
GDPR	General Data Protection Regulation (Allgemeine Datenschutz-Verordnung der Europäischen Union)
Grds.	Grundsatz
GV	Generalversammlung
Hrsg.	Herausgeber
Inc.	Incorporated (Namenszusatz bei US-Unternehmensform Corporation)
inkl.	inklusive
ISS	Institutional Shareholder Services (ISS)
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
KOM	Kommission
lit.	littera
MIFID II	Richtlinie 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. EU vom 12. Juni 2014, Nr. L 173
N	Randnote
No.	Number
Nr.	Nummer

OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911, SR 220
p.	Page (Seite)
ParlG	Bundesgesetz über die Bundesversammlung (Parlamentsgesetz, ParlG) vom 13. Dezember 2002, SR 171.10
Pub.L.	Public Law
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
Richtlinie (EU) 2017/828	RICHTLINIE (EU) 2017/828 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. EU vom 20. Mai 2017, Nr. L 132
Rz.	Randziffer
S.	Seite
SAS	société par actions simplifiée (vereinfachte Aktiengesellschaft)
SEC	U.S. Securities and Exchange Comission
Securities Exchange Act	Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a et seq.
SIX	SIX Swiss Exchange (Schweizer Börse)
sog.	sogenannte
SPI	Swiss Performance Index
SR	Ständerat / Systematische Sammlung des Bundesrechts
SRD II	Shareholder Rights Directive II (Richtlinie (EU) 2017/828)
Stat.	United States Statutes at Large
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
u.a.	unter anderem
US	United States
U.S.C.	United States Code
USA	United States of America
VR	Verwaltungsrat
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel

ZHAW SML	Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften School of Management and Law
zit.	zitiert
Zl.	Zeile
17 CFR 230	General Rules and Regulations, Securities Act of 1933
17 CFR 240	General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934
17 CFR 241	Interpretative Releases relating to the Securities Exchange Act of 1934 and General Rules and Regulations thereunder
17 CFR 271	Interpretative Releases relating to the Investment Company Act of 1940 and General Rules and Regulations thereunder
17 CFR 276	Interpretative Releases relating to the Investment Advisers Act of 1940 and General Rules and Regulations thereunder

1 Einführung

1.1 Ausgangslage

Stimmrechtsberatungsfirmen (sog. Proxy Advisors) sind externe Drittparteien, deren Dienstleistung das Sammeln von Entscheidungsgrundlagen und die Abgabe von Abstimmungsempfehlungen an Aktionäre/-innen zu traktandierten Geschäften von Publikumsgesellschaften umfasst[1]. Diese Dienstleistung wird hauptsächlich durch institutionelle Investoren, die gegenwärtig in grösseren börsenkotierten Aktiengesellschaften über 50% des Aktionariats besitzen[2], in Anspruch genommen[3]. Nebst der Stimmrechtsberatung bieten Proxy-Gesellschaften oftmals, insbesondere im Bereich der Corporate Governance, weitere Beratungsdienstleistungen an[4]. So können sie auf institutionelle Anleger und Emittenten in vielfältiger Weise Einfluss nehmen[5]. Dazu führt die Kombination der Dienstleistungsbringung als Proxy Advisor und der Beratungsfunktion im Bereich der Corporate Governance unweigerlich zu Interessenkonflikten[6]. Ferner bieten Proxy-Firmen teilweise auch Stimmrechtsvertretungen an, wobei dies eher eine Ausnahme darstellt und als schweizerisches Phänomen anzusehen ist[7]. Proxy Advisors können in der Funktion als Stimmrechtsberater an Generalversammlungen selbst formell nicht abstimmen[8].

In der Schweiz ist die Tätigkeit der Stimmrechtsberater durch keine spezifische Rechtsetzung reguliert[9]. Diesem Umstand möchte Ständerat Thomas Minder mit seiner am 23. September 2019 eingereichten Motion 19.4122 (nachstehend Motion Minder) entgegenwirken. Darin beauftragt er den Bundesrat gem. Art. 120 Abs. 1 ParlG, eine Gesetzesänderung zur Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten der Stimmrechtsberater bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vorzulegen[10]. Ursprünglich war die Aufnahme eines neuen, entsprechenden Gesetzesartikels in der grossen Aktienrechtsrevision geplant, welcher

[1] GERICKE/BAUM, S. 350.
[2] VON PLANTA, S. 284.
[3] vgl. BERTSCHINGER, S. 507; RIOULT, S. 1176; VON PLANTA, S. 285.
[4] vgl. HOCH, S. 488; RIOULT, S. 1176; VON PLANTA, S. 286.
[5] vgl. RIOULT, S. 1176 f.
[6] VON PLANTA, S. 286.
[7] REUTTER, S. 234.
[8] GERICKE/BAUM, S. 356.
[9] vgl. REUTTER, S. 264; TROXLER, S. 223; RIOULT, S. 1177.
[10] Motion Minder.

aus formellen Gründen aber wieder gestrichen wurde[11]. Deshalb wurde die Problematik der Stimmrechtsberatung als separate Vorlage, in Form der Motion Minder, nochmals hervorgebracht[12]. Als Folge war der Bundesrat gem. Art. 121 Abs. 1 ParlG verpflichtet, bis zur nächsten ordentlichen Session einen Antrag auf Annahme oder Ablehnung der Motion zu stellen, wobei er die Annahme beantragte[13]. Die Motion Minder ging nach deren Annahme im Ständerat[14] gem. Art. 121 Abs. 2 ParlG weiter in den Nationalrat, wo sie während der Sommersession 2020 ebenfalls angenommen wurde[15]. Damit gilt die Motion Minder gem. Art. 121 Abs. 3 lit. a ParlG als definitiv angenommen, womit dem Bundesrat gem. Art. 120 Abs. 1 ParlG der Auftrag erteilt wurde, den Entwurf einer entsprechenden Gesetzesänderung auszuarbeiten und der Bundesversammlung vorzulegen.

Anhand der vom Bundesrat zur Annahme empfohlenen und von der vereinigten Bundesversammlung angenommenen Motion Minder ist ersichtlich, dass die Schweiz bestrebt ist, die Stimmrechtsberatung zu regulieren und die Stimmrechtsberater «an eine kürzere Leine zu nehmen»[16].

1.2 Forschungsziel und Forschungsfragen

Aus aktuellem Anlass wird in der vorliegenden Forschungsarbeit untersucht, welche Aspekte die Schweiz bei der Regulierung von Proxy Advisors, die in der Schweiz ansässig sind, zu beachten hat. Als Grundlage der Forschungsarbeit dient eine funktionale Rechtsvergleichung zwischen den in der Schweiz, den USA und auf EU-Ebene geltenden Regulierungen. Dabei wird speziell auf die Themen der Haftung, der Transparenz sowie der Interessenskonflikte fokussiert. Vor diesem Hintergrund wird erforscht, inwiefern die Schweiz bestehende Regulierungen von der EU oder den USA übernehmen könnte. Die Untersuchung der Ethos Services AG, welche die einflussreichste Stimmrechtsberaterin mit Sitz in der Schweiz ist[17], soll an einem Beispiel aufzeigen, wie sich die Übernahme dieser Regulierungen auswirken würde und welche Aspekte zusätzlich zu beachten wären.

[11] Votum Minder Thomas Amtl. Bull. SR 2019 1186.
[12] vgl. Votum Minder Thomas Amtl. Bull. SR 2019 1186.
[13] Votum Keller-Sutter Karin, Amtl. Bull. SR 2019 1186.
[14] vgl. Amtl. Bull. SR 2019 1186.
[15] <www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/abstimmungen/wer-hat-wie-abgestimmt-im-nationalrat>, «Suche/Geschäfts-Nr.: 19.4122», besucht am: 29.12.2020.
[16] SCHÖCHLI, Leine, S. 18.
[17] siehe dazu SCHÖCHLI, Aufstand, S. 27.

Aus dem Dargelegten ergeben sich folgende Forschungsfragen:

- Wie ist die Stimmrechtsberatung in der Schweiz, auf EU-Ebene und in den USA insbesondere in Bezug auf Haftung, Transparenz und Interessenskonflikte reguliert?
- Worin bestehen Unterschiede und Gemeinsamkeiten in den geltenden Regulierungen?
- Welchen Einfluss hätte die Anwendbarkeit der aktuell auf EU-Ebene geltenden Regulierungen auf die Ethos Services AG – insbesondere in Bezug auf Haftung, Transparenz und Interessenskonflikte?
- Welchen Einfluss hätte die Anwendbarkeit der aktuell in den USA geltenden Regulierungen auf die Ethos Services AG – insbesondere in Bezug auf Haftung, Transparenz und Interessenskonflikte?
- Welche aktuell in den USA und auf EU-Ebene geltenden Regulierungen könnte die Schweiz übernehmen?
- Was hat die Schweiz bei der Regulierung zusätzlich zu beachten?

1.3 Abgrenzung

Auf die grundlegende Analyse eines möglichen Regulierungsansatzes von europäischen und amerikanischen Proxy-Firmen, die keinen Schweizer Sitz haben oder keine Zweigniederlassung in der Schweiz besitzen, wird bewusst verzichtet, da dies den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde. Der Fokus liegt auf Proxy Advisors mit Schweizer Sitz oder Zweigniederlassung in der Schweiz.

Aus denselben Gründen wird darauf verzichtet, die Umsetzung der auf EU-Ebene angenommenen Regulierungen einzelner Mitgliedstaaten zu untersuchen. Im Länderbericht der USA wird auf die nationale Gesetzgebung fokussiert und auf die Untersuchung von weitergehenden Regulierungen einzelner Bundesstaaten verzichtet.

1.4 Forschungsansatz

Das beschriebene Fragenpaket[18] verlangt eine unterschiedliche Wahl an Forschungsmethoden, weshalb die Forschung in der vorliegenden Forschungsarbeit durch Kombination einer rechtswissenschaftlichen Analyse und einer eigenen Datenerhebung über Experteninterviews durchgeführt wird.

Im ersten Teil wird durch die rechtswissenschaftliche Forschungsmethode der konzeptionell-theoretische Rahmen geschaffen. Die gewonnen Ergebnisse und Erkenntnisse werden als Basis für den zweiten Teil herangezogen. Im Rahmen einer qualitativen Forschung werden durch Experteninterviews die Einflüsse auf die Ethos Services AG untersucht, die eine Anwendbarkeit der auf EU-Ebene und in den USA geltenden Regulierungen zur Folge hätte. Ebenfalls soll geklärt werden, welche Regulierungen übernommen werden könnten und was die Schweiz zusätzlich zu beachten hat. Die Methode der Experteninterviews wurde gewählt, weil die ausgewählten Experten/-innen aufgrund ihres besonderen Wissens in der Lage sind, Auswirkungen einer möglichen Rechtsübernahme genau zu benennen und mögliche Anknüpfungspunkte für die Regulierung in der Schweiz zu identifizieren. Im letzten Teil der Arbeit werden die aus der rechtswissenschaftlichen und qualitativen Forschungsmethode gewonnen Ergebnisse in einer Synthese zusammengeführt.

1.5 Forschungsmethodik

1.5.1 Funktionale Rechtsvergleichung

Der konzeptionell-theoretische Rahmen dieser Arbeit wird mittels einer funktionalen Rechtsvergleichung geschaffen. Mithilfe dieser Methode soll eruiert werden, wie fremde Rechtsordnungen ein bestimmtes Problem regeln, wobei auf die Beachtung von nationalen Systembegriffen verzichtet wird[19]. Nachdem die zu vergleichende Rechtsfrage formuliert wurde, wird die Rechtslage der vorgängig ausgewählten Rechtsordnungen (Schweiz, EU, USA) in einem Länderbericht dargestellt[20]. Nach Erstellung dieser Berichte werden sowohl die Unterschiede als auch die Gemeinsamkeiten der verschiedenen rechtlichen Lösungen

[18] siehe dazu Kapitel 1.2, S. 2 vorne.
[19] FORSTER, S. 104.
[20] KUNZ, S. 41.

miteinander verglichen und analysiert[21]. Abschluss der funktionalen Rechtsvergleichung bildet die Bewertung[22].

1.5.2 Experteninterview nach Helfferich

Um die Auswirkungen einer möglichen Anwendbarkeit, der heute auf EU-Ebene und in den USA geltenden Regulierungen auf die Ethos Services AG zu beleuchten, wird die qualitative Datenerhebungsmethode der Experteninterviews herangezogen. Ferner sollen die Experten/-innen einen möglichen Hinweis dafür geben, welche dieser Regulierungen die Schweiz übernehmen könnte und welche Aspekte sie bei der Regulierung weiter zu beachten hat. Bei dieser Methode wird den Interviewten ein besonderer Status zugeschrieben, weshalb sie in dieser Interviewform als Experten/-innen befragt werden[23]. Die spezielle Rollenzuweisung erfolgt in der vorliegenden Forschungsarbeit über die Berufsrollen der ausgewählten Personen[24].

In diesem Teil der Forschungsarbeit ist das Forschungsinteresse eher informationsbezogen, weshalb die Aussagen der Experten/-innen «als faktische Befunde»[25] aufgenommen werden können[26]. Die Interviews werden üblicherweise mithilfe eines Leitfadens durchgeführt, wobei die Fragen gezielt, spezifisch gestellt und deshalb weniger auf Erzählaufforderung ausgerichtet werden[27]. Zusätzlich stellt ein Leitfaden sicher, dass die Aussagen der Interviewten und die daraus gewonnen Erkenntnisse vergleichbar sind. Um zu klären, was die Schweiz von den heute auf EU-Ebene bzw. in den USA geltenden Regulierungen übernehmen könnte und welche Aspekte sie bei der Regulierung weiter zu beachten hat, werden die befragten Experten/-innen gebeten, die fiktive Rechtsübernahme sowie deren Auswirkungen zu kommentieren. Ebenso sollen sie erklären, worauf die Schweiz ihrer Ansicht nach bei der Regulierung besonders achten sollte.

[21] FORSTER, S. 105.
[22] FORSTER, S. 105.
[23] HELFFERICH, S. 570.
[24] vgl. HELFFERICH, S. 571.
[25] HELFFERICH, S. 570.
[26] HELFFERICH, S. 570.
[27] HELFFERICH, S. 571 f.

Die Experteninterviews wurden mit folgenden Personen geführt:

- 20. November 2020: Philipp Rosenauer, Head Legal Regulatory Implementation, Legal, PwC Switzerland[28] (PwC-Kontaktperson für Fragen zur SRD II[29])
- 25. November 2020: Vincent Kaufmann, Direktor und Head of Proxy Voting, Swiss ESG and Engagement ad interim, Ethos Stiftung und Ethos Services, Verwaltungsratsmitglied Proxinvest SAS (Paris) und Swiss Suistanable Finance[30]

1.5.3 Synthese

In diesem Teil der Forschungsarbeit werden die aus der funktionalen Rechtsvergleichung und den Experteninterviews gewonnen Erkenntnisse konsolidiert. Dies soll die Möglichkeit eröffnen, eine mögliche Stossrichtung für die Regulierung der Stimmrechtsberatung in der Schweiz aufzuzeigen.

[28] <www.pwc.ch/de/contacts/p/philipp-rosenauer.html>, besucht am: 27.12.2020.
[29] PwC, S. 16.
[30] <https://ethosfund.ch/de/uber-ethos/team>, «Vincent Kaufmann», besucht am: 27.12.2020.

