

SIX Swiss Exchange AG  
SIX Exchange Regulation  
Frau Katharina Rüdlinger  
Selnaustrasse 30  
8001 Zürich

Per E-Mail an: [cqvernehmlassung@six-group.com](mailto:cqvernehmlassung@six-group.com)

25. Juli 2017

## **Stellungnahme zur Teilrevision der Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance (RLCG) von SIX Swiss Exchange**

Sehr geehrte Frau Rüdlinger

Im Juni 2017 haben Sie uns eingeladen, zur Teilrevision der Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG) Stellung zu nehmen. Diese Gelegenheit der Meinungsäusserung nehmen wir gerne wahr. economiesuisse nimmt gestützt auf den Input der betroffenen Mitglieder aus einer übergeordneten, gesamtwirtschaftlichen Sicht wie folgt Stellung:

### **Zusammenfassung**

economiesuisse lehnt den Vorschlag von SIX Swiss Exchange zur Änderung der RLCG ab. Wir bezweifeln die Wirksamkeit des vorgeschlagenen Mechanismus zur Regulierung der Stimmrechtsberater (sog. Proxy Advisor). Den hierzu in Anspruch genommenen Emittenten fehlt es an der Möglichkeit, im verlangten Ausmass auf die Proxy Advisor Einfluss zu nehmen: Sie können diese nicht zu einem bestimmten Verhalten verpflichten.

Grundsätzlich sind auch wir der Meinung, dass die Tätigkeit der Proxy Advisor transparenter ausgestaltet werden sollte. Dies gerade in Bezug auf die Unabhängigkeit von Proxy Advisor, welche sowohl Dienstleistungen zu Gunsten von Investoren wie auch Beratungsdienstleistungen für Emittenten erbringen. Der Vorschlag in der RLCG vermag diesen Interessenskonflikt aber nicht zu lösen. Der Vorschlag setzt vielmehr er am falschen Ort an und belastet mit einer sanktionsbeschwerten Offenlegungspflicht ausgerechnet die Emittenten, welche in den fraglichen Konstellationen nicht als Täter, sondern vielmehr als Opfer anzusehen sind.

## 1 Einschätzung

Proxy Advisor können sowohl entgeltliche Dienstleistungen zu Gunsten von Investoren (Aktionäre) als auch entgeltliche Beratungsdienstleistungen für Emittenten anbieten. Dadurch stellen sich insbesondere Fragen in Bezug auf ihre Unabhängigkeit. Der Ausschuss für die Emittentenregulierung von SIX Swiss Exchange hat deshalb beschlossen, eine entsprechende Transparenzregel in die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG) aufzunehmen.

Die Schwierigkeit bei der Durchsetzung einer entsprechenden Regel ist aber einerseits darin zu sehen, dass die Börse keine direkte Beziehung zu den Proxy Advisor hat und es entsprechend an einer unmittelbaren Weisungskompetenz fehlt. Dies gilt aber auch in Bezug auf das Verhältnis zwischen Emittenten und Proxy Advisor. Der in der RLCG vorgeschlagene Ansatz trifft somit die falschen Akteure. Eine Regulierung der Proxy Advisor hätte im direkten Verhältnis zwischen der SIX Swiss Exchange und den Proxy Advisor zu erfolgen. Vorzugsweise würde dies auf Basis einer Selbstregulierung der Proxy Advisor geschehen.

