

Luzerner Beiträge zur Rechtswissenschaft (LBR)

Herausgegeben von Jörg Schmid im Auftrag der
Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Luzern

Band 97

Kevin M. Hubacher

Gewerbsmässige Stimm- rechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften

**Vertrags-, aktien- und börsenrechtliche
sowie regulatorische Aspekte**

Schulthess § 2015

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	XI
Literaturverzeichnis.....	XXIII
Materialienverzeichnis.....	XLV
Abkürzungsverzeichnis.....	LI
1. TEIL: EINLEITUNG UND FRAGESTELLUNG	1
§ 1 Einleitung	1
I. Gegenstand und Zielsetzung der Untersuchung.....	1
II. Eingrenzung der Fragestellung	3
III. Aufbau und Gliederung	3
2. TEIL: GRUNDLAGEN UND EINFÜHRUNG IN DEN MARKT DER AKTIONÄRSDIENSTLEISTUNGEN	5
§ 2 Aktienstimmrecht und Stimmrechtsausübung.....	6
I. Stimmrecht des Aktionärs.....	6
A. Funktion und Charakteristika	6
B. Beschränkungen des Stimmrechts.....	8
II. Stimmrechtsausübung.....	9
A. Unmittelbarkeitsprinzip.....	9
B. Corporate Governance und Aktionärsaktivismus.....	10
C. Stimmzwang.....	11
1. Direkte Stimmpflicht der Vorsorgeeinrichtungen.....	11
2. Indirekte Stimmpflichten	12
2.1. Indirekte gesetzliche Stimmpflichten.....	12
2.2. Indirekte private Stimmpflichten	13
§ 3 Aktienrechtliche Stimmrechtsvertretung.....	15
I. Recht auf Vertretung.....	15

II. Stimmrechtsvertretungsarten.....	15
A. Systematik.....	15
B. Institutionelle Stimmrechtsvertretungsformen.....	17
1. Unabhängige Stimmrechtsvertretung	17
1.1. Funktion und Charakteristika	17
1.2. Weisungsbefolgungspflicht	19
1.3. Verbot der Dauervollmacht	20
1.4. Bekanntgabepflicht.....	20
2. Organvertretung.....	20
3. Depotvertretung.....	22
§ 4 Markt der Aktionärsdienstleistungen.....	24
I. Dienstleistungen	24
A. Prozessberatung (Voting Process Advisory Services)	25
B. Stimmrechtsberatung (Proxy Advisory Services)	26
C. Stimmrechtsvertretung (Proxy Voting Services)	28
D. Berichterstattung (Voting Reporting Services)	29
II. Marktteilnehmer	30
A. Aktionärsdienstleister	30
B. Nachfrager von Aktionärsdienstleistungen	32
III. Bedeutung des Markts der Aktionärsdienstleistungen.....	33
A. Allgemeine Bedeutung	33
B. Bedeutung in der Schweiz	35
1. Lehrmeinungen.....	35
2. Stellungnahme	36
IV. Ergebnisse und Zusammenfassung.....	37
3. TEIL: GEWERBSMÄSSIGE STIMMRECHTSVERTRETUNG	39
§ 5 Terminologie, Charakteristika und Abgrenzungen.....	40
I. Begriff der gewerbsmässigen Stimmrechtsvertretung	40
A. «Gewerbsmässigkeit» in verschiedenen Rechtsgebieten	40
1. Aktienrecht (Art. 689d Abs. 3 OR)	40
2. Auftragsrecht (Art. 395 OR).....	41
3. Konsumkreditrecht (Art. 2 KKG).....	41
4. Handelsregisterrecht (Art. 2 lit. b HRegV).....	42
5. Ergebnisse	42