2 Funktionale Rechtsvergleichung

2.1 Regulierung in der Schweiz

2.1.1 Geschichte

In der Schweiz fehlt es weitgehend an einer Regulierung der Proxy Advisory-Industrie[31]. Daran hat auch die grosse Schweizer Aktienrechtsrevision nichts geändert, da sie die Stimmrechtsberatung nicht erfasst[32]. Dieser fehlenden Regulierung soll die von der vereinigten Bundesversammlung angenommene[33] Motion Minder entgegenwirken[34]. Sie beauftragt den Bundesrat gem. Art. 120 Abs. 1 ParlG, eine Gesetzesänderung zur Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten der Stimmrechtsberater bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vorzulegen[35].

Aufgrund der weitgehend fehlenden Regulierung wird in den nachfolgenden Abschnitten untersucht, ob Proxy Advisors, sofern Schweizer Recht anwendbar ist, indirekt oder durch das Privatrecht einer Regulierung unterliegen. Ebenfalls untersucht wird, inwiefern eine Selbstregulierung der Proxy Advisory-Industrie besteht.

2.1.2 Selbstregulierung

Auf Ebene der Selbstregulierung sind die «Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften»[36] (nachfolgend Swiss Investors Code) vom 21. Januar 2013 zu erwähnen. Diese beschreiben die Best Practices, die bei Ausübung der Mitwirkungsrechte zu beachten sind[37]. Institutionelle Investoren und Proxy-Berater können sich diesen Richtlinien, die auf «comply or explain»-Basis funktionieren, freiwillig unterstellen[38]. In diesem Zusammenhang gilt es festzuhalten, dass der «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance»[39] für die Selbstunterstellung von Proxy Advisors und institutionellen Investoren kein «comply or explain»-Prinzip vorsieht, sondern sie lediglich

[31] vgl. REUTTER, S. 264; RIOULT, S. 1177; TROXLER, S. 223.
[32] TROXLER, S. 223; vgl. Votum Minder Thomas Amtl. Bull. SR 2019 1186.
[33] siehe dazu <www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/abstimmungen/wer-hat-wie-abgestimmt-im-nationalrat>, «Suche/Geschäfts-Nr.: 19.4122», besucht am: 29.12.2020.
[34] Motion Minder.
[35] Motion Minder.
[36] grundlegend dazu ASIP et al.
[37] <www.economiesuisse.ch/de/swissinvestorscode>, «Ziel und Zweck», besucht am 29.12.2020.
[38] <www.economiesuisse.ch/de/swissinvestorscode>, «Unterstellung», besucht am 29.12.2020.
[39] grundlegend dazu ECONOMIESUISSE.

dazu auffordert, den Swiss Investors Code zu berücksichtigen[40]. Aus der Schweizer Proxy Advisory-Landschaft bekennen sich die Ethos Stiftung, die SWIPRA und die zCapital AG zu diesen Richtlinien[41].

Für Stimmrechtsberatungsfirmen ist besonders der dritte Grundsatz des Swiss Investors Codes, welcher explizit den Beizug von Proxy Advisors durch institutionelle Investoren zulässt, von Bedeutung[42]. Nach diesem Grundsatz sind diese Investoren verpflichtet, den Proxy Advisor sorgfältig auszuwählen, ihn adäquat zu instruieren und zu überwachen, die erhaltenen Empfehlungen kritisch zu hinterfragen und ihn insbesondere auf potenzielle Interessenskonflikte zu überprüfen[43]. Sofern ein Interessenskonflikt vorliegt haben institutionelle Investoren dafür zu sorgen, dass Proxy Advisors diesen Konflikt offenlegen sowie Massnahmen ergreifen, die zu dessen Beseitigung geeignet sind[44]. Demgegenüber wird ein Proxy Advisor bei Abgabe einer Empfehlung zu einem kontroversen Thema verpflichtet, den betroffenen Emittenten vorab über seine Empfehlung zu informieren[45].

2.1.3 Indirekte Regulierung

2.1.3.1 Meldepflicht für die Offenlegung von Beteiligungen

Die Meldepflicht für die Offenlegung von Beteiligungen gem. Art. 120 FinfraG ist für Proxy Advisors, sofern sie keine Aktien der Emittenten halten, zu verneinen, weil es ihnen an der wirtschaftlichen Berechtigung gem. Art. 120 Abs. 1 FinfraG fehlt[46]. Auch unter dem vormals geltenden BEHG wurde die Anwendung der in Art. 20 BEHG statuierten Meldepflicht auf nichtwirtschaftlich Berechtigte durch das Bundesgericht verneint[47]. Eine etwaige Meldepflicht nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG bzw. Art. 120 Abs. 5 FinfraG kann bei Proxy Advisors ebenfalls ausgeschlossen werden[48]. Grund dafür ist, dass sie mangels Aktieneigentum über keine Stimmrechte verfügen[49]. Anders zu beurteilen ist die Situation, in welcher ein Proxy Advisor

[40] ECONOMIESUISSE, Ziff. 1 Abs. 4; vgl. HOCH, S. 492.
[41] <www.economiesuisse.ch/de/swissinvestorscode>, «Träger», besucht am: 29.12.2020.
[42] vgl. ASIP et al, Grds. 3.
[43] ASIP et al., Grds. 3.
[44] ASIP et al., Grds. 3.
[45] ASIP et al., Grds. 3.
[46] REUTTER, S. 247.
[47] BGer 2C_98/2013, E. 6.3 ff.; gl.A. RIOULT, S. 1175 f.
[48] REUTTER, S. 248.
[49] REUTTER, S. 248.

auch als Stimmrechtsvertreter an Generalversammlungen auftritt[50]. Es liegt sodann eine Meldepflicht vor, wenn er als Vertreter von Stimmrechten auftritt, die einen meldepflichtigen Schwellenwert überschreiten und von deren Aktien er der wirtschaftlich Berechtigte ist, dies bereits zum Zeitpunkt des entsprechenden Aktienerwerbs[51]. Ebenfalls zu bejahen wäre die Offenlegungspflicht für den Fall, dass sich Aktionäre/-innen und bevollmächtigte Proxy Advisors hinsichtlich einer Abstimmung koordinieren und die meldepflichtigen Schwellenwerte überschritten sind[52]. Demgegenüber liegt bei blosser Vollmachtserteilung keine Offenlegungspflicht gem. Art. 120 Abs. 5 FinfraG vor[53].

2.1.3.2 Treuhändervinkulierung

Die geltende Vinkulierungsordnung erfasst gem. Art. 685d Abs. 2 OR die Übertragung von Namenaktien. Nach erfolgreichem Erwerb und Eintrag als Aktionär/-in im Aktienbuch inkl. Stimmrecht, können die Erwerber/-innen grundsätzlich frei über ihre Aktienstimmen verfügen[54]. Werden zum Zeitpunkt, in dem das Anerkennungsgesuch durch die Erwerber/-innen eingereicht wird Dienstleistungen eines Proxy Advisors bezogen, stellt sich die Frage einer möglichen Anwendbarkeit von Art. 685d Abs. 2 OR[55]. Entscheidend ist, wer über das Aktienstimmrecht bestimmt[56]. Obwohl Proxy Advisors durch Abgabe ihrer Stimmempfehlungen einen starken Einfluss auf die Stimmabgabe ausüben, entscheiden die Aktionäre/-innen letztlich selbst, ob sie diesen Empfehlungen folgen. Die materielle Stimmkraft bleibt somit bei den Aktionären/-innen und wird nicht den Stimmrechtsberatern übertragen[57]. Ferner gilt es festzuhalten, dass den Shareholdern das Recht zustehen würde, nach den Wünschen eines Dritten und somit auch denen eines Proxy Advisors zu stimmen[58].

[50] REUTTER, S. 248 f.
[51] REUTTER, S. 249.
[52] REUTTER, S. 249.
[53] REUTTER, S. 249.
[54] TAUCHER, S. 238.
[55] TAUCHER, S. 238.
[56] TAUCHER, S. 239.
[57] BERTSCHINGER, S. 511.
[58] BGE 81 II 534, E. 4.

2.1.3.3 Insiderdelikte und Marktmanipulation

Insiderdelikte durch Proxy Advisors sind zwar denkbar[59], dennoch wenig wahrscheinlich[60]. Am wahrscheinlichsten wäre womöglich ein Insiderdelikt durch die Weitergabe von Insiderinformationen i.S.v. Art. 2 lit. j FrinfraG insbesondere in Fällen, in denen ein Proxy Advisor einen Emittenten in Corporate Governance-Fragen berät[61]. Eine solche Weitergabe wäre einerseits durch den aufsichtsrechtlichen Tatbestand nach Art. 142 Abs. 1 lit. b FinfraG und andererseits durch den Straftatbestand nach Art. 154 Abs. 1 lit. b FinfraG erfasst[62]. Zur Erfüllung des Straftatbestandes wäre gem. Art. 154 Abs. 2 und 3 zusätzlich die Absicht zur Verschaffung eines Vermögensvorteils notwendig. Auch die Tatbestände der Marktmanipulation gem. Art. 143 FinfraG bzw. Kursmanipulation gem. Art. 155 FinfraG wären theoretisch auf die Proxy Advisors anwendbar, wobei deren Erfüllung als sehr unwahrscheinlich gilt[63]. Deshalb wird in der vorliegenden Arbeit nicht weiter darauf eingegangen.

2.1.4 Haftung und Verantwortlichkeit

2.1.4.1 Vertragliche Haftung der Proxy Advisors

Der Vertrag zwischen Aktionären/-innen und Stimmrechtsberatern ist als einfacher Auftrag i.S.v. Art. 394 OR zu qualifizieren[64]. Damit wäre eine Haftung der Proxy Advisors als Folge einer Sorgfaltspflichtverletzung gem. 398 Abs. 1 OR denkbar. Obschon eine mangelhafte Auftragsausführung eines Proxy Advisors durchaus möglich ist[65], gilt sie als eher unwahrscheinlich[66]. Grund dafür ist der grosse Ermessenspielraum, der Proxy Advisors bei Ausarbeitung ihrer Empfehlungen zukommt sowie der fehlende Massstab zur objektiven Beurteilung der Qualität einer Abstimmungsempfehlung, da die Empfehlungen eines Proxy Advisors auf seinen eigens aufgestellten Normen beruhen[67]. Selbst wenn eine Unsorgfalt bewiesen werden könnte, wäre eine Haftung nach Art. 398 Abs. 1 OR auszuschliessen, da die Bestimmung des Schadens sowie der Nachweis der Kausalität zwischen der

[59] RIOULT, S. 1186 f.
[60] REUTTER, S. 249.
[61] REUTTER, S. 249 f.
[62] REUTTER, S. 250.
[63] REUTTER, S. 251; RIOULT, S. 1187.
[64] vgl. Forstmoser/Häusermann, S. 9; REUTTER, S. 255.
[65] REUTTER, S. 255; RIOULT, S 1188.
[66] REUTTER, S. 255.
[67] REUTTER, S. 255 f.

Sorgfaltspflichtverletzung und dem eingetretenen Schaden kaum gelingen dürfte[68]. Eine vertragliche Haftung der Proxy Advisors gegenüber den Emittenten ist mangels Vertrag auszuschliessen.

2.1.4.2 Ausservertragliche Haftung der Proxy Advisors

Eine ausservertragliche Haftung der Proxy Advisors aus unerlaubter Handlung gem. Art. 41 Abs. 1 OR ist sowohl gegenüber Aktionären/-innen[69] als auch gegenüber Emittenten[70] denkbar. Kumulative Voraussetzungen der Deliktshaftung nach Art. 41 Abs. 1 OR sind ein Vermögensschaden, das Vorliegen einer Widerrechtlichkeit, ein natürlicher und adäquater Kausalzusammenhang zwischen Widerrechtlichkeit und Schaden sowie ein Verschulden[71]. Eine erfolgreiche Inanspruchnahme der Proxy Advisors gestützt auf Art. 41 Abs. 1 OR dürfte jedoch ausgeschlossen werden[72]. Der Nachweis des Schadens und des Kausalzusammenhangs dürfte, wie bereits für die vertragliche Haftung beschrieben[73], kaum gelingen. Die Widerrechtlichkeit müsste mittels Verletzung einer Schutznorm bewiesen werden[74]. Der Bestand einer solchen Schutznorm ist allerdings nicht ersichtlich[75]. Ebenfalls auszuschliessen ist die Vertrauenshaftung der Proxy Advisors[76].

2.1.4.3 Aktienrechtliche Verantwortlichkeit

Zu prüfen ist, ob Proxy Advisors als faktische Organe[77] qualifiziert werden können[78]. Da faktische Organe ebenfalls von der Passivlegitimation von Art. 754 Abs. 1 OR erfasst sind[79], würden Stimmrechtsberater der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit gem. Art. 754 Abs. 1 OR unterliegen[80]. Um allerdings eine Haftung gestützt auf Art. 754 Abs. 1 OR durchsetzen zu können, müssten die weiteren Haftungsvoraussetzungen[81] ebenfalls erfüllt sein[82]. Eine solche

[68] REUTTER, S. 256; RIOULT, S. 1187.
[69] RIOULT, S. 1188 f.
[70] REUTTER, S. 252 ff.; RIOULT, S. 1187.
[71] FISCHER, N 14 ff. zu Art. 41 OR.
[72] REUTTER, S. 254 f.; RIOULT, S. 1188 f.
[73] siehe dazu Kapitel 2.1.4.1, S. 10 vorne.
[74] RIOULT, S. 1189.
[75] REUTTER, S. 254; RIOULT, S. 1189.
[76] REUTTER, S. 252 ff.; WOHLMANN/GERBER, S. 295.
[77] grundlegend dazu LUTERBACHER, N 8 zu Art. 754 OR.
[78] RIOULT, S. 1187.
[79] LUTERBACHER, N 7 Art. 754 OR.
[80] RIOULT, S. 1187.
[81] grundlegend dazu LUTERBACHER, N 20 ff. zu Art. 754 OR.
[82] RIOULT, S. 1188.

Erfüllung ist gestützt auf den vorangehenden Ausführungen[83] kaum anzunehmen[84]. Aus diesem Grund kann die Frage der Qualifikation an dieser Stelle offengelassen werden.

2.2 Regulierung auf EU-Ebene

2.2.1 Geschichte

In ihrem 2011 publizierten Grünbuch[85] zum Europäischen Corporate Governance-Rahmen stellte die Europäische Kommission fest, dass institutionelle Investoren für Abstimmungs- und Stimmrechtsvertretungsfragen oder Corporate Governance-Ratings oftmals auf die Dienste von Proxy Advisors zurückgreifen[86]. Anlegende und Unternehmen, die Ziel einer Investition sein sollen, waren sich während der Ausarbeitung dieses Grünbuchs einig, dass die Transparenz der Proxy Advisors hinsichtlich der von ihnen angewandten Methoden zur Ausarbeitung ihrer Beratung ungenügend sei[87]. In diesem Grünbuch wurden ebenfalls Bedenken bezüglich möglicher Interessenskonflikte festgehalten, wenn Proxy-Firmen zusätzlich als Corporate Governance-Berater auftreten oder Beratungen zu Aktionärsbeschlüssen abgeben, die ihre Kunden/-innen vorschlagen[88].

Ein Jahr später publizierte die ESMA ihr «Discussion Paper», das einen Überblick über die Proxy Advisory-Industrie sowie Überlegungen zu möglichen politischen Optionen beinhaltete[89]. Die ESMA erläuterte darin u.a. den damals aktuellen, regulatorischen Rahmen in der EU und hielt fest, dass es innerhalb Europas noch keine Regeln auf EU-Ebene gab, die direkt für Stimmrechtsberater galten[90].

