

# Kritische Punkte bei Stimmrechtsvertretern

**SCHWEIZ** Viele Aktionäre setzen für Generalversammlungen Stimmrechtsvertreter ein. Nun kommen Zweifel an deren Unabhängigkeit vom Unternehmen auf.

MARTIN GOLLMER

Nur noch die wenigsten Aktionäre nehmen an der Generalversammlung eines Unternehmens teil, an dem sie beteiligt sind. Wenn sie trotzdem abstimmen wollen, setzen sie meistens einen Stimmrechtsvertreter ein und erteilen ihm Weisungen, wie er sich zu verhalten hat. 2017 etwa – neuere Zahlen liegen nicht vor – waren an Generalversammlungen von kotierten Unternehmen in der Schweiz durchschnittlich 66% der Aktienstimmen präsent. Davon befanden sich 55% in der Hand von Stimmrechtsvertretern. Bei Unternehmen ohne grossen Ankeraktionär kann dieser Anteil auf bis zu 95% steigen. Christophe Volonté, Head Corporate Governance bei Inrate und dort für die Aktionärsdienstleistung zRating verantwortlich, hat die Stimmrechtsvertreter deshalb in einem Artikel für diese Zeitung einmal als «unbekannte Macht an der Generalversammlung» bezeichnet.

Darum ist für Volonté die vom Gesetz vorgeschriebene Unabhängigkeit der Stimmrechtsvertreter «essenziell». Die Unternehmen sollen die Abstimmung an den Generalversammlungen nicht beeinflussen können. Nun sind jedoch im Fall von Novartis und anderen Unternehmen Zweifel genau an dieser Unabhängigkeit aufgetaucht (vgl. Kasten).

Aber was genau bedeutet Unabhängigkeit? Diese und weitere Fragen zum Stimmrechtsvertreter beantwortet «Finanz und Wirtschaft» im Folgenden.

## Was ist ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter?

Ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter ist eine nicht mit einem Unternehmen verbundene natürliche oder juristische Person oder eine Personengesellschaft, die für diejenigen Aktionäre, die nicht an der Generalversammlung dieses Unternehmens teilnehmen können, aber trotzdem abstimmen wollen, gemäss deren Weisungen stimmt.

## Was heisst unabhängig?

Die Unabhängigkeit des Stimmrechtsvertreters wird im Aktienrecht nicht umschrieben, sollte jedoch den Anforderungen an Revisionsstellen bei Publikumsgesellschaften genügen. Demnach darf der Stimmrechtsvertreter etwa nicht beim Unternehmen angestellt sein, für das er aktiv wird, und muss von ihm wirtschaftlich unabhängig sein. «Diese Unabhängigkeit muss ausserdem nicht bloss tatsächlich, sondern auch dem Anschein nach gegeben sein», sagt Peter V. Kunz, Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität



Leere Stühle an einer Generalversammlung: Nur noch wenige Aktionäre kommen, die meisten lassen sich vertreten.

Bern. Er erachtet deshalb die Auswertung von Aktionärsstimmen durch das Unternehmen selbst oder die Kommunikation von Abstimmungstendenzen durch den Stimmrechtsvertreter an den Verwaltungsrat des Unternehmens, wie sie im Fall von Novartis zur Diskussion stehen, «nicht bloss als problematisch, sondern als rechtlich unzulässig». Es komme aber immer auch auf den Einzelfall an.

## Welche Aufgaben hat ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter?

Der unabhängige Stimmrechtsvertreter ist verpflichtet, die ihm von den Aktionären übertragenen Stimmrechte weisungsgemäss auszuüben. Hat er keine Weisungen erhalten, enthält er sich der Stimme.

## Kann ein Aktionär auch jemand anderen als den unabhängigen Stimmrechtsvertreter

## mit der Vertretung seiner Stimmen beauftragen?

Möglich ist auch noch die gewillkürte Stimmrechtsvertretung, in dem ein Aktionär einem ihm bekannten anderen Aktionär eine Vollmacht erteilt.