B. Gewerbmässigkeit der Stimmrechtsvertretung	43
1. Bestehende Begriffsbeschreibungen	43
1.1. Begriffsverwendung in der schweizerischen Lehre	43
1.2. § 135 Abs. 8 AktG (Deutschland) – ein Rechtsvergleich	44
1.3. Ergebnisse.....	44
2. Vorschlag einer Begriffsdefinition	45
2.1. Definition.....	45
2.2. Erläuterung der Definition.....	45
II. Einordnung der gewerbmässigen Stimmrechtsvertretung ins Aktienrecht.....	47
A. Grundsatz	47
B. Depotvertretung als Sonderform der gewerbmässigen Stimmrechtsvertretung	47
III. Abgrenzungen.....	48
A. Gegenüber der individuellen Stimmrechtsvertretung.....	48
1. Gemeinsamkeiten	48
2. Unterschiede.....	49
B. Gegenüber der institutionellen Stimmrechtsvertretung.....	49
1. Allgemeine Gemeinsamkeiten und Unterschiede	50
1.1. Gemeinsame Eigenschaften	50
1.2. Unterschiedliche Eigenschaften.....	50
2. Gegenüber der Organvertretung	50
3. Gegenüber der unabhängigen Stimmrechtsvertretung.....	51
3.1. Gemeinsamkeiten	51
3.2. Unterschiede	51
C. Gegenüber der unentgeltlichen Massenstimmrechtsvertretung.....	51
D. Gegenüber «Vertretern in eigener Sache».....	52
E. Gegenüber der Nomineevertretung	52
F. Gegenüber anderweitigen Formen der Stimmrechtsausübung.....	54
IV. Ergebnisse und Zusammenfassung	54
§ 6 Beschränkungen der gewerbmässigen Stimmrechtsvertretung.....	56
I. Art. 689c Abs. 5 E-OR: Gesetzliches Verbot der gewerbmässigen Stimmrechtsvertretung?	56
A. Begriff der institutionellen Stimmrechtsvertretung.....	56
B. Normgehalt von Art. 689c Abs. 5 E-OR	58
C. Zulässigkeit der gewerbmässigen Stimmrechtsvertretung.....	60

II.	Statutarische Beschränkungen.....	60
A.	Voraussetzung spezifischer Vertreterereigenschaften.....	60
1.	Rechtslage de lege lata	61
2.	Rechtslage de lege ferenda	62
B.	Auswahlermessen des Verwaltungsrats	64
C.	Beschränkung der Anzahl Aktionäre pro Vertreter.....	65
D.	Höchstvertretungsklausel.....	66
III.	Ergebnisse und Zusammenfassung.....	67
§ 7	Stimmrechtsvertretung und/oder Stimmbotenschaft?.....	69
I.	Fragestellung	69
II.	Grundlagen	70
A.	Konzept der bürgerlichen Stellvertretung	70
1.	Direkte (offene) Stellvertretung.....	70
2.	Indirekte (versteckte) Stellvertretung	71
B.	Konzept der Botenschaft.....	71
III.	Gegenwärtiger Meinungsstand: Stellvertretung	73
A.	Juristisches Schrifttum	73
B.	Rechtsprechung.....	74
C.	Auffassung der deutschen Lehre.....	74
IV.	Stellungnahme	75
A.	Stellungnahme zum gegenwärtigen Meinungsstand	75
1.	Allgemeine Bemerkungen	75
2.	Vereinbarkeit mit dem Unmittelbarkeitsprinzip	76
3.	Kritik am Unmittelbarkeitsprinzip.....	77
B.	Gewerbsmässiger Stimmrechtsvertreter als Stimmbote?	78
V.	Ergebnisse und Zusammenfassung.....	80
§ 8	Rechtsverhältnisse des gewerbsmässigen Stimmrechtsvertreters.....	81
I.	Rechtsverhältnis zum vertretenen Aktionär.....	81
A.	Qualifikation der Rechtsbeziehung.....	81
1.	Wesentlicher Vertragsinhalt	81
2.	Mehrschichtiges Rechtsverhältnis	82
2.1.	Grundverhältnis: Stimmrechtsvertretungsvertrag	82
2.2.	Bevollmächtigung bzw. Ermächtigung.....	84
B.	Ausgewählte vertragsrechtliche Aspekte	85
1.	Vertragsentstehung und Entgeltlichkeit.....	85
2.	Unabhängigkeit	86