Im Jahre 2013 veröffentlichte die ESMA ihren «Final Report» zur Stellung der Proxy Advisory-Industrie[91]. Darin kam sie zum Schluss, dass zum damaligen Zeitpunkt keine Hinweise für ein eindeutiges Marktversagen im Zusammenhang mit den Tätigkeiten der Proxy Advisory-Industrie bestanden, soweit diese die Investitionskette zwischen Investoren und Emittenten

[83] siehe dazu Kapitel 2.1.4.1, S. 10 vorne; Kapitel 2.1.4.2, S. 11 vorne.
[84] vgl. RIOULT, S. 1188; WOHLMANN/GERBER, S. 295.
[85] siehe dazu <eur-lex.europa.eu/summary/glossary/green_paper.html?locale=de>, besucht am: 11.12.2020.
[86] Grünbuch, S. 17.
[87] Grünbuch, S. 17.
[88] Grünbuch, S. 17.
[89] grundlegend dazu ESMA Discussion Paper.
[90] ESMA Discussion Paper, Rz. 95.
[91] grundlegend dazu ESMA Final Report.

betrafen[92]. Folglich wurden zu diesem Zeitpunkt keine verbindlichen Massnahmen als notwendig erachtet[93]. Aufgrund der erhaltenen Rückmeldung hielt die ESMA dennoch fest, dass eine grosse Anzahl der Marktteilnehmer die Förderung eines Verhaltenskodex auf europäischer Ebene begrüssen würde[94]. Deshalb entschied sie sich, die Proxy Advisory-Industrie mittels Ausarbeitung eines eigenen Codes of Conduct zur Selbstregulierung zu motivieren[95]. In diesem Zusammenhang erarbeitete sie zur Unterstützung bereits eine Reihe von Prinzipien[96], die als Orientierungshilfen dienen sollten[97].

2.2.2 Selbstregulierung

Nach Veröffentlichung des «ESMA Final Reports» gründeten Mitglieder der Proxy Advisory-Industrie, darunter sowohl europäische als auch amerikanische Proxy Advisors wie z.B. Glass Lewis & Co. und ISS, die «Best Practice Principles Group»[98]. Deren Ziel war die Entwicklung von «Best Practice Principles for Provides of Shareholder Voting Research & Analysis», welche die Mitglieder auf «comply or explain»-Basis[99] annehmen sollten[100]. Die im Jahre 2014 entwickelten Prinzipien wurden 2019 überarbeitet und ersetzt[101]. In den nachfolgenden Kapiteln werden die einzelnen Prinzipien aufgezeigt. Genauere Erläuterungen zur Anwendung dieser Prinzipien können im Anwendungsleitfaden zu den Best Practice Principles gefunden werden[102].

2.2.2.1 BPP one: Service Quality

Die Unterzeichnenden sollten über Research-Methoden und gegebenenfalls hauseigene Abstimmungsrichtlinien verfügen und diese öffentlich bekannt geben[103]. Gemäss dem Prinzip der «Service Quality» ist folgendes von den BPP-Unterzeichnenden offenzulegen:

- die wesentlichen Merkmale der angewandten Methoden und Modelle[104]

[92] ESMA Final Report, Rz. 106.
[93] ESMA Final Report, Rz. 106.
[94] ESMA Final Report, Rz. 107.
[95] ESMA Final Report, Rz. 14.
[96] grundlegend dazu ESMA Final Report, Rz. 18 ff.
[97] ESMA Final Report, Rz. 15.
[98] BPPG, Principles 2014, S. 3.
[99] BPPG, Principles 2014, S. 7.
[100] BPPG, Principles 2014, S. 10.
[101] BPPG, Principles 2019, S. 4.
[102] siehe dazu BPPG, Principles 2019, S. 16 ff.
[103] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[104] BPPG, Principles 2019, S. 10.

- die verwendeten Hauptinformationsquellen[105]
- die eingerichteten Verfahren zur Sicherstellung der Qualität des Researchs, der Beratung und der Abstimmung[106]
- die Erfahrung und Qualifikation der involvierten Mitarbeiter/-innen[107]
- ob, und wenn ja, wie rechtliche, regulatorische, unternehmensspezifische sowie nationale Marktbedingungen berücksichtigt werden und wie dies zu globalen Standards der Corporate Governance und Rahmenbedingungen der «Investor Stewardship» steht[108]
- die wesentlichen Merkmale der hauseigenen Abstimmungsrichtlinien, die für jeden Markt angewendet werden[109]
- wie sie ihre Klientel über wesentliche sachliche Fehler oder Überarbeitungen von Researchs, Analysen oder Abstimmungsempfehlungen nach der Research-Publikation informieren[110]

2.2.2.2 BPP two: Conflicts of Interest Avoidance or Management

BPP-Unterzeichnende sollten über Richtlinien zu Interessenskonflikten verfügen und diese öffentlich bekannt geben[111]. Darin sollen sie ihre Verfahren zur Vermeidung oder Behandlung potenzieller oder tatsächlicher Interessenkonflikte, die im Zusammenhang mit der Dienstleistungserbringung auftreten können, im Einzelnen aufführen[112].

Ferner sollen sie über ein Verfahren verfügen, mit dem sie tatsächliche oder potenzielle Interessenkonflikte oder Geschäftsbeziehungen, die die Erstellung ihres Researchs, ihrer Beratung oder ihrer Abstimmungsempfehlungen beeinflussen können, identifizieren und gegenüber ihrer Klientel unverzüglich offenlegen[113]. Die Massnahmen, die sie zur Beseitigung, Abschwächung und Handhabung tatsächlicher oder potenzieller Interessenkonflikte ergriffen haben, sollen davon ebenfalls umfasst werden[114].

[105] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[106] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[107] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[108] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[109] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[110] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[111] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[112] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[113] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[114] BPPG, Principles 2019, S. 11.

2.2.2.3 BPP three: Communications Policy

Dieses Prinzip sieht vor, dass die Unterzeichnenden ihren Ansatz zur Kommunikation mit den Emittenten, Aktionärsvertretenden, anderen Stakeholdern, Medien und der Öffentlichkeit erläutern[115]. Dazu sollen sie ihre Richtlinien für den Dialog mit den Emittenten, Aktionärsvertretenden und anderen Stakeholdern offenlegen[116]. Ebenfalls sollten sie ihre Kunden/-innen in ihrem Research-Bericht über die Art des Dialogs mit relevanten Parteien informieren, was auch die Ergebnisse dieses Dialogs beinhalten kann[117]. Zur Anwendung dieses Prinzips ist festzuhalten, dass die primäre Rechenschaftspflicht gegenüber den Anlegenden weiterhin oberste Priorität geniesst[118]. Diese Pflicht besteht in der Bereitstellung eines qualitativ hochwertigen Researchs, was den Kunden/-innen ermöglicht, den Research und/oder die Analyse rechtzeitig vor Abstimmungsfrist der Generalversammlung zu prüfen[119].

2.2.3 Regulierung durch die Shareholder Rights Directive II

Als legislative Antwort auf die Weltfinanzkrise Ende der 2000er Jahre und diverse Corporate Governance-Skandale, wie z.B. die «Panama Papers»[120], erliess die EU im Jahre 2017, als Änderung[121] der bestehenden EU-Richtlinie 2007/36/EG, die Richtlinie (EU) 2017/828 (nachfolgend auch SRD II)[122]. Durch die SRD II soll insbesondere das langfristige Engagement von Aktionären/-innen gefördert werden[123]. Ebenso soll die Transparenz im Abstimmungsprozess hinsichtlich der Stimmrechtsvertretung und Aktionärsidentifizierung sowie der Dialog zwischen den Emittenten und Investoren verbessert werden[124].

Die SRD II befasst sich zudem mit den Stimmrechtsberatern. Demnach sollten sie in Anbetracht ihrer Bedeutung Transparenzanforderungen unterliegen[125]. Die dazu festgelegten Anforderungen finden gem. Art. 3j Abs. 4 Richtlinie (EU) 2017/828 auch auf Proxy Advisors Anwendung, die ihre Hauptverwaltung oder in ihren Sitz in Drittländern haben und ihre

[115] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[116] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[117] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[118] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[119] BPPG, Principles 2019, S. 11.
[120] grundlegend dazu OBERMAYER et al.
[121] Art. 1 Richtlinie (EU) 2017/828.
[122] PWC, S. 4.
[123] Art. 1 Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828.
[124] PWC, S. 4.
[125] Richtlinie (EU) 2017/828, Rz. 26.

Tätigkeiten über eine Niederlassung in der EU ausüben. Damit soll verhindert werden, dass Stimmrechtsberatern aus Unionsländern ein Wettbewerbsnachteil entsteht[126].

Die in Art. 3j Richtlinie (EU) 2017/828 aufgestellten Transparenzanforderungen sollen durch die Europäische Kommission hinsichtlich der Angemessenheit des Anwendungsbereichs und der Wirksamkeit überprüft werden[127]. Ein entsprechender Bericht, indem auch zu klären ist, ob Proxy Advisors anderen Regulierungsanforderungen unterstellt werden müssen, muss bis zum 10. Juni 2023 publiziert werden[128].

2.2.3.1 Anwendung eines Verhaltenskodex

Die EU-Mitgliedstaaten müssen sicherstellen, dass sich Proxy Advisors auf ihren Websites öffentlich auf einen Verhaltenskodex beziehen sowie über dessen Anwendung Bericht erstatten[129]. Bei Abweichung des von ihnen angewendeten Verhaltenskodex müssen sie darauf hinweisen, von welchen Empfehlungen abgewichen wurde und welche Gründe zur Abweichung geführt haben[130]. Gegebenenfalls können Proxy-Firmen die von ihnen getroffenen Alternativmassnahmen darlegen[131]. Wird auf die Anwendung eines Verhaltenskodex verzichtet, ist die Nichtanwendung unmissverständlich zu begründen[132].

2.2.3.2 Informationspflichten

Weitere Transparenzanforderung beziehen sich auf die Kundeninformation. Demnach müssen die Mitgliedstaaten sicherstellen, dass Proxy Advisors jährlich Informationen auf ihren Websites zugunsten ihrer Klientel öffentlich machen, die die Vorbereitung ihrer Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen umfassen[133]. Von dieser Informationspflicht wird folgendes umfasst:

- «die wesentlichen Merkmale der von ihnen verwendeten Methoden und Modelle»[134]
- «ihre Hauptinformationsquellen»[135]

[126] Richtlinie (EU) 2017/828, Rz. 27.
[127] Art. 3k Abs. 2 Richtlinie (EU) 2017/828.
[128] Art. 3k Abs. 2 Richtlinie (EU) 2017/828.
[129] Art. 3j Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828.
[130] Art. 3j Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828.
[131] Art. 3j Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828.
[132] Art. 3j Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828.
[133] Art. 3j Abs. 2 Richtlinie (EU) 2017/828.
[134] Art. 3j Abs. 2 lit. a Richtlinie (EU) 2017/828.
[135] Art. 3j Abs. 2 lit. b Richtlinie (EU) 2017/828.

- «die eingerichteten Verfahren zur Sicherstellung der Qualität und Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen sowie Qualifikation der beteiligten Mitarbeiter»[136]
- «ob und gegebenenfalls wie sie nationale Marktbedingungen sowie rechtliche, regulatorische und unternehmensspezifische Bedingungen berücksichtigen»[137]
- «die wesentlichen Merkmale der verfolgten Stimmrechtspolitik für die einzelnen Märkte»[138]
- «ob sie einen Dialog mit den Gesellschaften, die ihre Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen betreffen, und mit den Interessensträgern der Gesellschaft unterhalten und gegebenenfalls welchen Ausmasses und welcher Art dieser Dialog ist»[139]
- «die Vorgehensweise im Hinblick auf die Vermeidung und Behandlung potenzieller Interessenskonflikte»[140]

Die veröffentlichten Informationen[141] müssen ab deren Veröffentlichung für mindestens drei Jahre auf den Websites der Stimmrechtsberater kostenfrei zugänglich sein[142].

2.2.3.3 Interessenskonflikte

Die Mitgliedsstaaten müssen sicherstellen, dass Interessenskonflikte sowie Geschäftsbeziehungen, die in der Lage sind, Stimmrechtsberater in der Vorbereitung ihrer Recherchen, in ihren Beratungen oder in ihren Stimmempfehlungen zu beeinflussen, offengelegt werden[143]. Von der Offenlegungspflicht umfasst werden sowohl tatsächliche als auch potenzielle Interessenskonflikte[144]. Solche Fallkonstellationen sind von den Proxy-Firmen zu identifizieren und deren Bestand unverzüglich ihren Kunden/-innen anzuzeigen[145].

[136] Art. 3j Abs. 2 lit. c Richtlinie (EU) 2017/828.
[137] Art. 3j Abs. 2 lit. d Richtlinie (EU) 2017/828.
[138] Art. 3j Abs. 2 lit. e Richtlinie (EU) 2017/828.
[139] Art. 3j Abs. 2 lit. f Richtlinie (EU) 2017/828.
[140] Art. 3j Abs. 2 lit. g Richtlinie (EU) 2017/828.
[141] grundlegend dazu Art. 3j Abs. 2 lit. a – g Richtlinie (EU) 2017/828.
[142] Art. 3j Abs. 2 Richtlinie (EU) 2017/828.
[143] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828.
[144] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828.
[145] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828.

Ferner muss über die getroffenen Massnahmen informiert werden, welche die potenziellen oder tatsächlichen Interessenskonflikte behandeln, mildern oder ausräumen[146].

2.3 Regulierung in den USA

2.3.1 Geschichte

Während mehr als eines Jahrzehnts beschäftigte sich die nationale Regulierungsbehörde SEC mit der Frage, ob und wie die Tätigkeit von Stimmrechtsberatern, insbesondere diejenige der ISS und Glass Lewis & Co., reguliert werden könnte[147]. Bereits im Jahre 2010 vertrat die SEC den Standpunkt, dass die Stimmrechtsberatung eine «solicitation»[148], die der Regulierung gemäss Abschnitt 14 des Securities Exchange Act unterliegt, darstellen könnte[149].

Am 22. Juli 2020 beschloss die SEC die Annahme von Zusatzartikeln zum Securities Exchange Act, um die Tätigkeit der Stimmrechtsberater stärker zu regulieren[150]. Wie bereits erwähnt, war die SEC bereits vor Annahme dieser Zusatzartikel der Ansicht, dass die Tätigkeit der Proxy Advisors eigentlich eine «solicitation» gem. 17 CFR 240.14a-1 darstellt[151]. Dies wurde allerdings erst durch diese Zusatzartikel kodifiziert[152]. Die SEC stellte damit klar, dass die Begriffe «solicit» und «solicitation» gem. 17 CFR 240.14a-1(l)(1)(iii)(A) jede Form der Stimmrechtsberatung, in der den Shareholdern eine Empfehlung abgegeben und die von einer Person erbracht wird, die ihr Fachwissen als Anbieter/-in einer solchen Beratung getrennt von anderen Formen der Anlageberatung gegen eine Gebühr anbietet, miteinschliesst[153].

Um die Abgabe von Stimmrechtsberatungen durch externe Berater/-innen, die ihre Beratung lediglich als Antwort auf eine unaufgeforderte Anfrage erteilen, explizit vom Anwendungskreis auszuschliessen, beschloss die SEC Änderungen von 17 CFR 240.14a-1(l)(2)[154]. Die Erteilung einer solchen Beratung fällt demnach nicht unter die Begriffe «solicit» und «solicitation»[155].

