



28.7.2017

SIX Swiss Exchange Regulation

SIX Swiss Exchange AG

Selnaustr. 30

Postfach 1758

8001 Zürich

ausschliesslich per Email an: cgvernehmlassung@six-group.com

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

Sehr geehrte Frau Rüdlinger, sehr geehrte Frau Diem
Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben am 2. Juni 2017 die interessierten Kreise eingeladen, zum Entwurf zur Teilrevision der Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance von SIX Exchange Regulation (SER) Stellung zu nehmen. Für die Zustellung der Vernehmlassungsunterlagen in der obgenannten Angelegenheit danken wir Ihnen bestens.

Zusammenfassend die **Haltung von SwissHoldings**:

- **SwissHoldings** ist grundsätzlich der Ansicht, dass die **Tätigkeit von Stimmrechtsberatern** (sogenannten Proxy Advisors) **grösserer Transparenz bedarf**. Zugleich stehen wir jedoch dem **in Vernehmlassung gegebenen Regulierungsvorhaben** tendenziell **kritisch** gegenüber.
- **Alternativ** wäre eher eine **Selbstregulierung der Stimmrechtsberater** oder allenfalls eine **spezialgesetzliche Regelung** anzustreben.
- Falls am SER-Vorschlag festgehalten sollte, müssten die **Formulierungen markant klarer** ausgestaltet werden.

1. Einleitung

SwissHoldings, der Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne in der Schweiz umfasst derzeit 63 Mitgliedfirmen, die mehrheitlich an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Die börsenkotierten Mitglieder unserer Vereinigung machen dabei rund 70 Prozent der gesamten Börsenkapitalisierung der Publikumsgesellschaften aus. Unsere Mitglieder haben deshalb ein grosses Interesse daran, wie die SIX Exchange Regulation (SER) ihre Bestimmungen zur Ad-hoc-Publizität ausgestaltet.

Gerne nehmen wir zum Revisionsvorhaben wie folgt Stellung:

2. Haltung von SwissHoldings

2.1 Im Allgemeinen

SwissHoldings stimmt grundsätzlich zu, dass die Tätigkeit von Stimmrechtsberatern (so genannten Proxy Advisors) einer grösseren Transparenz bedürfte. Zugleich stehen wir jedoch dem in Vernehmlassung gegebenen Regulierungsvorhaben tendenziell kritisch gegenüber. Insbesondere ist wenig einsichtig, weshalb zur Erreichung des an sich nachvollziehbaren Ziels, vorab die Emittenten mit einer sanktionsbewehrten Offenlegungspflicht belastet werden sollten, derweil die anvisierten Stimmrechtsberater unbeschwert blieben:

- Die vorgeschlagene Pflicht führt zu einem «Swiss Finish» und zu Überregulierung:
Nirgendwo sonst werden die Emittenten verpflichtet, solche Angaben zu veröffentlichen, über die sie letztlich keine abschliessende Kenntnis haben (siehe nachfolgenden Punkt). Es ist deshalb höchst fraglich, dass dies überhaupt der richtige Weg ist. Und schon gar nicht sollte die Schweiz hier eine Vorreiterrolle einnehmen. Entsprechend auferlegt die EU-Aktionärsrechte-Richtlinie den Stimmrechtsberatern eine Transparenzpflicht (Code of Conduct, weitere Informationen zur Analyse, Beratung und Stimmempfehlungen), nicht aber den Emittenten. Die vorgeschlagene Offenlegungspflicht bezüglich der von Emittenten bezahlten Honorare bedeutete somit sowohl inhaltlich als auch bezüglich des Adressats eine schweizerische Überregulierung.
- Die Emittenten verfügen nicht über die nötigen Informationen:
Ein Emittent hat meistens keine Übersicht über die Beteiligungen und rechtlichen Verflechtungen von Stimmrechtsberatern, insbesondere, wenn diese in einem anderen Rechtskreis inkorporiert sind. Zudem ist die Stimmrechtsberatung oftmals eine Nebendienstleistung, die gestützt auf die durch die Hauptaktivität erhaltenen Einsichten und Analysen erbracht wird. Es dürfte schwierig bis unmöglich werden, sämtliche Dienstleistungen, die Einheiten eines kotierten Konzerns weltweit von Stimmrechtsberatern und verbundenen Unternehmen beziehen, erfassen zu können. Dies selbst wenn man das Kriterium der Wesentlichkeit anwendet und davon ausgeht, dass die

Emittenten keine Nachforschungspflicht trifft. Dass mit einer solchen Berichts- und Offenlegungspflicht die Emittenten allein dem Risiko der fehlerhaften Offenlegung ausgesetzt würden, macht die Sache zusätzlich heikel und dient dem Zweck der transparenten und korrekten Information nicht.

- Die Regulierung müsste mehr auf die Verbesserung der Qualität hinwirken:

Die derzeitige Praxis zeigt leider, dass die Stimmrechtsberater über die schweizerischen rechtlichen Vorgaben und die hiesigen Gepflogenheiten häufig ungenügend informiert sind. Darunter leiden die Qualität der Analyse wie auch die Gesprächskultur im Verhältnis zu den Unternehmen und Investoren. Eine neue Regulierung in diesem Bereich darf sich nicht auf bloss verbesserte Transparenz konzentrieren, sondern müsste vor allem auf die Verbesserung beziehungsweise die Sicherung der Analysequalität hinwirken.