3.	Benachrichtigungspflicht und Rechenschaftsablage.....	87
3.1.	Benachrichtigungspflicht.....	87
3.2.	Rechenschaftspflicht.....	88
3.3.	Eingeschränkte Bedeutung der Berichterstattung.....	88
4.	Haftungsfragen.....	89
4.1.	Allgemeines.....	89
4.2.	Gewinnherausgabe.....	89
5.	Kontrahierungszwang und Vertretungspflicht.....	91
II.	Rechtsverhältnis zur Aktiengesellschaft.....	92
A.	Offene Stimmrechtsvertretung.....	92
B.	Verdeckte Stimmrechtsvertretung.....	93
III.	Ergebnisse und Zusammenfassung.....	93
§ 9	Aspekte der Stimmrechtsausübung.....	96
I.	Legitimationsprüfung.....	96
A.	Offene Stimmrechtsvertretung.....	97
1.	Vorgehen bei vertretenen Namenaktien.....	97
2.	Vorgehen bei vertretenen Inhaberaktien.....	98
B.	Verdeckte Stimmrechtsvertretung.....	99
II.	Stimmabgabe.....	100
III.	Weisungsrechtliche Fragestellungen.....	102
A.	Weisungsbegriff und Weisungsarten.....	102
1.	Einzel- und Allgemeinweisungen.....	103
1.1.	Lehrmeinungen.....	103
1.1.1.	Einzelweisung.....	103
1.1.2.	Allgemeinweisung.....	103
1.2.	Stellungnahme.....	104
1.2.1.	Einzelweisung.....	104
1.2.2.	Allgemeinweisung.....	105
2.	Bestimmte und unbestimmte Weisungen.....	105
3.	Zeitlich beschränkte und unbeschränkte Weisungen.....	107
4.	Ergebnis und Zusammenfassung.....	107
B.	Weisungseinholungspflicht.....	107
C.	Umfang des Weisungsrechts bzw. der Weisungsbefolgungspflicht.....	108
1.	Lehrmeinungen.....	108
2.	Stellungnahme.....	109
D.	Unerfüllbare Weisungen.....	113

E. Abweichen von Weisungen	114
F. Verhalten bei fehlenden Weisungen	116
IV. Ergebnisse und Zusammenfassung.....	118
§ 10 Aktienrechtliche Offenlegungspflicht	122
I. Grundlagen	122
II. Keine Offenlegungspflicht de lege lata	123
A. Auslegung von Art. 689e Abs. 1 OR	123
B. Lückenfüllung von Art. 689e Abs. 1 OR	124
C. Fazit	126
§ 11 Börsenrechtliche Fragestellungen.....	127
I. Börsenrechtliche Offenlegungspflicht	127
A. Keine Differenzierung nach offener (direkter) und verdeckter (indirekter) Stimmrechtsvertretung	127
B. Stimmrechtsvertretung als indirekter Erwerb	128
1. Grundlagen	128
1.1. Meldepflicht bei autonomer Stimmrechtsausübung	128
1.2. Stellungnahme zum Ausnahmetatbestand	130
1.3. Bedeutung der Meldepflicht nach Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA	131
2. Meldepflicht des gewerbsmässigen Stimmrechtsvertreters	133
2.1. Grundsatz.....	133
2.2. Stimmrechtsausübung aufgrund einer Stimmrechtsrichtlinie.....	134
2.2.1. Praxis der Offenlegungsstelle (OLS)	134
2.2.2. Stellungnahme zur Praxis der Offenlegungsstelle (OLS)	135
2.2.3. Eigener Lösungsansatz: Bekanntmachungsprinzip.....	136
2.2.4. Meldepflicht bei Weisungsabweichung?	137
C. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung als Handeln in gemeinsamer Absprache	138
D. Ausnahme bzw. Erleichterung von der Meldepflicht.....	139
II. Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots.....	141
III. Ergebnisse und Zusammenfassung.....	142

4. TEIL: GEWERBSMÄSSIGE STIMMRECHTSBERATUNG	147
§ 12 Terminologie und Charakteristika.....	148
I. Vorschlag einer Begriffsdefinition.....	148
A. Definition	149
B. Erläuterung der Definition	149
C. Stellungnahme zur Definition von SCHWARZ.....	151
II. Stellung und Funktion der Stimmrechtsberatung.....	152
A. Einordnung der Stimmrechtsberatung in die Rechtsordnung	152
B. Funktion und Bedeutung der Stimmrechtsberatung	153
III. Berührungspunkte zum Bonitätsrating und zur Finanzanalyse	155
IV. Entwicklung von Stimmempfehlungsberichten	156
A. Arten von Stimmempfehlungsberichten.....	157
B. Anbieten der Beratungsdienstleistungen	157
C. Erste Phase: Stimmrechtsrichtlinien.....	158
D. Zweite Phase: Informationsbeschaffung	159
E. Dritte Phase: Analyse- und Bewertungsprozess.....	159
V. Ergebnisse und Zusammenfassung	160
§ 13 Rechtsverhältnis zum Auftraggeber bzw. Käufer	163
I. Stimmrechtsberatungsvertrag	163
A. Wesentlicher Vertragsinhalt	163
B. Qualifikation der Rechtsbeziehung	163
1. Vorbemerkungen	163
2. Innominatvertrag (gemischter Vertrag)	164
2.1. Ausgangspunkt: objektiv feststellbare Richtigkeit.....	164
2.2. Stimmrechtsberatung als gemischtes Werturteil.....	165
2.3. Schlussfolgerung: gemischter Vertrag.....	166
C. Ausgewählte Rechte und Pflichten der Vertragsparteien	167
1. Im Rahmen der auftragsrechtlichen Elemente.....	167
1.1. Weisungsrecht nach Art. 397 Abs. 1 OR.....	167
1.2. Sorgfaltspflicht nach Art. 398 Abs. 2 OR.....	167
1.3. Treuepflicht nach Art. 398 Abs. 2 OR.....	167
2. Im Rahmen der werkvertraglichen Elemente.....	168
2.1. Herstellungs- und Ablieferungspflicht nach Art. 363 OR	168
2.2. Sorgfaltspflicht nach Art. 364 Abs. 1 OR.....	168