---

[146] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828.
[147] GRABAR et al., S. 1.
[148] grundlegend dazu 17 CFR 240.14a-1(i).
[149] GRABAR et al., S. 2.
[150] BELL/MITTENESS/HWANG.
[151] SEC Guidance and Interpretation, S. 47416 ff.
[152] SEC Final Proxy Rules, S. 55082.
[153] SEC Final Proxy Rules, S. 55091.
[154] SEC Final Proxy Rules, S. 55095.
[155] SEC Final Proxy Rules, S. 55095.

Die neuen Regelungen sind per 2. November 2020 in Kraft[156], müssen jedoch erst ab dem 1. Dezember 2021 eingehalten werden[157]. Damit erlangen sie zur Proxy-Saison 2022 allgemeine Gültigkeit[158].

2.3.2 Disclosure and filing requirements of federal Proxy rules

Vor Annahme der Amendements handelten die Proxy-Firmen stets in der Annahme, dass Ihre Tätigkeit keine «solicitation» darstellt und sie demnach nicht den «information and filing requirements» unterliegen, die nach den bundesstaatlichen Proxy-Regeln für die Stimmrechtsvertretung gelten[159]. Sie beriefen sich dabei typischerweise auf die Ausnahmen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(1) und 17 CFR 240.14a-2(b)(3)[160]. Obwohl Proxy Advisors durch Annahme der Zusatzartikel stärker reguliert werden sollten, sah die SEC davon ab, Stimmrechtsberater den «information and filing requirements» zu unterwerfen[161]. Sie hielt fest, dass das Ziel, den Aktionären/-innen einen Zugang zu transparenteren, genaueren und vollständigeren Informationen zu gewährleisten, keine Anwendung der «information and filing requirements» verlange[162]. Proxy Advisors sollten sich demnach auch nach Einführung der Zusatzartikel weiterhin auf die Ausnahmen der «information and filing requirements» berufen können[163], sofern sie die in 17 CFR 240.14a-2(b)(9) neu geschaffenen Bedingungen erfüllen. Diese neuen Vorschriften werden in den nachfolgenden Abschnitten genauer beleuchtet.

2.3.2.1 Conflicts of Interest Disclosure

Jede Gesellschaft die Proxy-Empfehlungen abgibt muss gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i) mögliche Konstellationen von Interessenskonflikten in ihren Empfehlungen oder im elektronischen Medium, das sie zur Datenübermittlung verwendet, offenlegen.

[156] SEC Final Proxy Rules, S. 55082.
[157] SEC Final Proxy Rules, S. 55122.
[158] BELL/MITTENESS/HWANG, «Transition Period».
[159] GRABAR et al., S.2.
[160] BELL/MITTENESS/HWANG, «Amendments to the Exemptions from Filing Requirements Under Rule 14a-2(b)».
[161] SEC Final Proxy Rules, S. 55085.
[162] SEC Final Proxy Rules, S. 55085.
[163] SEC Final Proxy Rules, S. 55085.

Diese Offenlegung muss folgendes beinhalten:

- Jegliche Informationen bezüglich wesentlicher Interessen, Transaktionen oder Beziehungen des Proxy-Unternehmens oder einer Tochtergesellschaft, die die Objektivität bei Abgabe der Proxy-Empfehlung zu beeinträchtigen vermag[164]
- Alle Richtlinien und Verfahren, die zur Identifizierung von solchen wesentlichen Interessenkonflikten, die sich aus derartigen Interessen, Transaktionen oder Beziehungen ergeben, verwendet wurden sowie die Schritte die unternommen werden, um diese wesentlichen Interessenskonflikte zu lösen[165]

Es wurde bewusst eine prinzipienbasierte Formulierung gewählt, um eine Vielzahl von Umständen zu erfassen, die möglicherweise nicht innerhalb vorher festgelegter Parameter liegen, aber dennoch die Objektivität der Proxy Advisors beeinflussen könnten[166]. Ferner eröffnet die gewählte Formulierung den Stimmrechtsberatern die Möglichkeit, nach eigenem Ermessen zu bestimmen, welche Situationen offengelegt werden müssen und, bei Vorliegen von Interessenskonflikten, welche fallspezifischen Einzelheiten mitzuteilen sind[167]. Entscheidend für die Beurteilung eines Offenlegungserfordernisses ist, ob die Informationen in Bezug auf die Objektivität der Proxy Advisors wesentlich sind[168].

2.3.2.2 Notice of Proxy voting Advice and Response

Die weiteren Anforderungen, die ein Proxy Advisor seit Einführung der Zusatzartikel erfüllen muss um sich weiterhin auf die Ausnahmen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(1) und 17 CFR 240.14a-2(b)(3) stützen zu können, sind prozeduraler Natur[169]. Die prozeduralen Anforderungen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii) zielen einerseits auf die Beziehung zwischen Proxy Advisor und Emittent sowie andererseits auf diejenige zwischen Proxy Advisor und dessen Klientel ab[170].

[164] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i)(A).
[165] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i)(B).
[166] SEC Final Proxy Rules, S. 55099.
[167] SEC Final Proxy Rules, S. 55099.
[168] SEC Final Proxy Rules, S. 55099.
[169] GRABAR et al., S. 4.
[170] GRABAR et al., S. 4.

Die prozeduralen Anforderungen werden durch die «Guidance for Investment Advisers»[171] ergänzt[172]. Sie beinhalten die Pflichten von Investitionsberatern/-innen, wenn sie sich zur Unterstützung, für die Ausübung ihrer Stimmrechte, eines Proxy Advisors bedienen[173].

Company Access to Voting Advice

Proxy Advisors müssen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A) schriftliche Richtlinien und Verfahren einrichten und diese öffentlich bekannt machen, die in angemessener Weise darauf ausgerichtet sind zu gewährleisten, dass Emittenten, die Gegenstand einer Stimmempfehlung sind, die abgegebene Empfehlung vor oder zum Zeitpunkt der Abgabe an die Proxy-Klientel erhalten[174].

Darüber hinaus enthält 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iii) eine nicht ausschliessliche «safe harbor»[175] Bestimmung[176]. Wird diese Bestimmung durch die Proxy Advisors eingehalten, so wird diesen versichert, dass sie die prinzipienbasierten Anforderungen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A) eingehalten haben[177]. In dieser «safe harbor» Bestimmung gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iii) wird davon ausgegangen, dass die prozeduralen Anforderungen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A) eingehalten werden, wenn Proxy Advisors über schriftliche Richtlinien und Verfahren verfügen, die so gestaltet sind, dass den Emittenten spätestens zum Zeitpunkt der Stimmempfehlungsabgabe an die Proxy-Klientel eine Kopie der Empfehlung kostenlos zugestellt wird.

Die einzurichtenden Richtlinien und Verfahren können gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iii)(A) die Bedingung enthalten, dass Emittenten ihr definitives «proxy statement»[178] mindestens 40 Kalendertage vor der Generalversammlung eingereicht haben. Ferner können sie gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iii)(B) verlangen, dass der Emittent bestätigt, die abgegebene Kopie der Stimmempfehlungen nur für interne Zwecke zu gebrauchen und diese nicht zu veröffentlichen oder weiterzugeben.

---

[171] grundlegend dazu SEC Guidance Investment Advisers; SEC Supplement Guidance Investment Advisers.
[172] GRABAR et al., S. 4.
[173] GRABAR et al., S. 5.
[174] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A).
[175] grundlegend dazu <www.law.cornell.edu/wex/safe_harbor>, besucht am: 27. Dezember 2020.
[176] SEC Final Proxy Rules, S. 55110.
[177] SEC Final Proxy Rules, S. 55110.
[178] siehe dazu 17 CFR 240.14a-1(g).

Client Access to the Company's Response

Proxy Advisors müssen mit ihren eingerichteten und veröffentlichten, schriftlichen Richtlinien gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(B) ebenfalls sicherstellen, dass sie ihrer Kundschaft einen Mechanismus zur Verfügung stellen, durch den erwartet werden kann, dass die Proxy-Kunden/-innen rechtzeitig vor der Generalversammlung Kenntnis über schriftliche Stellungnahmen der Emittenten zur abgegeben Stimmempfehlung erhalten[179]. Hierzu enthält 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iv) eine nicht ausschliessliche «safe harbor» Bestimmung, in welcher zwei verschiedene Methoden festgelegt werden, mit denen Proxy Advisors ihrer Kundschaft die Mitteilung des Emittenten zukommen lassen können[180]. Eine Möglichkeit besteht gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iv)(A) darin, die notwendigen Informationen über die eigene elektronische Plattform zugänglich zu machen. Ebenfalls möglich ist die Anzeige der notwendigen Informationen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iv)(B) via E-Mail oder auf einem anderen elektronischen Wege. In beiden Fällen soll, sofern verfügbar, mittels Hyperlink auf in Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System (EDGAR)[181] hochgeladene Informationen verwiesen werden[182].

Ausnahmen

Die in 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii) festgelegten prozeduralen Anforderungen finden gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(v) keine Anwendung, sofern die Stimmempfehlung der Proxy Advisors auf kundenspezifischen Abstimmungsrichtlinien beruht, die Eigentum der Proxy-Kunden/-innen sind. Ebenfalls ausgeschlossen sind die in 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii) festgelegten Anforderungen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iv) für die Erteilung einer Stimmempfehlung zu bestimmten Fusionen und Übernahmen[183] oder strittigen Angelegenheiten wie z.B. angefochtene Direktorenwahlen[184].

[179] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(B).
[180] SEC Final Proxy Rules, S. 55113 f.
[181] siehe dazu <www.sec.gov/edgar/about>, besucht am: 27. Dezember 2020.
[182] SEC Final Proxy Rules, S. 55114.
[183] siehe dazu 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(vi) i.V.m. 17 CFR 230.145(a).
[184] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(vi); SEC Final Proxy Rules, S. 55115.

2.3.3 False or misleading statements

Die Vorschriften bezüglich falscher oder irreführender Aussagen gem. 17 CFR 240.14a-9, welche die Betrugsbekämpfungsvorschriften der Proxy-Regeln darstellen[185], finden auf alle Arten der «solicitation» Anwendung[186]. Demnach müssen sich auch Proxy Advisors für falsche oder irreführende Aussage verantworten[187]. Diese Vorschriften finden selbst auf Proxy Advisors Anwendung, die sich erfolgreich auf die Ausnahmen gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(1) und 17 CFR 240.14a-2(b)(3) berufen und somit nicht den «information and filing requirements» unterliegen[188]. Die Vorschriften in 17 CFR 240.14a-9(a) verbieten, dass eine «proxy solicitation» zum Zeitpunkt und in Anbetracht der Umstände unter denen sie gemacht wurde, falsche oder irreführende Aussagen bezüglich wesentlicher Tatsachen beinhaltet. Ferner dürfen in einer solchen «solicitation» gem. 17 CFR 240.14a-9(a) auch keine wesentlichen Tatsachen verschwiegen werden, die notwendig sind, damit die darin enthaltenen Aussagen nicht falsch oder irreführend sind[189].

Vorschrift 17 CFR 240.14a-9 enthielt bereits vor Annahme der Zusatzartikel eine Liste mit Beispielen, die als falsche oder irreführende Aussagen im Sinne dieser Vorschrift verstanden werden. Dazu zählen:

- Vorhersagen über bestimmte, zukünftige Marktwerte[190]
- Materialien, die den Charakter, die Integrität oder den persönlichen Ruf direkt oder indirekt angreifen sowie Materialien, die, ohne sachliche Grundlagen, direkte oder indirekte Anschuldigungen bezüglich unangemessenen, illegalen oder unmoralischen Verbindungen oder Verhalten erheben[191]
- Das Versäumnis, eine Vollmachtserklärung, ein Vollmachtsformular und andere Werbematerialien so zu kennzeichnen, dass sie sich deutlich von den Werbematerialien irgendeiner anderen Person, die für dieselbe Versammlung oder dasselbe Thema wirbt, unterscheiden[192]

[185] SEC Final Proxy Rules, S. 55084.
[186] SEC Final Proxy Rules, S. 55121.
[187] SEC Final Proxy Rules, S. 55121.
[188] SEC Final Proxy Rules, S. 55119.
[189] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i).
[190] 17 CFR 240.14a-9 Note a.
[191] 17 CFR 240.14a-9 Note b.
[192] 17 CFR 240.14a-9 Note c.

- Vor einer Versammlung getätigte Behauptungen bezüglich der Ergebnisse einer «solicitation»[193]

Durch Annahme der Zusatzartikel wurde die Liste um ein weiteres Beispiel ergänzt[194]. Neu gilt für Stimmrechtsberater, die unter 17 CFR 240.14a-1(l)(1)(iii)(A) fallen, eine Unterlassung der Offenlegung wesentlicher Informationen, wie z.B. ihre Informationsquellen, Details über die angewandten Methoden und Verfahren sowie Informationen zu Interessenskonflikten, als falsche oder irreführende Aussage i.S.v. 17 CFR 240.14a-9[195].

2.4 Unterschiede und Gemeinsamkeiten

2.4.1 Selbstregulierung

Es fällt auf, dass sowohl in der Schweizer als auch in der europäischen Proxy Advisory-Landschaft eine gewisse Selbstregulierung besteht. Zum Zweck der Selbstregulierung schlossen sich in der EU, auf Nachdruck der ESMA[196], mehrere Proxy Advisors zum BPPG zusammen[197]. Auch in der Schweiz haben sich mehrere Stimmrechtsberater zusammen mit institutionellen Investoren zwecks Selbstregulierung zusammengeschlossen und entsprechende Richtlinien erarbeitet[198]. In beiden Fällen verpflichten sich die Mitglieder bzw. Unterzeichnenden, die erarbeiteten Richtlinien auf «comply or explain»-Basis anzuwenden[199]. Die Tragweite der erarbeiteten Richtlinien kann indes nicht miteinander verglichen werden. Während sich die BPP ausschliesslich an Proxy Advisors richten[200], zielt der Swiss Investors Code primär auf institutionelle Investoren ab[201]. Die durch die BPPG aufgestellten Grundsätze führen durch Offenlegungsvorschriften zu einer erhöhten Transparenz der Proxy Advisors und regeln insbesondere auch die Offenlegung und Handhabung von Interessenkonflikten[202]. Demgegenüber werden Stimmrechtsberater im Swiss Investors Code lediglich am Rande erfasst. Sie werden namentlich nur dazu verpflichtet, den betroffenen Emittenten bei Abgabe

[193] 17 CFR 240.14a-9 Note d.
[194] SEC Final Proxy Rules, S. 55121.
[195] 17 CFR 240.14a-9 Note e.
[196] vgl. ESMA Final Report, Rz. 14.
[197] BPPG, Principles 2014, S. 3.
[198] grundlegend dazu ASIP et al.
[199] BPPG, Principles 2014, S. 10; <www.economiesuisse.ch/de/swissinvestorscode>, «Unterstellung», besucht am: 29.12.2020.
[200] vgl. BPPG, Principles 2019.
[201] vgl. <www.economiesuisse.ch/de/swissinvestorscode>, «Ziel und Zweck», besucht am: 29.12.2020.
[202] BPPG, Principles 2019, S. 10 ff.

einer Stimmempfehlung zu einem kontroversen Thema vorgängig über die Empfehlung zu informieren[203].