- Die Pflicht würde die «Chinese Walls» innerhalb der Stimmrechtsberatungs-Unternehmen untergraben:

Unternehmen, die neben zahllosen anderen Dienstleistungen auch Stimmrechtsberatung anbieten, verweisen stets auf sogenannte «Chinese Walls», die sicherstellen sollen, dass ihre Analysen und Empfehlungen unabhängig und frei von möglichen Interessenkonflikten erfolgen, was im Interesse sowohl der Investoren als auch der Emittenten ist. Die vorgeschlagene Offenlegungspflicht seitens der Emittenten, das Honorarvolumen für sämtliche erbrachten Dienstleistungen zu aggregieren, wäre kontraproduktiv, weil sie gerade diese «Chinese Walls» untergraben würde.

2.2 Alternatives Vorgehen

SwissHoldings würde jedoch aus grundsätzlichen Überlegungen eine Verbesserung der Governance von Stimmrechtsberatern wünschen; dies allerdings nicht in Form einer einseitig die Emittenten treffenden Regulierung durch *SIX Exchange Regulation*, sondern am ehesten in Form einer Selbstregulierung der Stimmrechtsberater selbst, ähnlich der schweizerischen *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften* (http://www.swissholdings.ch/fileadmin/kundendaten/Dokumente/Themen_sowie_Anlagen_News/Gesellschaftsrecht/13-01-16_Richtlinien_Investoren_Mitwirkungsrechte_bei_AGs.pdf). Kommen die Stimmrechtsberater dieser Erwartung innert absehbarer Zeit nicht nach, sollte auf lange Sicht eine spezialrechtliche Regelung auf Bundesebene, die sich inhaltlich an den entsprechenden Bestimmungen in der neuen EU-Aktionärsrechte-Richtlinie orientiert, nicht ausgeschlossen werden.

3. Weitere formelle Vorbehalte

Sollte die *SIX Exchange Regulation* wider Erwarten dennoch eine Ergänzung im Sinne der vorgeschlagenen Stossrichtung ins Auge fassen, wären zumindest die folgenden Punkte zu beachten:

- Generell sollten die Definitionen präziser gefasst werden.

Spezifisch zu Ziff. 6.6.1 Anhang VE RLCG

- Insbesondere wäre auch der Begriff des **Stimmrechtsberaters** noch schärfer zu definieren: Dabei wären namentlich die beiden Teilbereiche der wirtschaftlichen Tätigkeit, um die es bei der vorliegenden Regulierung geht, das heisst die Stimmrechtsempfehlungen und die Governance-Dienstleistungen, klarer als kumulative Hauptgeschäftsfelder des Stimmrechtsberaters zu verknüpfen. Die Formulierung im derzeitigen Entwurf «Neben dieser Tätigkeit (...)» erscheint dafür zu unbestimmt. Eine klare Definition würde dazu führen, dass nur Dienstleistungen von solchen Firmen ausgewiesen werden müssen, die von mit der Regelung anvisierten, «hauptamtlichen» Proxy Advisors erbracht werden.
- Zur Begrifflichkeit der **Beratung** wäre klarzustellen, dass die reine Abonnementsgebühr für den Zugang zu den Informationsplattformen des Stimmrechtsberaters (sogenannte „Systemgebühr“) keine Beratungsleistung im Sinne Regulierung darstellt, weil dem reinen Systemzugriff das individuelle Beratungselement abgeht.
- Es ist unklar, wann eine **gewerbsmässige** Beratung von Anlegern im Sinne dieser Norm vorliegt. Ist damit «nicht nur gelegentlich und gegen Entgelt» gemeint, so wie dies häufig in anderen Normen definiert ist? Wenn ja, woher erfahren kotierte Gesellschaften, ob der Proxy Advisor diese Beratung der Anleger gewerbsmässig vornimmt?
- Der unbestimmte Rechtsbegriff des **rechtlich verbundenen Unternehmens** verlangt eine genauere Umschreibung. Insbesondere wäre klarzustellen, ob und ab welchen Schwellenwerten auch indirekt verbundene Unternehmen und Beteiligungen ab einer gewissen Grösse, welche de facto einen wesentlichen Einfluss haben könnten, erfasst werden.
- Zum Erfordernis der **Entgeltlichkeit bei der Emittentenberatung** bleibt der Fall ungeklärt, in der zwischen Stimmrechtsberater und Emittent ein offener Dialog stattfindet, in dessen Verlauf der Stimmrechtsberater ungefragt und unbezahlt generelle oder spezifische Ratschläge erteilt. Obwohl diese nicht selten auftretende Konstellation von ungewollter Beratung einen Marktwert aufweisen kann, ist vermutlich davon auszugehen, dass solche Verhältnisse von der beabsichtigten Offenlegungspflicht nicht erfasst werden sollen.
- Weiter wäre eine klarere Regelung zur Handhabung von **Interessenkonflikten** zu erwarten, etwa wenn Stimmrechtsberater die Aktionäre, aber auch die Pensionskasse derselben börsenkotierten Gesellschaft beraten haben.

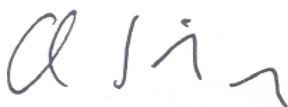
Speziell zu Ziff. 6.6.2 Anhang VE RLCG

- Betreffend das Aufgreifkriterium, dass als Beratungsempfänger der **Emittent oder eine andere Konzerngesellschaft**, das heisst der Emittent im ganzen Konzernumfang, verstanden werden soll, stösst der derzeitige Vorschlag offensichtlich an die Grenzen der Praktikabilität. Global tätigen Unternehmen fehlen die Instrumente, um weltweit zu erkennen, welche ihrer Einheiten welche Dienstleistungen von den allenfalls wiederum weitverzweigten Beratern bezogen haben; siehe dazu auch oben 2.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Kenntnisnahme unserer Position. Für allfällige Erläuterungen zu unseren Ausführungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

SwissHoldings
Geschäftsstelle



Christian Stiefel
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Jacques Beglinger
Mitglied der Geschäftsleitung

cc SH-Vorstand