2.3. Obliegenheit zur Mängelrüge nach Art. 367 Abs. 1 OR.....	168
II. Kauf eines Stimmempfehlungsberichts	169
A. Wesentlicher Vertragsinhalt.....	169
B. Qualifikation der Rechtsbeziehung.....	169
1. Allgemeines.....	169
2. Kauf eines bereits ausgearbeiteten Stimmempfehlungsberichts	169
3. Kauf eines noch nicht ausgearbeiteten Stimmempfehlungsberichts	171
III. Ergebnisse und Zusammenfassung.....	171
§ 14 Aktienrechtliche Fragestellungen	174
I. Art. 689c Abs. 5 E-OR: Verbot der Stimmrechtsberatung?	174
II. Anfechtbarkeit des Generalversammlungsbeschlusses	174
III. Ergebnisse und Zusammenfassung.....	177
§ 15 Börsenrechtliche Pflichten.....	178
I. Börsenrechtliche Offenlegungspflicht	178
A. Auffassungen der deutschen Lehre	178
1. VAUPEL.....	178
2. SCHNEIDER/ANZINGER	180
3. KOCHER/HEYDEL	180
4. SCHWARZ.....	182
B. Auffassung der Offenlegungsstelle (OLS).....	182
C. Stellungnahme	183
1. Gemeinsame Absprache	183
2. Indirekter Erwerb	186
II. Ergebnisse und Zusammenfassung.....	187
5. TEIL: REGULIERUNG DE LEGE FERENDA	189
§ 16 Staatlicher Regulierungsbedarf im Aktienrecht.....	190
I. Einleitende Bemerkungen	190
A. Beweggründe für die Untersuchung	190
B. Allgemeines zur Regulierung	191
1. Terminologisches	191
2. Rechtfertigung einer Regulierung und Regulierungsziele	192

II. Vereinbarkeit der Stimmrechtsvertretung sowie -beratung mit aktienrechtlichen Maximen.....	192
A. Verstärkte Willensäußerung der Aktionäre	193
1. Erörterung der Maxime	194
2. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung.....	195
2.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	195
2.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	197
3. Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	197
B. Unverfälschte und optimale Willensbildung des Aktionärs	198
1. Erörterung der Maxime	198
1.1. Verfälschte Willensbildung	198
1.2. Optimale Willensbildung.....	199
2. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung.....	200
3. Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	200
3.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	200
3.1.1. Optimale Willensbildung	200
3.1.2. Verfälschte Willensbildung.....	202
a. Mangelnde Transparenz	202
b. Unzureichende Arbeitsmethoden	203
c. Interessenkonflikte	204
d. Prinzipal-Agenten-Konflikt.....	206
3.1.3. Ergebnisse.....	208
3.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	208
3.2.1. Allgemeine Bemerkungen.....	208
3.2.2. Transparenzmängel	209
3.2.3. Unzureichende Arbeitsmethoden	210
3.2.4. Interessenkonflikte	211
3.2.5. Schlussfolgerung.....	211
C. Unverfälschte Willenskundgabe des Aktionärs.....	211
1. Erörterung der Maxime	211
2. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung.....	214
2.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	214
2.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	214
3. Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	215
D. Keine Mitwirkung von Nichtaktionären an der Beschlussfassung.....	215
1. Erörterung der Maxime	215

2. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung.....	217
2.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	217
2.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	218
3. Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	219
3.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	219
3.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	219
E. Erfordernis externer Kontrollmechanismen	219
1. Erörterung der Maxime	220
2. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung.....	221
2.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	221
2.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	221
3. Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	221
3.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	221
3.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	223
F. Verstärkter Aktionärsschutz.....	223
1. Erörterung der Maxime	223
2. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung sowie -beratung	223
2.1. Vereinbarkeit mit der Maxime.....	223
2.2. Angezeigter Regulierungsbedarf	225
G. Unmittelbarkeitsprinzip	225
1. Erörterung der Maxime	225
2. Vereinbarkeit mit der gewerbsmässigen Stimmrechtsvertretung sowie -beratung	226
III. Fazit: Beschränkt notwendiger Regulierungsbedarf.....	227
A. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung	227
B. Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	227
§ 17 Regulierungsansätze und Regulierungsentwurf.....	229
I. Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung.....	229
A. Stellungnahme zu Regulierungsvorschlägen	229
1. Vorschlag VON DER CRONE.....	229
1.1. Gesetzesvorschlag	229
1.2. Stellungnahme	230
1.2.1. Legaldefinition und Charakteristika.....	230
1.2.2. Beschränkte Zulässigkeit der Dauervollmacht.....	231
1.2.3. Gesetzliche Höchstvertretungsgrenze	231
2. Vorschlag VOGT	232
3. Vorschlag MAIZAR	233

B.	Gewährleistung der unverfälschten Willenskundgabe	234
1.	Reporting- und Schadenersatzpflicht.....	234
2.	Stichprobenweise Überprüfung durch die Revisionsstelle	234
3.	Einlesen der Weisungen in den Televoter	237
4.	Stimmrechtsvertretungsrechtliche Gewinnabschöpfung.....	238
5.	Anfechtbarkeit von Generalversammlungsbeschlüssen.....	239
6.	Sanktionierung mittels Busse	240
C.	Keine autonome Stimmrechtsausübung	241
1.	Stimmrechtsausübung nur aufgrund von bestimmten Weisungen.....	241
2.	Verhalten bei Weisungslosigkeit bzw. unbestimmter Weisungserteilung	242
2.1.	Stimmrechtsausübung im Rahmen angekündigter Anträge	242
2.2.	Stimmrechtsausübung im Rahmen unangekündigter Anträge	244
D.	Gewährleistung einer transparenten Mitwirkung	247
E.	Zusammenfassender Regulierungsentwurf	248
1.	Erläuterungen zur Rechtsetzungstechnik	248
2.	Gesetzesbestimmungen	249
II.	Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung	251
A.	Allgemeines zur Regulierung.....	251
1.	Regulierungstendenzen.....	251
1.1.	Überblick	251
1.2.	Stellungnahme	253
2.	Parallelen zur Regulierung von Ratingagenturen	255
B.	Gewährleistung der Willensbildung.....	256
1.	Gegendarstellungsrecht der Aktiengesellschaft.....	256
1.1.	Mechanismus	256
1.2.	Stellungnahme	258
2.	Anforderungen an das Analyse- und Bewertungsverfahren	260
3.	Besondere Haftungsnorm	260
C.	Ergebnis	261
6. TEIL: ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK	263	
§ 18 Zusammenfassung der Ergebnisse	264	
I.	Ergebnisse des zweiten Teils: Grundlagen und Einführung in den Markt der Aktionärsdienstleistungen	264

A. Aktienstimmrecht und Stimmrechtsausübung (§ 2).....	264
B. Aktienrechtliche Stimmrechtsvertretung (§ 3).....	265
C. Markt der Aktionärsdienstleistungen (§ 4)	265
II. Ergebnisse des dritten Teils: Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung	267
A. Terminologie, Charakteristika und Abgrenzungen (§ 5)	267
B. Beschränkungen der gewerbsmässigen Stimmrechtsvertretung (§ 6)	267
C. Stimmrechtsvertretung und/oder Stimmbotschaft? (§ 7)	268
D. Rechtsverhältnisse des gewerbsmässigen Stimmrechtsvertreters (§ 8).....	269
E. Aspekte der Stimmrechtsausübung (§ 9)	271
F. Aktienrechtliche Offenlegungspflicht (§ 10)	272
G. Börsenrechtliche Fragestellungen (§ 11)	272
III. Ergebnisse des vierten Teils: Gewerbsmässige Stimmrechtsberatung.....	273
A. Terminologie und Charakteristika (§ 12).....	273
B. Rechtsverhältnis zum Auftraggeber bzw. Käufer (§ 13).....	274
C. Aktienrechtliche Fragestellungen (§ 14).....	275
D. Börsenrechtliche Pflichten (§ 15)	275
IV. Ergebnisse des fünften Teils: Regulierung de lege ferenda.....	275
A. Staatlicher Regulierungsbedarf im Aktienrecht (§ 16)	275
B. Regulierungsansätze und Regulierungsentwurf (§ 17)	278
§ 19 Ausblick.....	280
Stichwortverzeichnis	281