In den USA ist keine Selbstregulierung der Proxy Advisory-Branche ersichtlich. Dennoch haben sich auch die amerikanischen Schwergewichte[204] ISS und Glass Lewis & Co. dem BPPG angeschlossen[205].

Aus dem Dargelegten ist ersichtlich, dass der Selbstregulierungsgrad in der EU viel weiter geht und die BPP nicht mit dem Swiss Investors Code verglichen werden können. Dies liegt einerseits daran, dass der Swiss Investors Code die Stimmrechtsberater nur am Rande erfasst und andererseits, dass sich ausländische Proxy Advisors, wie z.B. ISS und Glass Lewis & Co., nicht zu diesen Richtlinien bekennen. Die praktische Relevanz des Swiss Investors Codes in der Proxy Advisory-Industrie ist somit als gering einzuschätzen[206]. Dagegen sind die BPP aufgrund ihrer breiten Anerkennung[207] und der detaillierten Grundsätze[208] in der Lage, die Transparenz der Stimmrechtsberater zu erhöhen und den Umgang mit Interessenskonflikten zu regeln.

2.4.2 Transparenz

2.4.2.1 Grundsätzliches

Anhand der vorangehenden Länderberichte ist ersichtlich, dass Proxy Advisors unter Schweizer Recht keinen spezifischen Offenlegungspflichten unterstehen. Deshalb werden nachfolgend lediglich die Unterschiede und Gemeinsamkeiten der Transparenzvorschriften auf EU-Ebene und in den USA untersucht.

2.4.2.2 Gemeinsamkeiten bei Interessenskonflikten

Im Allgemeinen kann festgehalten werden, dass Proxy Advisors in den USA und auf EU-Ebene hohen Transparenzanforderungen unterliegen. Demnach müssen Stimmrechtsberater transparent über Geschäftsbeziehungen und Interessenskonflikte, die ihre Objektivität zu

[203] ASIP et al., Grds. 3.
[204] vgl. VON PLANTA, S. 285.
[205] BPPG, Principles 2014, S. 3.
[206] REUTTER, S. 264.
[207] siehe dazu BPPG, Principles 2014, S. 3; <bppgrp.info/working-group-members/>, besucht am: 28.12.2020.
[208] BPPG, Principles 2019, S. 10 ff.

beeinflussen vermögen, kommunizieren[209]. Ebenfalls offenzulegen sind die Massnahmen, die eingeleitet wurden, um diese Interessenskonflikte zu beseitigen[210]. Sowohl in den USA als auch auf EU-Ebene wurde auf eine abschliessende Aufzählung solcher Fallkonstellationen verzichtet und stattdessen eine prinzipienbasierte Formulierung gewählt[211]. Während die SRD II für die Offenlegungspflicht, nebst dem Moment der Empfehlungsabgabe, explizit auch die Zeitpunkte der Vorbereitung der Recherchen oder die Beratungen aufführt[212], wird in den US-Regulierungen davon abgesehen. Dennoch ist davon auszugehen, dass die Regulierungen hinsichtlich der Offenlegungspflicht von Interessenskonflikten deckungsgleich sind, da der Bestand eines solchen Konflikts, egal zu welchem Zeitpunkt, die Objektivität der Stimmrechtsberater zu beeinflussen vermag. Dies stellt unter amerikanischem Recht das Hauptkriterium[213] für die Beurteilung eines Offenlegungserfordernisses dar.

2.4.2.3 Unterschiede bei Interessenskonflikten

Unterschiede bestehen dahingehend, dass Proxy Advisors in den USA explizit vorgeschrieben wird, alle zur Identifizierung von Interessenskonflikten eingerichteten Richtlinien und Verfahren offenzulegen[214]. Auf EU-Ebene ist dagegen lediglich die «Vorangehensweise im Hinblick auf die Vermeidung und Behandlung potenzieller Interessenskonflikte»[215] offenzulegen. Es ist somit anzunehmen, dass die Offenlegungspflicht in den USA in dieser Hinsicht weiter geht als diejenige gem. der SRD II.

2.4.2.4 Weitere Unterschiede

Für Proxy Advisors bestehen auf EU-Ebene weitere Transparenzanforderungen. Diese beziehen sich auf die Offenlegung der Anwendung eines Verhaltenskodex und auf eine generelle Informationspflicht gegenüber ihrer Klientel. Eine abschliessende Aufzählung zur Offenlegungspflicht hinsichtlich der Kundeninformation kann in Art. 3j Abs. 2 lit. a – g Richtlinie (EU) 2017/828 gefunden werden[216]. Eine solch weite Offenlegungspflicht hinsichtlich der Kundeinformation besteht unter den geltenden US-Regulierungen nicht. Darüber hinaus ist in

[209] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828; 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i).
[210] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828; 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i).
[211] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828; 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i).
[212] Art. 3j Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828.
[213] SEC Final Proxy Rules, S. 55099.
[214] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i).
[215] Art. 3j Abs. 2 lit. g Richtlinie (EU) 2017/828.
[216] siehe dazu Kapitel 2.2.3.2, S. 16 vorne.

den Zusatzartikeln zum Securities Exchange Act keine Vorschrift über die Anwendung eines Codes of Conduct enthalten.

Demgegenüber sind US-Proxy Advisors zur Errichtung von Richtlinien und Verfahren verpflichtet, die den Zugang der Gesellschaft zur abgegebenen Empfehlung sowie die Kenntnisnahme der Antwort des Unternehmens auf die Stimmempfehlung durch die Proxy-Kunden/-innen sicherstellen[217]. Dadurch erhalten Emittenten, die Gegenstand einer Stimmempfehlung sind, explizit die Möglichkeit, die Empfehlung, im Wissen, dass die Proxy-Kundschaft vor der Generalversammlung davon Kenntnis nehmen, zu kommentieren. Eine vergleichbare Regelung ist auf EU-Ebene nicht ersichtlich.

2.4.2.5 Bewertung

Anhand der vorangehenden Erläuterungen ist ersichtlich, dass die Transparenzvorschriften in den USA und auf EU-Ebene, namentlich in der SRD II, sehr ähnlich ausgestaltet sind. Insbesondere gilt es festzuhalten, dass das Problem möglicher Interessenskonflikte durch eine prinzipienbasierte Formulierung angegangen wird und in beiden Fällen auf eine abschliessende Aufzählung detaillierter Fallkonstellationen verzichtet wurde. Aufgrund der gewählten Formulierung in der SRD II und den vorangehenden Erläuterungen[218] ist es wahrscheinlich, dass die Offenlegungspflicht bei Interessenskonflikten in den USA weiter geht als auf EU-Ebene. Ob dies in der Praxis tatsächlich zutrifft, wäre anhand konkreter Praxisbeispiele zu verifizieren.

Gewichtige Regulierungsunterschiede bestehen in der Kundeninformation und Anwendung eines Codes of Conduct. Hierbei erstaunt es, dass die US-Vorschriften die Berichterstattung über die Anwendung eines Codes of Conduct sowie die Offenlegung grundsätzlicher Information, analog zur SRD II[219], gänzlich ausser Acht lassen. Möglicherweise ist dies darauf zurückzuführen, dass die zwei grössten US-Proxy Advisors, nämlich ISS und Glass Lewis & Co., zum Zeitpunkt der Annahme der Zusatzartikel bereits BPPG-Mitglieder waren und somit den

[217] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii).
[218] siehe dazu Kapitel 2.4.2.3, S. 26 vorne.
[219] siehe dazu Art. 3j Abs. 2 lit. a – g Richtlinie (EU) 2017/828.

erarbeiten Verhaltenskodex, der u.a. zur detaillierten Offenlegung der angewendeten Research-Methoden und Abstimmungsrichtlinien aufruft[220], freiwillig angenommen haben.

Ein weiterer gewichtiger Unterschied besteht beim Zugang der Emittenten zu den Abstimmungsempfehlungen und zu ihrer Möglichkeit der Stellungnahme[221]. Insbesondere die Ermöglichung zur rechtzeitigen Stellungnahme der Emittenten ist zu begrüssen, da sie den institutionellen Investoren weitere Informationen zu spezifischen Themen liefert, was wiederum die Qualität der Entscheide erhöht[222]. Deshalb erstaunt es umso mehr, dass die SRD II keinen vergleichbaren Mechanismus, der eine Stellungnahme der Emittenten rechtzeitig vor der Generalversammlung ermöglichen würde, vorsieht.

2.4.3 Haftung

In den USA müssen sich Proxy Advisors für falsche oder irreführende Aussagen verantworten[223]. Demgegenüber sind bei Anwendung des Schweizer Rechts keine spezifischen Haftungstatbestände ersichtlich, die gegen Stimmrechtsberater durchgesetzt werden könnten[224]. Ebenso in der SRD II, die keine Haftungstatbestände für Proxy Advisors enthält. Um die Haftung von Stimmrechtsberatern innerhalb der EU beurteilen zu können, wären Rechtsordnungen einzelner Mitgliedstaaten zu untersuchen. Auf eine solche Untersuchung wurde in der vorliegenden Forschungsarbeit verzichtet, da dies den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

[220] BPPG, Principles 2019, S. 10.
[221] siehe dazu Kapitel 2.3.2.2 S. 20 vorne.
[222] gl.A. REUTTER, S. 269.
[223] 17 CFR 240.14a-9.
[224] siehe dazu Kapitel 2.1.4, S. 10 vorne.

3 Ethos

3.1 Kurzbeschrieb

Die Ethos Stiftung wurde 1997 als Stiftung zur «Förderung des sozial verantwortungsbewussten Investierens»[225] durch zwei Pensionskassen gegründet[226]. Die Stiftung umfasste zum 30.12.2018 über 220 mittragende Institutionen[227]. Im Jahre 2000 gründete[228] die Ethos Stiftung die Ethos Services AG, woran sie bis heute zwei Drittel des Aktienkapitals hält[229]. Die Ethos Services AG deckt vier verschiedene Dienstleistungsbereiche ab und bietet u.a. Anlagefonds sowie Proxy Advisory-Dienstleistungen an.[230].

3.2 Ethos und die Best Practice Principles Group (BPPG)

Ethos (wenn nicht explizit anders erwähnt, meint diese Bezeichnung sowohl die Ethos Services AG als auch die Ethos Stiftung) ist nicht Teil der BPPG und hat die BPP nicht unterzeichnet[231]. In ihrer 2017 publizierten Stellungnahme zum BPPG bemängelt Ethos insbesondere, dass die BPP lediglich zur Dokumentation von Interessenskonflikten auffordern, jedoch keine Vorschriften enthalten, die es Proxy Advisors verbieten, gleichzeitig Advisory-Dienstleistungen an Shareholder und Emittenten anzubieten[232]. Nach Ansicht der Ethos sollten die Grundsätze vielmehr auf die Vermeidung von Interessenskonflikten abzielen, anstatt sie nur zu dokumentieren[233]. Ethos verwies in dieser Stellungnahme darauf, dass sie hinsichtlich der Vermeidung von Interessenskonflikten weit höhere Standards besitze[234]. Aus diesen Gründen habe Ethos denn auch darauf verzichtet einen Code zu unterstützen, der weder die Reputation der Proxy Advisory-Industrie schütze noch die Qualität der Proxy-Beratungsdienste erhöhe[235].

Diese Position manifestierte sich auch während des Experteninterviews mit dem Direktor der Ethos (nachfolgend Experte Kaufmann), in welchem er sich dahingehend äusserte, dass die

[225] ETHOS, Meilensteine, S. 9.
[226] ETHOS, Meilensteine, S. 9; vgl. <www.moneyhouse.ch/de/company/ethos-fondation-suisse-pour-un-developpement-11438896951>, besucht am: 24.12.2020.
[227] ETHOS, Dienstleistungen, S. 4.
[228] ETHOS, Meilensteine, S. 8.
[229] <www.ethosfund.ch/de/uber-ethos/aktionaere-von-ethos-services-ag>, besucht am: 24.12.2020.
[230] ETHOS, Dienstleistungen, S. 4.
[231] vgl. ETHOS STIFTUNG, BPP-Review 2017, S. 1 f.; Interview Vincent Kaufmann, Zl. 23 ff.
[232] ETHOS STIFTUNG, BPP-Review 2017, S. 1.
[233] ETHOS STIFTUNG, BPP-Review 2017, S. 1.
[234] ETHOS STIFTUNG, BPP-Review 2017, S. 1.
[235] ETHOS STIFTUNG, BPP-Review 2017, S. 1.

BPP und insbesondere der Grundsatz, wonach Interessenskonflikte deklariert werden müssen, nicht weit genug gingen[236]. Die BPP vermögen zwar die Transparenz der Proxy Advisors leicht zu erhöhen, jedoch würden Interessenskonflikte dadurch nicht vermieden werden[237]. Ebenso unterstrich Experte Kaufmann nochmals explizit, dass Ethos in diesem Zusammenhang mehr Restriktionen empfehle[238].

3.3 Auswirkung einer Anwendbarkeit der EU-Regulierungen

In den nachfolgenden Abschnitten wird untersucht inwiefern Ethos die Transparenzanforderung gem. Art. 3j Richtlinie (EU) 2017/828 bereits erfüllt.

3.3.1 Transparenz bezüglich Anwendung eines Verhaltenskodex

Ethos wendet seit 2016 einen Code of Conduct an[239]. Darin verpflichtet sie sich u.a. «in ihrem Jahresbericht die Umsetzung des Verhaltenskodex zu bemessen»[240]. Der Kodex ist auf der Homepage frei zugänglich[241]. Damit sind die Anforderungen von Art. 3j Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828, wonach sich Proxy Advisors öffentlich auf einen Verhaltenskodex beziehen und über dessen Anwendung Bericht erstatten müssen, erfüllt.

3.3.2 Transparenz bezüglich Informationspflichten

3.3.2.1 Wesentliche Merkmale der Methoden und Modelle

Ethos publiziert u.a. ihre Jahresberichte zur Stimmrechtsausübung sowie ihre Abstimmungsrichtlinien auf ihrer Homepage[242]. Diese Abstimmungsrichtlinien enthalten die hauseigenen «Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte»[243] und die «Grundsätze der Corporate Governance»[244], die jeweils jährlich überprüft und angepasst werden[245]. Sie dienen der Ethos als Referenz für ihre Analyse sowie für die Abgabe ihrer Stimmempfehlungen[246].

---

[236] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 23 ff.
[237] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 48 ff.
[238] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 70 ff.
[239] ETHOS, Verhaltenskodex S. 2.
[240] ETHOS, Verhaltenskodex, Ziff. 7e, S. 6.
[241] <ethosfund.ch/de/news-und-publikationen/veroeffentlichungen-und-berichte>, besucht am: 22.12.2020.
[242] <ethosfund.ch/de/news-und-publikationen/veroeffentlichungen-und-berichte>, besucht am: 22.12.2020.
[243] grundlegend dazu ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 19 ff.
[244] grundlegend dazu ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 65 ff.
[245] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 10.
[246] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 9.

Ethos hält in ihren Abstimmungsrichtlinien fest, dass der Inhalt dem Formalen vorangeht und deshalb bei Anträgen, die formal korrekt sind, jedoch der Charta[247] bzw. den Richtlinien widersprechen, die Ablehnung empfohlen wird[248]. Ebenso bei Anträgen, die langfristiger Interessen der Anspruchsgruppen widersprechen[249]. Aus dem Dargelegten kann davon ausgegangen werden, dass die Offenlegungspflichten gem. Art. 3 Abs. 2 lit. a Richtlinie (EU) 2017/828 eingehalten werden.