## 2 Hauptkritikpunkte

- Regulatorische Anknüpfung am falschen Ort  
Die vorgeschlagene Transparenzregel zielt auf die Offenlegung durch die Emittenten ab, anstatt die Frage der Unabhängigkeit und Offenlegung an der Stelle zu lösen, an der sie entsteht: Bei den Proxy Advisor. Wenn diese nicht nur die Anleger bei der Ausübung ihrer Stimmrechte vertreten, sondern gleichzeitig Emittenten etwa im Bereich der Corporate Governance oder bei Entschädigungsfragen beraten, sind es die Proxy Advisor, die offenlegen müssten, dass sie einem Interessenskonflikt unterliegen.
- Die vorgeschlagene Pflicht führt zu einem „swiss finish“ und zu Überregulierung  
Die vorgesehene Pflicht der Emittenten, Angaben zu veröffentlichen, über die sie letztlich keine abschliessende Kenntnis haben können (siehe nachfolgenden Punkt), ist weltweit einzigartig. Die Schweiz sollte hier keine Vorreiterrolle einnehmen. Die EU-Aktionärsrechte-Richtlinie auferlegt den Stimmrechtsberatern eine Transparenzpflicht, nicht aber den Emittenten. Damit würden Schweizer Emittenten gegenüber Emittenten im Ausland potentiell benachteiligt.
- Die Emittenten verfügen nicht über die nötigen Informationen  
Eine Offenlegung durch den Proxy Advisor und nicht durch den Emittenten ist auch daher sinnvoll, weil der Emittent keine Kenntnis über die Erbringung allfälliger Dienstleistungen zugunsten von Investoren hat und der Proxy Advisor nicht verpflichtet ist, solche Dienstleistungen gegenüber dem Emittenten offenzulegen. Ein Emittent hat damit keine Übersicht über die Beteiligungen und rechtlichen Verflechtungen von Stimmrechtsberatern. Dies umso weniger, wenn diese in einem anderen Land oder Rechtssystem inkorporiert sind. Es dürfte mit grossen Schwierigkeiten verbunden sein, weltweit die Dienstleistungen von Stimmrechtsberatern und verbundenen Unternehmen zu erfassen. Die Verknüpfung der vorgesehenen Berichts- und Offenlegungspflicht würde die Emittenten allein dem Risiko der fehlerhaften Offenlegung aussetzen.
- Die Regulierung müsste mehr auf die Verbesserung der Qualität hinwirken  
Wie die derzeitige Praxis zeigt, sind die Stimmrechtsberater über die schweizerischen rechtlichen Vorgaben und die hiesigen Gepflogenheiten häufig ungenügend informiert. Eine neue Regulierung in diesem Bereich darf sich entsprechend nicht bloss auf eine verbesserte Transparenz konzentrieren, es bräuchte vielmehr eine Verbesserung der Analysequalität.

Ein eigentlicher Schutz der Interessen der Investoren findet nicht statt: Die vorgeschlagene Regelung bietet keine Gewähr für die Unabhängigkeit der Proxy Advisor, sondern legt lediglich die Beratungsdienstleistungen in finanzieller Höhe offen. Es besteht zudem die Gefahr, dass positive Abstimmungsempfehlungen von Proxy Advisor für Emittenten, welche zusätzliche Beratungsdienstleistungen des Proxy Advisor beziehen, durch die Investoren skeptisch betrachtet werden könnten. Dies hätte zur Folge, dass die Investoren insbesondere bei umstrittenen Abstimmungsfragen entgegen der Abstimmungsempfehlung der Proxy Advisor stimmen würden.

Für den Fall, dass die Offenlegung der Beanspruchung von entsprechenden Beratungsdienstleistungen eines Proxy Advisor den Investoren des Emittenten tatsächlich zusätzliche Transparenz verschafft, ist unklar, ob die Offenlegung der Honorare einen zusätzlichen Informationsmehrwert generiert. Die Höhe von Honoraren, die an einen Proxy Advisor ausbezahlt wurden, sagen per se nichts über den Grad der Unabhängigkeit einer Beratungsdienstleistung aus.

Aus grundsätzlichen Überlegungen würde es *economiesuisse* begrüßen, wenn die Governance von Stimmrechtsberatern verbessert würde. Dies darf aber nicht in Form einer einseitig die Emittenten treffenden Regulierung durch SIX Exchange Regulation geschehen. Vielmehr sollte dies in Form einer Selbstregulierung der Stimmrechtsberater, beispielsweise analog der schweizerischen [Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften](#) geschehen. Die SIX Exchange Regulation könnte eine entsprechende Selbstregulierung anstossen und zu einem späteren Zeitpunkt auch offenlegen, welche Proxy Advisor sich bereitfinden, die entsprechenden Regeln zu beachten. Nur für den Fall, dass die Stimmrechtsberater dieser Erwartung nicht nachkommen, könnte auf lange Sicht eine gesetzliche Regelung in Betracht gezogen werden. Diese könnte sich inhaltlich an den entsprechenden Bestimmungen in der neuen EU-Aktionärsrechte-Richtlinie orientieren.

Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen und stehen Ihnen bei Fragen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse  
*economiesuisse*

Thomas Pletscher  
Mitglied der Geschäftsleitung

Erich Herzog  
Stv. Leiter Wettbewerb & Regulatorisches