3.3.2.2 Hauptinformationsquellen

Aus dem Disclaimer der veröffentlichten Jahresberichte zur Ausübung der Stimmrechte kann entnommen werden, dass Informationen, die der Öffentlichkeit und den Anlegern frei zugänglich sind, als Hauptinformationsquellen verwendet werden[250]. Als Beispiele nennt Ethos Geschäftsberichte sowie die Internetseiten der untersuchten Unternehmen und direkte Auskünfte dieser Unternehmen[251]. Damit ist anzunehmen, dass Ethos die Offenlegungspflichten gem. Art. 3 Abs. 2 lit. b Richtlinie (EU) 2017/828 erfüllt.

3.3.2.3 Verfahren zur Qualitätssicherung

Die von Ethos entwickelten «Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte» und die «Grundsätze der Corporate Governance» dienen der Ethos als Leitplanken ihrer Analyse, ihres Dialogs mit den Unternehmen sowie für die Abgabe ihrer Stimmempfehlung[252]. Damit tragen sie zweifelsohne zu einer gewissen Qualitätssicherung bei. Ob damit die Anforderungen von Art. 3j Abs. 2 lit. c Richtlinie (EU) 2017/828 bereits erfüllt werden, kann indes nicht abschliessend beantwortet werden. Dennoch kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass Ethos über verschiedene hauseigene Richtlinien und Grundsätze verfügt. Überdies steht sie durch den Ethos Engagement Pool in ständigem Dialog mit den Unternehmen, weshalb anzunehmen ist, dass sie bereits heute über die notwendigen Verfahren zur Qualitätssicherung verfügt.

---

[247] grundlegend dazu ETHOS STIFTUNG, Charta.
[248] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 10.
[249] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 10.
[250] siehe dazu ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2018, S. 387; ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2019, S. 413.
[251] ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2018, S. 387; ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2019, S. 413.
[252] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 9.

Ferner verlangt Art. 3j Abs. 2 lit. c Richtlinie (EU) 2017/828, dass Proxy Advisors die Qualifikationen der beteiligten Mitarbeiter/-innen offenlegt. Ethos erfüllt diese Anforderung indem sie Mitarbeiterqualifikationen auf ihrer Homepage publiziert[253].

3.3.2.4 Berücksichtigung verschiedener Marktbedingungen

Die von Ethos aufgestellten Richtlinien und Grundsätze respektieren die Corporate Governance-Praxis in der Schweiz sowie im Ausland[254]. Sie werden jährlich den schweizerischen und internationalen rechtlichen Änderungen sowie der Entwicklung der Best Practices der Corporate Governance angepasst[255].

Die Analyse ausländischer Unternehmen wurde an ausländische Partner ausgelagert, wobei Ethos die Einhaltung ihrer Richtlinien überprüft und Stimmempfehlungen gegebenenfalls daran anpasst[256]. Durch die Auslagerung wird sichergestellt, dass nationale Besonderheiten berücksichtigt, die Best Practice der Corporate Governance eingehalten und die Sozialverantwortung des Unternehmens in die Analyse miteinbezogen werden[257]. Durch diese Geschäftspraxis werden die Anforderungen von Art. 3 Abs. 2 lit. d Richtlinie (EU) 2017/828 erfüllt.

3.3.2.5 Stimmrechtspolitik

Aus den Publikationen der Ethos kann entnommen werden, dass die Dienstleistungen der Ethos Services AG auf den Werten der Stiftungscharta, auf den «acht Ethos-Prinzipen für nachhaltige Anlagen»[258] sowie auf den Corporate Governance-Grundsätzen basieren[259]. Obwohl die Stimmrechtspolitik nicht ausdrücklich definiert wird, kann den Publikationen entnommen werden, dass eine nachhaltige Unternehmensstrategie bzw. eine nachhaltige Entwicklung sowie das «sozial verantwortungsbewusste Investieren»[260] im Zentrum

[253] <ethosfund.ch/de/uber-ethos/team>, besucht am 23.12.2020.
[254] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 11.
[255] ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 11.
[256] ETHOS, Jahresbericht 2019, Ziff. 2.2.3.
[257] ETHOS, Jahresbericht 2019, Ziff. 2.2.3.
[258] grundlegend dazu ETHOS STIFTUNG, Prinzipien.
[259] ETHOS, Dienstleistungen, S. 4.
[260] ETHOS, Meilensteine, S. 8.

stehen[261]. Um den Transparenzanforderungen von Art. 3 Abs. 2 lit. e Richtlinie (EU) 2017/828 gerecht zu werden, wäre die Stimmrechtspolitik wohl klarer zu benennen.

3.3.2.6 Dialog mit den Emittenten

Ethos unterhält durch den Ethos Engagement Pool[262] einen ständigen Dialog mit dem Management der 150 grössten börsenkotierten Schweizer Gesellschaften sowie mit ausländischen Gesellschaften[263]. Ziel dieses Dialogs ist die Wertsteigerung des Unternehmens für alle Anspruchsgruppen[264]. Über den geführten Dialog berichtet Ethos transparent[265]. Insbesondere enthält die Offenlegung über den Ethos Engagement Pool Schweiz eine Auflistung der Themen[266], die erzielten Ergebnisse[267] sowie eine Liste[268] der Unternhemen mit denen ein Dialog geführt wurde. Aufgrund dieser Transparenz kann davon ausgegangen werden, dass die Offenlegungspflichten gem. Art. 3 Abs. 2 lit. f Richtlinie (EU) 2017/828 eingehalten werden.

In diesem Zusammenhang gilt es festzuhalten, dass sich Experte Kaufmann im Interview dahingehend äusserte, dass Ethos bereits vor der GV ihre Empfehlungen, jedoch nicht die detaillierten Analysen, an die betroffenen Emittenten sendet und mit ihnen den Dialog sucht[269]. Ferner würde Ethos als Proxy Advisor generell viel Dialog mit den Emittenten unterhalten[270].

3.3.2.7 Vorgehensweise bezüglich Interessenskonflikten

Um mögliche Interessenskonflikte durch das Bestehen von Beratungsmandaten zu eliminieren und ihre Unabhängigkeit zu wahren, bietet Ethos keine Beratungsdienstleistungen für analysierte börsenkotierte Unternehmen an[271]. Im Falle einer Ausnahme würde eine

---

[261] vgl. ETHOS, Dienstleistungen, S. 4; ETHOS STIFTUNG, Abstimmungsrichtlinien 2021, S. 9.
[262] <ethosfund.ch/de/produkte-und-dienstleistungen/dialog-mit-den-unternehmen>, besucht am: 23.12.2020.
[263] <ethosfund.ch/de/produkte-und-dienstleistungen/dialog-mit-den-unternehmen#suisse >, besucht am: 23.12.2020.
[264] ETHOS, Jahresbericht 2019, Ziff. 2.3.
[265] grundlegend dazu ETHOS, EEP-International; ETHOS, EEP-Resultate 2019.
[266] ETHOS, EEP-Resultate 2019, S. 2.
[267] ETHOS, EEP-Resultate 2019, S. 3 ff.
[268] ETHOS, EEP-Resultate 2019, S. 16.
[269] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 153 f.
[270] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 235.
[271] ETHOS, Dienstleistungen, S. 8; ETHOS STIFTUNG, Prinzipen, Ziff. 1.1; Interview Vincent Kaufmann, Zl. 25 f. und Zl. 74 f.

transparente Kommunikation erfolgen[272]. Ferner werden Interessenskonflikte in Ziff. 3b des Verhaltenskodex behandelt und zusätzlich besitzt Ethos eine Reglement zu möglichen Interessenskonflikten des Stiftungsrats, des VR der Ethos Services AG sowie der Geschäftsleitung der Ethos Stiftung und Ethos Services AG, welches das Vorgehen bei Vorliegen eines solchen Konflikts beinhaltet[273].

Die Konstellation, dass die Ethos Services AG nebst Stimmrechtsberatung auch eigene Anlagefonds anbietet, birgt grundsätzlich das Potenzial für Interessenskonflikte. Um dieser Gefahr entgegenzuwirken, hat Ethos die Verwaltung der Anlagefonds an Drittbanken delegiert[274]. Auf diese Konstellation angesprochen machte Experte Kaufmann mehrmals deutlich, dass die Fondsverwaltung nicht bei der Ethos liege und Ethos insbesondere auf das Timing von Aktienkäufen und -verkäufen keinen Einfluss habe[275]. Ethos würde den Fondsverwaltern/-innen lediglich die Weisung erteilen, ausschliesslich in Gesellschaften mit guten ESG-Ratings zu investieren[276]. Ansonsten mache die verwaltende Person was sie möchte[277]. Damit wird Ethos den Transparenzanforderungen gem. Art. 3 Abs. 2 lit. g sowie Art. 3 Abs. 3 Richtlinie (EU) 2017/828 gerecht.

3.3.3 Fazit

Aus den vorangehenden Ausführungen ist zu erkennen, dass Ethos die Transparenzvorschriften von Art. 3j Richtlinie (EU) 2017/828 bereits heute auf freiwilliger Basis[278] weitgehend erfüllt. Eine Anwendbarkeit der SRD II hätte somit nur sehr geringe Auswirkungen[279].

Zur Transparenz der Ethos ist abschliessend festzuhalten, dass sie die Stimmempfehlungen zu den analysierten Gesellschaften ebenfalls veröffentlicht[280]. Diese publizierten Empfehlungen

[272] ETHOS STIFTUNG, Prinzipen, Ziff. 1.1; ETHOS, Dienstleistungen, S. 8.
[273] ETHOS, Reglement Interessenkonflikte, S. 2 ff.
[274] ETHOS, Dienstleistungen, S. 7.
[275] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 220 ff.
[276] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 228 ff.
[277] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 228 ff.
[278] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 175.
[279] siehe dazu Kapitel 3.3.2.3, S. 31 vorne; Kapitel 3.3.2.5, S. 32 vorne.
[280] ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2018; ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2019.

enthalten detaillierte Stimmberichte der einzelnen Unternehmen sowie eine kurze Begründung, falls Ethos die Ablehnung eines Traktandums empfiehlt[281].

Die hohe Transparenz erklärt Experte Kaufmann u.a. damit, dass Ethos bei den Gesellschaften eine hohe Transparenz fordere und mit gutem Beispiel voran gehen möchte[282]. Der Stiftungsweck, der auch die gute Governance fördert, trägt ebenfalls dazu bei[283]. Ferner könnte die Publikation der Abstimmungsrichtlinien und Stimmempfehlungen, die 48 Stunden vor der jeweiligen GV veröffentlicht werden, dazu führen, dass Aktionäre/-innen, die nicht der Ethos-Klientel angehören, ebenfalls den Empfehlungen folgen[284].

3.4 Auswirkung einer Anwendbarkeit der US-Regulierungen

In den nachfolgenden Kapiteln wird untersucht, ob die Ethos Services AG unter geltendem amerikanischem Recht den «information and filing requirements» unterläge oder ob sie sich erfolgreich auf die Ausnahmen[285] berufen könnte, womit diese Informations- und Meldepflichten keine Anwendung fänden. Dazu wird geprüft, ob Ethos die Bedingungen von 17 CFR 240.14a-2(b)(9) erfüllt.

3.4.1 Conflicts of Interest Disclosure

Diese Vorschrift enthält zwei Verpflichtungen[286]. Demnach müssen Proxy Advisors gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i) Konstellationen offenlegen, die ihre Objektivität beeinflussen könnten und über die eingerichteten Verfahren zur Identifikation solcher Interessenskonflikte sowie über die eingeleiteten Schritte zu deren Beseitigung informieren. Diese Offenlegung muss entweder in der Abstimmungsempfehlung oder im elektronischen Medium, das zur Datenübermittlung verwendet wird, erfolgen[287].

Ethos verpflichtet sich durch die Ethos-Prinzipen zur transparenten Kommunikation möglicher Interessenskonflikte[288]. In welcher Form eine entsprechende Kommunikation erfolgt, kann

[281] ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2018, S. 15 ff.; ETHOS, GV-Jahresbericht SPI 2019, S. 15 ff.
[282] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 179 ff.
[283] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 181.
[284] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 181 ff.
[285] siehe dazu Kapitel 2.3.2, S. 19 vorne.
[286] siehe dazu Kapitel 2.3.2.1, S. 19 vorne.
[287] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i); SEC Final Proxy Rules, S. 55099.
[288] ETHOS STIFTUNG, Prinzipien, Ziff. 1.1.

anhand der Ethos-Publikationen jedoch nicht abschliessend beurteilt werden. Anhand der Aussagen von Experte Kaufmann kann indes angenommen werden, dass der GV-Bericht Informationen zu möglichen Interessenskonflikte enthalten würde[289]. Wichtiger als die Form der Offenlegung erscheint jedoch die Tatsache, dass sich Ethos zur Offenlegung von Interessenskonflikten verpflichtet.

Zur Vorschrift bezüglich der Errichtung von Verfahren zur Identifikation bzw. Beseitigung von Interessenskonflikten gilt es festzuhalten, dass Ethos grundsätzlich davon absieht, Beratungsdienstleistungen an analysierte börsenkotierte Unternehmen anzubieten[290]. Im Falle einer Ausnahme würde sich Ethos zur transparenten Kommunikation verpflichten[291]. Um mögliche Interessenskonflikte, die durch das Betreiben eigener Anlagefonds auftreten könnten ebenfalls im Voraus auszuschliessen, hat Ethos die Fondsverwaltung ausgelagert[292]. Damit wurden die notwendigen Rahmenbedingungen geschaffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Zusätzlich besitzt Ethos ein separates Reglement zu möglichen Interessenskonflikten des Stiftungsrats, des VR der Ethos Services AG sowie der Geschäftsleitung der Ethos Stiftung und Ethos Services AG[293]. Dieses Reglement beruht auf dem Prinzip Selbstdeklaration[294] und enthält das notwendige Vorgehen[295] im Falle eines Interessenskonflikts. Es ist wiederum schwierig zu beurteilen ob die Formerfordernisse von 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i) erfüllt sind und diese Informationen nochmals gesondert in den Abstimmungsempfehlungen oder im elektronischen Medium, das zu ihrer Übermittlung verwendet wird, offengelegt werden. Das auf der Homepage verfügbare Beispiel einer GV-Analyse aus dem Jahre 2018 enthält jedenfalls keine entsprechenden Informationen[296]. Dennoch erscheint auch in diesem Fall die Tatsache, dass Ethos über die notwendigen Rahmenbedingungen verfügt und sich durch die Ethos-Prinzipien selber zur Offenlegung verpflichtet, wichtiger als die Form der Offenlegung.

[289] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 92 f.
[290] ETHOS, Dienstleistungen S. 8; ETHOS STIFTUNG, Prinzipien, Ziff. 1.1; Interview Vincent Kaufmann, Zl. 25 f. und Zl. 74 f.
[291] ETHOS STIFTUNG, Prinzipien, Ziff. 1.1.
[292] ETHOS, Dienstleistungen, S. 7; Interview Vincent Kaufmann, Zl. 220 ff.
[293] ETHOS, Reglement Interessenkonflikte, Präambel.
[294] ETHOS, Reglement Interessenkonflikte, Ziff. 2.
[295] ETHOS, Reglement Interessenkonflikte, Ziff. 3.
[296] siehe dazu ETHOS, Sika-Report.

Damit kann festgehalten werden, dass Ethos über die notwendigen Rahmenbedingungen und Verfahren verfügt, um die Vorschriften der «Conflicts of Interest Disclosure» zu erfüllen. Es müsste, wenn überhaupt, lediglich die Form der Offenlegung an den Formerfordernissen von 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i) angepasst werden.

3.4.2 Company Access to Voting Advice

Gemäss dieser Vorschrift müssen Proxy Advisors Verfahren einrichten, die sicherstellen, dass Emittenten spätestens zum Zeitpunkt der Stimmempfehlungsabgabe an die Proxy-Kundschaft ebenfalls Zugang zur abgegebenen Empfehlung haben[297].

Ethos publiziert ihre Abstimmungsempfehlungen jeweils 48 Stunden vor der jeweiligen GV auf ihrer Homepage[298]. Damit haben Emittenten ab diesem Zeitpunkt Zugang zur Abstimmungsempfehlung die sie betrifft. Die Kundschaft der Ethos erhalten die jeweiligen GV-Analysen vorher, nämlich zwölf Tage vor der jeweiligen GV[299].

Auch im Interview äusserte sich Experte Kaufmann dahingehend, dass Ethos ihre abgegebene Empfehlung, jedoch nicht die detaillierte Analyse, vor der GV auch an die Emittenten sendet[300]. Zu welchem Zeitpunkt dies geschieht, kann vorliegend nicht beurteilt werden. Um die Anforderungen von 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A) zu erfüllen, müsste dies spätestens zum Zeitpunkt der Übermittlung der Empfehlung an ihre Kundschaft geschehen. Die Publikation der Abstimmungsempfehlung auf der Homepage 48 Stunden vor der jeweiligen GV mag die Anforderungen von 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A) jedenfalls nicht zu erfüllen.

3.4.3 Client Access to the Company's Response

Proxy Advisors sind zur Errichtung von Verfahren verpflichtet, durch welche erwartet werden kann, dass ihre Klientel rechtzeitig, vor der GV, über eine Stellungnahme des Emittenten zu den erhaltenen Stimmempfehlungen Kenntnis erhalten[301].

---

[297] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A).
[298] <www.ethosfund.ch/de/produkte-und-dienstleistungen/abstimmungsempfehlungen>, besucht am: 24.12.2020.
[299] <www.ethosfund.ch/de/produkte-und-dienstleistungen/stimmrechtsausübung>, «Generalversammlungs-Analysen: Schweizer Unternehmen», besucht am: 24.12.2020.
[300] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 153 f.
[301] 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(B).

Aufgrund Publikationen und den auf der Homepage enthaltenen Informationen ist mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass Ethos nicht über solche Verfahren verfügt. So können auch die Aussagen von Experte Kaufmann gedeutet werden[302]. Somit müsste ein solcher Mechanismus eingerichtet werden, um die Anforderungen von 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(B) zu erfüllen.

3.4.4 Fazit

Aus dem Dargelegten ist ersichtlich, dass sich die Ethos Services AG bei Anwendbarkeit des amerikanischen Rechts nicht auf die Ausnahmen der «information and filing requirements» gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(1) und 17 CFR 240.14a-2(b)(3) berufen könnte, da sie die notwendigen Anforderungen nicht erfüllt[303].

Um sich erfolgreich auf diese Ausnahmen berufen zu können müsste Ethos Verfahren gem. 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii) einrichten, die eine Stellungnahme der Emittenten zu den Empfehlungen sowie deren rechtzeitige Kenntnisnahme durch die Proxy-Klientel ermöglichen. Ob Ethos die Formerfordernisse von 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(i) bereits erfüllt, ist nicht abschliessend zu beurteilen. Zu diesem Zweck müssten verschiedene GV-Analyseberichte untersucht werden.

Bezüglich der Haftung hätte die Anwendbarkeit des amerikanischen Rechts zur Folge, dass Ethos den Betrugsbekämpfungsvorschriften gem. 17 CFR 240.14a-9 unterläge und sich für falsche oder irreführende Aussagen verantworten müsste[304].

[302] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 142 ff.
[303] siehe dazu Kapitel 3.4, S. 35 vorne.
[304] siehe dazu Kapitel 2.3.3, S. 22 vorne.

4 Synthese

4.1 Regulierung in der Schweiz

In den nachfolgenden Kapiteln wird zuerst aufgezeigt, welche Besonderheiten beim Gesetzesentwurf zur Motion Minder zu beachten sind. Danach wird losgelöst von dieser Motion untersucht, welche geltenden EU- bzw. US-Regulierungen die Schweiz, im Falle einer holistischen Regulierung der Schweizer Proxy Advisory-Industrie, übernehmen könnte und was beim Erlass solcher Regulierungen zusätzlich zu beachten wäre.

4.1.1 Motion Minder

4.1.1.1 Expertenmeinung

In der Motion Minder wird der Bundesrat, unter Berücksichtigung der internationalen Entwicklung, zur Ausarbeitung eines Gesetzesentwurfes zur Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten der Stimmrechtsberater beauftragt[305].

Die analysierten Regulierungen haben gezeigt, dass das Problem der Interessenskonflikte prinzipienbasiert angegangen wird und auf eine Auflistung von Konstellationen, die Interessenskonflikte hervorrufen und offengelegt werden müssen, verzichtet wurde. Den Experteninterviews war zu entnehmen, dass eine solche Formulierung grundsätzlich zu begrüssen ist[306]. Nach Ansicht von Experte Rosenauer spricht das Problem, dass es nicht den typischen Interessenskonflikt gibt, sondern immer die jeweiligen Umstände beachtet werden müssen, für eine solch offene Formulierung[307]. Ferner sei man gewissermassen dazu gezwungen, um möglichst alle Sachverhalte abzudecken, die zu einem Interessenskonflikt führen könnten[308]. Die negativen Aspekte einer prinzipienbasierten Formulierung sieht Experte Rosenauer darin, dass Interessenskonflikte dadurch nicht klar abgegrenzt würden[309]. Dies führe zu einer Unterschiedlichen Umsetzung durch die Proxy Advisors und trage deswegen nicht zur Harmonisierung des Marktes bei[310].

[305] Motion Minder.
[306] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 94; Interview Vincent Kaufmann, Zl. 104.
[307] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 94 ff.
[308] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 113 ff.
[309] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 84 ff.
[310] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 84 ff.

Nach Ansicht von Experte Kaufmann wäre es hilfreich, die prinzipienbasierte, offene Formulierung mit einer Auflistung inkompatibler Mandate zu kombinieren[311]. Als Beispiel hierfür nennt Experte Kaufmann die Revisoren, welche ihren Audit-Kunden auch nicht alle Non-Audit-Services anbieten dürfen[312]. Demnach könne der Buchhalter einer Gesellschaft nicht gleichzeitig als deren Revisor tätig sein[313]. Als Beispiel eines inkompatiblen Mandats für Stimmrechtsberater nennt Experte Kaufmann insbesondere die Konstellation, dass ein Proxy Advisor als Vergütungsberater für eine Gesellschaft tätig ist und gleichzeitig Stimmrechtsempfehlungen zu dieser Gesellschaft abgibt[314]. Experte Rosenauer würde eine solche Massnahme als sehr einschneidend bezeichnen[315]. Ein entsprechendes Verbot wäre unverhältnismässig und durch Gründung einer Holding mit zwei Tochtergesellschaften relativ leicht zu umgehen[316].

4.1.1.2 Schlussfolgerung

Aus dem Dargelegten wird dem Schweizer Gesetzgeber eine prinzipienbasierte, offene Formulierung der Gesetzesänderung bezüglich Interessenskonflikten der Stimmrechtsberater empfohlen. Um eine striktere Vermeidung solcher Konflikte zu erzielen, sollte die offene Formulierung mit einem Katalog inkompatibler Mandate, analog den Unabhängigkeitsregeln[317] der Revisoren, ergänzt werden.

Hinsichtlich der Offenlegungsform möglicher Interessenskonflikte erscheint eine Mischung aus den geltenden US-Regulierungen und derjenigen auf EU-Ebene als zielführend. Demnach wären Stimmrechtsberater zur Offenlegung auf ihrer Homepage sowie in ihren Abstimmungsempfehlungen verpflichtet. Diese Offenlegungspflicht müsste ihre Vorgehensweise zur Vermeidung und Behandlung möglicher Interessenskonflikte umfassen.

[311] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 104 ff.
[312] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 104 f.
[313] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 112 f.
[314] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 113 f.
[315] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 239 f.
[316] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 240 ff.
[317] grundlegend dazu FISCHER, S. 523 ff.

4.1.2 Weitere Regulierungsnotwendigkeit

4.1.2.1 Übernahme geltender EU-Regulierungen

Es konnte in der vorliegenden Arbeit aufgezeigt werden, dass die Ethos Services AG als einflussreichste[318] Schweizer Proxy Advisor-Gesellschaft die Transparenzanforderungen, auf freiwilliger Basis, bereits weitgehend erfüllt. Dennoch erscheint eine entsprechende Gesetzesänderung notwendig, um die Schweizer Proxy Advisory-Gesellschaften stärker zu regulieren und sie gesetzlich zu einer solch hohen Transparenz zu verpflichten. Die hohe Transparenz sollte nicht länger auf einem Business-Entscheid beruhen, sondern zum Standard in der Proxy Advisory-Industrie werden. Die angestrebte Regulierung könnte durch eine gewisse Übernahme der Transparenzanforderungen, im Zusammenhang mit ihren Recherchen, Beratungen und Abstimmungsempfehlungen, von Art. 3j Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828 erreicht werden. Um einen Mindeststandard zu erreichen, könnten Proxy Advisors zur Offenlegung der wesentlichen Merkmale ihrer verwendeten Methoden und Modelle sowie der eingerichteten Verfahren zur Qualitätssicherung verpflichtet werden.

4.1.2.2 Übernahme geltender US-Regulierungen

Es stellt sich die Frage, inwiefern die Schweiz die geltende US-Vorschrift, wonach den Emittenten eine Stellungnahme zu den abgegebenen Stimmempfehlungen ermöglicht werden muss, übernehmen sollte. Über diesen Mechanismus sind die interviewten Experten geteilter Meinung. Experte Rosenauer betrachtet die Möglichkeit zur Stellungnahme durch die Emittenten positiv und sieht darin zumindest auf Ebene der institutionellen Investoren einen praktischen Nutzen[319]. Anderer Ansicht ist Experte Kaufmann, der in diesem Mechanismus eher eine Stärkung der Emittenten zur besseren Kontrolle der Proxy Advisors sieht und negative Auswirkung auf deren Unabhängigkeit befürchtet, da jedes Wort ihrer Empfehlungen durch die Anwälte der Emittenten kontrolliert würde [320]. Diese Vorschrift sei auch Ausdruck der Regulierungsbestrebungen in den USA, welche die Stärkung des Emittenten und nicht der Investoren/-innen verfolgen[321]. Ferner bestehe durch Einführung eines solchen Mechanismus insbesondere die Gefahr, dass die Stimmrechtsberater instrumentalisiert werden[322]. Ebenso

[318] SCHÖCHLI, Aufstand, S. 27.
[319] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 168 ff.
[320] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 120 ff.
[321] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 122 ff.
[322] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 154 ff.

würde ein solcher Mechanismus den Zeitdruck während der an sich schon sehr kurzen GV-Saison zusätzlich erhöhen sowie einen erheblichen Zeitverlust und Mehraufwand für Proxy Advisors bedeuten[323].

Die Möglichkeit der Stellungnahme durch die Emittenten ist zweifellos in der Lage, den Aktionären/-innen zusätzliche Informationen zu liefern und so die Entscheidungsgrundlage zu verbessern. Vorliegend erscheint jedoch die Gefahr, dass Proxy Advisors eine gewisse Unabhängigkeit verlieren und gegebenenfalls durch die Emittenten instrumentalisiert werden könnten, zu überwiegen. Deshalb wird dem Schweizer Gesetzgeber von der Einführung eines solchen Mechanismus abgeraten.

4.1.2.3 Was die Schweiz bei der Regulierung zusätzlich zu beachten hat

Nach Ansicht von Experte Rosenauer ist eine grösstmögliche Harmonisierung des Schweizer Rechts zum EU-Recht anzupeilen[324]. Allerdings sollte die Schweiz keineswegs die auf EU-Ebene geltenden Regulierungen gänzlich übernehmen, sondern viel mehr eine gewisse Vergleichbarkeit schaffen[325]. Eine restriktivere Regulierung sei auf jeden Fall zu vermeiden[326].

Experte Kaufmann nennt die Möglichkeit einer Regulierung i.S.v. «too big to vote»[327] um den Einfluss mächtiger Stimmrechtsberater an einer GV zu beschränken[328]. Eine solche Regulierung sei jedoch unmöglich, weil die Abstimmungsfreiheit schlussendlich bei den Investoren/-innen bleibe und sie nicht zur Befolgung der Stimmempfehlung verpflichtet sind[329]. Damit sei den Proxy Advisors auch nicht bekannt, wie viele Stimmen sie letztendlich beeinflussen[330]. Laut Experte Kaufmann sollte das Hauptaugenmerk des schweizerischen Gesetzgebers auf der Erhöhung der Transparenz der Proxy Advisors liegen[331].

[323] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 143 ff.
[324] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 211 f.
[325] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 218 ff.
[326] Interview Philipp Rosenauer, Zl. 221 ff.
[327] Interview Vincent Kaufmann, Zl 246.
[328] Interview Vincent Kaufmann, Zl 248 ff.
[329] Interview Vincent Kaufmann, Zl 261 ff.
[330] Interview Vincent Kaufmann, Zl 271 ff.
[331] Interview Vincent Kaufmann, Zl. 281 ff.

5 Schlussbetrachtung

5.1 Fazit

Der zunehmende Einfluss der Stimmrechtsberater hat in den letzten Jahren zu einer Regulierung der Proxy Advisory-Industrie auf EU-Ebene und in den USA geführt. Dabei lag das Hauptaugenmerk auf der Erhöhung der Transparenz. Während sich die USA fast gänzlich auf die Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten[332] konzentrieren, zielen die Regulierungen auf EU-Ebene auch auf eine generelle Transparenzerhöhung ab, indem Stimmrechtsberater verschiedenste Informationen[333] im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit offenlegen müssen. Dies ist Ausdruck des verfolgten Ziels, die langfristige Förderung der Aktionärsmitwirkung gem. 1 Abs. 1 Richtlinie (EU) 2017/828. Dagegen scheinen die US-Regulierungen insbesondere durch die Vorschrift[334], wonach den Emittenten eine Stellungnahme zu den Stimmempfehlungen zu ermöglichen ist, auf eine bessere Kontrolle der Stimmrechtsberater abzuzielen[335].

In der vorliegenden Forschungsarbeit konnte aufgezeigt werden, dass die Ethos Services AG bereits eine sehr hohe Transparenz besitzt und den meisten, in den USA und auf EU-Ebene geltenden, regulatorischen Vorschriften gerecht wird[336]. Dennoch herrscht in der Schweiz dahingehend Handlungsbedarf, dass auch die schweizerische Proxy Advisory-Industrie reguliert werden muss. Eine hohe Transparenz sollte nicht länger auf einem Business-Entscheid beruhen, sondern eine Pflicht für Schweizer Stimmrechtsberater darstellen. Mit der Motion Minder und den damit einhergehenden zukünftigen Gesetzesänderungen bezüglich Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten wurde ein erster Schritt in die richtige Richtung getan. Für die Formulierung bzw. Tragweite der Gesetzesänderungen könnte sich der schweizerische Gesetzgeber an die geltenden Regulierungen auf EU-Ebene bzw. in den USA richten[337].

[332] siehe dazu Kapitel 2.3.2.1, S. 19 vorne.
[333] siehe dazu Kapitel 2.2.3.2, S. 16 vorne.
[334] siehe dazu Kapitel 2.3.2.2, S. 20 vorne.
[335] gl.A. Interview Vincent Kaufmann, Zl. 127 ff.
[336] siehe dazu Kapitel 3, S. 29 vorne.
[337] siehe dazu Kapitel 4.1.1, S. 39 vorne.

Obwohl die Gesetzgebung in der Schweiz in die richtige Richtung geht, wäre eine umfassendere bzw. holistische Regulierung wünschenswert[338]. Durch diese Forschungsarbeit konnte aufgezeigt werden, dass sich der schweizerische Gesetzgeber im Falle einer umfassenden Regulierung an die geltenden EU-Regulierungen richten sollte. Insbesondere sollte bei der geforderten Transparenz eine gewisse Vergleichbarkeit geschaffen werden.

5.2 Methodische Reflexion und Limitationen

Die untersuchten Rechtsordnungen haben die Proxy Advisory-Industrie in einer ähnlichen Art und Weise reguliert, womit die Grundlage für eine Vergleichbarkeit gegeben war. Gerade auf EU-Ebene wäre es jedoch spannend gewesen, die Umsetzung einzelner Mitgliedstaaten zu untersuchen. Ebenso wäre bei der Untersuchung der Regulierung in den USA die Erfassung bundesstaatlicher Unterschiede interessant gewesen. Da dies den Umfang dieser Arbeit übersteigen würde, wurde auf eine Betrachtung der Umsetzung der EU-Mitgliedsstaaten bzw. bundesstaatlicher Unterschiede in den USA verzichtet.

Bei der qualitativen Datenerhebungsmethode fällt auf, dass der angedachte Leitfaden nicht in beiden Interviews gleich gut durchgegangen werden konnte. Dies ist auf die im Gespräch zusätzlich angesprochenen Themen sowie auf die begrenzten Zeitressourcen zurückzuführen. Dennoch konnten mit Hilfe der Experteninterviews spannende Erkenntnisse gewonnen werden. Die Auswahl der Experten hat es ermöglicht, die gestellten Fragen aus unterschiedlichen Perspektiven zu beantworten.

5.3 Weiterführende Fragen

Die Ergebnisse aus dieser Forschungsarbeit zeigen einen möglichen Weg für die Regulierung der schweizerischen Proxy Advisory-Industrie im Zuge der Motion Minder auf. Ebenso werden weitergehende Regulierungsmöglichkeiten thematisiert. Da sich die vorliegende Arbeit ausschliesslich auf Proxy Advisors mit Sitz oder Zweigniederlassung in der Schweiz konzentriert, wurde nicht untersucht, inwiefern ausländische Proxy Advisors, die ohne Schweizer Sitz oder Zweigniederlassung in der Schweiz tätig sind, reguliert werden könnten. Folglich wurde auch eine mögliche Regulierung, die auf eine Berücksichtigung nationaler

[338] gl.A. Interview Philipp Rosenauer, Zl. 232 ff.

Marktbedingungen abzielen würde, nicht näher betrachtet. Es wäre deshalb notwendig zu untersuchen, inwiefern die ausländischen Schwergewichte der Proxy Advisory-Industrie, insbesondere ISS und Glass Lewis & Co., in der Schweiz reguliert werden könnten.

Anhang

A. Glossar

Begriff	Übersetzung / Erklärung
Best Practices	Allgemeine Bezeichnung für die beste Lösung bzw. den besten Lösungsansatz
Break down	Runterbrechen
Client Access to the Company's Response	Zugang des Kunden zur Antwort (auf die Abstimmungsempfehlung) des Emittenten
Company Access to Voting Advice	Zugang des Emittenten zur Abstimmungsempfehlung
Comply or explain	Befolgen oder erläutern (Regulierungsansatz in der Corporate Governance)
Conflicts of Interest	Interessenskonflikt
Crystall Ball	Kristallkugel
Cross Border Voting	Grenzüberschreitendes Abstimmen
Disclosure	Offenlegung
Discussion Paper	Diskussionspapier
EDGAR	System zur Einreichung von Dokumenten gemäss dem Securities Act von 1933, dem Securities Exchange Act von 1934, dem Trust Indenture Act von 1939 und dem Investment Company Act von 1940[339]
False or misleading statements	Falsche oder irreführende Aussagen
Final Report	Abschlussbericht
Final rule	Eine final rule ändert, löscht, bekräftigt einen Gesetzestext oder fügt einen solchen hinzu[340]
Guidance for Investment Advisers	US-Richtlinien für Anlageberater
Hard Law	Zwingendes Recht

[339] <www.sec.gov/edgar/about>, besucht am: 29. Dezember 2020.
[340] <https://www.reginfo.gov/public/reginfo/Regmap/regmap.pdf>, «Step Seven», besucht am: 29.12.2020.

Information and filing requirements	Informations- und Meldepflichten
Investment Stewardship (im Text: Investor Stewardship)	«Investment Stewardship bezieht sich auf die Zusammenarbeit mit börsennotierten Unternehmen zur Förderung von Corporate Governance-Praktiken, die mit der langfristigen Wertschöpfung für die Aktionäre eines Unternehmens vereinbar sind.»[341]
Lawyer	Anwalt/ Anwältin
Note	Anmerkung / Notiz
Notice of Proxy voting Advice and Response	Benachrichtigung über die Abstimmungsempfehlung und über die Antwort des Emittenten
Proxy Advise / Proxy-Empfehlung	Stimmrechtsempfehlung
Proxy Advisor / Proxy-Firma / Proxy-Unternehmen/ Stimmrechtsberatungsfirmen / Proxy-Berater	Unternehmen, die Aktionäre/-innen bei der Ausübung des Stimmrechts an Hauptversammlungen beraten
Proxy-Fight	Kampf um Aktionärsstimmen (bezieht sich auf den Akt einer Gruppe von Aktionären/-innen, die sich zusammenschliessen und versuchen, genügend Stimmen zu sammeln, um eine Abstimmung zu gewinnen)
Proxy-Regeln	Regeln zur Stimmrechtsvertretung / -beratung
Proxy-Saison	GV-Saison
Proxy solicitation	Stimmrechtsanwerbung: Aufforderung in welcher Aktionäre/-innen aufgefordert werden, anderen Aktionären/-innen eine Stimmrechtsvollmacht für eine Aktionärsversammlung auszustellen
Proxy statement	Dokument, das von den Emittenten an die Aktionäre/

[341] NOVICK et al., S. 6.

	-innen gesendet wird und sie darüber informiert, wann und wo eine Aktionärsversammlung stattfindet und über welche Angelegenheiten abgestimmt werden soll[342]
Proxy-Kundschaft / Proxy-Klientel	Gesamtheit der Kunden/-innen eines Proxy Advisors
Proxy-Kunden/-innen	Kunden/-innen eines Proxy Advisors
«Safe harbor» Bestimmung	Eine Bestimmung die bei Einhaltung bestimmter Bedingungen vor Strafe oder Haftung schützt[343]
Scope	Anwendungsbereich
Shareholder Rights Directive II (SRD II)	Aktionärsrichtlinie II (= Richtlinie (EU) 2017/828)
Stimmrechtsberater (gem. SRD II)	«bezeichnet eine juristische Person, die gewerbsmässig und entgeltlich Offenlegungen durch Gesellschaften und gegebenenfalls andere Informationen börsennotierter Gesellschaften analysiert, um Anleger für ihre Abstimmungsentscheidungen zu informieren, indem sie Recherchen, Beratungen oder Stimmempfehlungen in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten erteilt»[344]
Too big to vote	Zu gross/mächtig zum Wählen/Abstimmen

[342] <www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/proxy-statements>, besucht am: 27.12.2020.
[343] <www.law.cornell.edu/wex/safe_harbor>, besucht am: 27.12.2020.
[344] Art. 2 lit. g Richtlinie (EU) 2017/828.

B. Interviewleitfaden

Einstieg
Vielen Dank, dass Sie sich Zeit für dieses Interview nehmen. Im Rahmen meines Masterstudiums in Management and Law an der ZHAW SML schreibe ich im 1. Semester eine Forschungsarbeit zum Thema Proxy Advisory. Darin führe ich Experteninterviews mit verschiedenen Personen aus der Praxis. Mit Ihrer Hilfe ist es mir möglich, eine mögliche Stossrichtung für die Regulierung der Stimmrechtsberatung aufzuzeigen. Um dies zu erreichen soll am Beispiel der Ethos aufgezeigt werden, welche Auswirkungen eine mögliche Anwendbarkeit der in der EU und den USA geltenden Regulierungen hätte. Auf Grundlage dieser Erkenntnisse soll eruiert werden, welche Regulierungsbestimmung die Schweiz allenfalls übernehmen könnte. Das Interview soll ein offenes Gespräch sein. Ich werde demnach offene Fragen stellen und wäre Ihnen sehr verbunden, wenn Sie diese ausführlich beantworten könnten. Ich würde mir im Anschluss an Ihre Ausführungen erlauben, falls nötig, gezielte Rückfragen zu stellen. Bevor das Interview beginnt, würde ich Ihnen gerne noch ein paar allgemeine Dinge dazu erklären. Damit ich das Interview im Anschluss transkribieren kann, werde ich die Tonspur unseres Gesprächs aufnehmen. Diese Aufnahme wird nach der Transkription vernichtet. Ich habe Ihnen eine Einverständniserklärung vorbereitet und werde Ihnen diese per E-Mail zustellen. Ich würde Sie bitten, dass Sie mir diese unterschrieben zurückschicken würden. Gibt es Ihrerseits noch Fragen zum Interview?

Interview		
Kategorie	**Erzählaufforderungen**	**Anzusprechende Aspekte**
Einstiegs-frage	1. Wir werden heute unter anderem über die kommenden Regulierungen in der Schweiz im Bereich Proxy Advisory sprechen. Wie blicken Sie den kommenden Regulierungen entgegen?	• Einstellung (positiv / negativ) • Relevanz der Regulierung
Schlüssel-fragen	**Regulierung auf EU-Ebene**	
	2. Wie beurteilen Sie die Regulierung in der EU durch die SRD II?	• Beurteilung • Regulierungsstärke (zu lasch / zu restriktiv)
	3. SRD II schreibt vor, dass Proxy Advisors öffentlich auf einen Verhaltenskodex Bezug nehmen. Falls nicht oder falls sie davon abweichen, sollen sie sich öffentlich erklären → Was ändert sich für die Proxy Advisors durch die Einführung dieser Bestimmung?	• Veränderung für Proxy Advisors • Ziel (→ was soll damit erreicht werden?) • Bewertung dieses Aspekts (positiv /negativ) • Wünschenswert für die Schweiz?
	4. SRD II sieht vor, dass Proxy Advisors ihre Vorgehensweise im Hinblick auf die Vermeidung und Behandlung potenzieller Interessenskonflikte bekannt machen. Die formulierte Norm ist (analog zum amerikanischen Recht) prinzipienbasiert und soll den Proxy Advisors die Möglichkeit eröffnen, selbst zu entscheiden wann eine solche Situation vorliegt. Finden	• Formulierung zielführend? • Formulierung zu lasch?

	Sie diesen Mechanismus zielführend? Gibt man den Proxy-Firmen damit nicht einen zu grossen Ermessensspielraum?	
	5. Welche Aspekte der SRD II wären Ihrer Meinung sinnvoll für die Schweizer Proxy Advisory-Umgebung?	• Aspekte • Anwendbar, sinnvoll
	Regulierung in den USA	
	6. Wie beurteilen Sie die Regulierung in den USA? Wie beurteilen Sie diese im Vergleich zur Regulierung in der EU?	• Beurteilung • Regulierungsstärke (zu lasch / zu restriktiv)
	7. Proxy Advisors müssen gem. amerikanischem Recht Verfahren einrichten, die es den Emittenten ermöglichen, die publizierten Abstimmungsempfehlungen rechtzeitig vor Stimmabgabe der Shareholder zu kommentieren. Wie stehen sie zu einer solchen Vorschrift?	• Effektiver Nutzen dieser Vorschrift? • Was ändert sich damit für die Proxy Advisors? • US-Regulierung geht hier weiter als die Regulierung auf EU-Ebene; Wieso wurde auf EU-Ebene auf eine solche verzichtet?
	Auswirkungen am Beispiel Ethos	
	8. Die Ethos publiziert bereits heute ihre Abstimmungsempfehlungen. Darin enthalten sind ihre jeweilige Empfehlung sowie, bei Ablehnungsempfehlung, eine kurze Begründung. Würden Sie sagen, dass	• **Falls Antwort «Ja»**: Was denken Sie, weshalb kommuniziert Ethos bereits heute so transparent?

	diese Offenlegung den Transparenz-anforderungen der SRD II genügt?	• **Falls Antwort «Nein»:** Was müsste sie denn noch publizieren?
	9. EU- und US-Recht sehen vor, dass potenzielle Interessenskonflikte offengelegt werden müssen → Die Ethos als Gruppe hat eigentlich zwei Hüte auf → wie beurteilen Sie diese Konstellation im Hinblick auf die Behandlung von Interessens-konflikten?	• Generelle Einschätzung • **Interessenskonflikte** durch Angebot von Stimmrechtsberatung und betreiben eigener Anlagefonds durch die Ethos Services AG
	Aspekte für die Regulierung in der Schweiz	
	10. Welche Punkte beachten Sie als besonders relevant für die Regulierung in der Schweiz?	• Mögliche Aspekte • Bereiche mit grösster Regulierungsnotwendigkeit • Haftung, Transparenz, Interessenskonflikte
	11. Die Motion Minder fokussiert sich allein auf Interessenskonflikte. Ist eine solche Fokussierung zielführend oder müsste die Problematik des starken und wachsenden Einflusses der Proxy Advisors nicht ganzheitlich angegangen werden? → <u>Stichworte</u>: Haftung, Transparenz	• Bewertung (positiv / negativ) • Ganzheitlicher Ansatz: Welche Aspekte müssten berücksichtigt werden?
	12. Um die Problematik der Interessenskonflikte zu lösen wäre ein mögliches Verbot denkbar, das den	• Massnahme denkbar? • Massnahme zielführend?

	Proxy Advisors grundsätzlich verbieten würde, Advisory Dienstleistungen anzubieten. Wie stehen Sie dazu?	
Abschluss-fragen	13. Möchten Sie zu Ihren getätigten Aussagen noch eine Ergänzung hinzufügen? 14. Gibt es aus Ihrer Sicht noch weitere Punkte, die Sie gerne ansprechen möchten?	
Abschluss		
Dank und Verabschiedung		

C. Einverständniserklärungen

[redacted]

[redacted]

Eidesstattliche Erklärung

Der Verfasser erklärt an Eides statt, dass er den vorliegenden Bericht selbständig, ohne fremde Hilfe und ohne Benutzung anderer als die angegebenen Hilfsmittel angefertigt hat. Die aus fremden Quellen (einschliesslich elektronischer Quellen) direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind ausnahmslos als solche kenntlich gemacht. Dieser Bericht ist in gleicher oder ähnlicher Form oder auszugsweise im Rahmen einer anderen Prüfung noch nicht vorgelegt worden.

Suhr, 1. Januar 2021

[redacted]

Ort, Datum N[redacted]