## Was muss ein Unternehmen tun, damit der unabhängige Stimmrechtsvertreter seine Pflichten wahrnehmen kann?

## Die Fälle Novartis, Credit Suisse und Nestlé

Novartis ist diese Woche in die Schlagzeilen geraten, weil es der Pharmakonzern mit der Unabhängigkeit seines Stimmrechtsberaters nicht so genau nimmt. Die Sendung «Rundschau» des Schweizer Fernsehens hat nämlich aufgedeckt, dass Stimmkuverts von Aktionären, die sich an der Generalversammlung vertreten lassen wollen, nicht beim unabhängigen Stimmrechtsvertreter landen, sondern in Räumlichkeiten von Novartis, wo sie geöffnet und ausgewertet werden.

Nachfolgende Recherchen des «Tages-Anzeigers» ergaben, dass Novartis diesbezüglich kein Einzelfall ist. Bei der Grossbank

Credit Suisse und beim Nahrungsmittelmulti Nestlé geschehe dasselbe. Die Unternehmen betonen, das sei rechtlich zulässig; die Auswertungen der Aktionärsstimmen fänden unter Aufsicht des Stimmrechtsvertreters statt. Damit dessen Unabhängigkeit auch dem Anschein nach gewahrt sei, müssten die mit den Auswertungen betrauten Leute aber zur Vertraulichkeit verpflichtet werden, betont der Wirtschaftsrechtler Peter V. Kunz (siehe Haupttext). Bei Credit Suisse geschieht das offenbar. Novartis hat gelobt, die Prozesse zu verbessern.

**Problematisch ist bei Novartis auch, dass sich der Verwaltungsrat gemäss der**

«Rundschau» durch den Stimmrechtsvertreter über Abstimmungstendenzen vorinformieren lässt. Das verletzt das Stimmgeheimnis. Der Verwaltungsrat weiss so schon vor der Generalversammlung, wie gewisse Abstimmungen ausgehen könnten.

Diese gemäss «Tages-Anzeiger» nicht übliche Praxis lässt Missbräuche zu. Der Verwaltungsrat könnte, wie das schon geschehen ist, ein Traktandum an der Generalversammlung kurzfristig streichen, weil ein ungünstiges Abstimmungsergebnis droht. Oder er könnte in extremis versuchen, Aktionäre, die noch nicht abgestimmt haben, in seinem Sinne zu beeinflussen.

Der Verwaltungsrat eines Unternehmens muss sicherstellen, dass die Aktionäre die Möglichkeit haben, dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter zu jedem in der Einberufung der Generalversammlung genannten Traktandum Weisungen zu erteilen. Zudem muss der Aktionär die Möglichkeit haben, zu nicht angekündigten Anträgen zu Traktanden sowie zu neuen Traktanden allgemeine Weisungen zu erteilen. Der Aktionär muss schliesslich die Möglichkeit haben, auch elektronisch Vollmachten und Weisungen zu erteilen.

## Wer schlägt den unabhängigen Stimmrechtsvertreter vor? Wer wählt ihn?

Der Verwaltungsrat des Unternehmens schlägt den unabhängigen Stimmrechtsvertreter vor, der dann von der Generalversammlung für ein Jahr gewählt wird. Eine Wiederwahl ist möglich.

## Welche Ausbildung braucht ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter?

Als unabhängige Stimmrechtsvertreter amtieren in aller Regel Rechtsanwälte. «Eine juristische Ausbildung erscheint zwar durchaus sinnvoll, ist aber rechtlich nicht vorgesehen», sagt Kunz. Oftmals bestünden falsche Vorstellungen, was solche Leute genau machen. «Sie haben bloss beschränkte Kompetenzen», erklärt er. «Sie stimmen an der Generalversammlung weisungskonform ja oder nein oder üben Enthaltung aus. Sie geben aber keine Voten ab und dürfen auch keine Anträge stellen, selbst wenn dies von den Aktionären in ihren Weisungen verlangt wird.»

## Über welche Mittel muss ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter verfügen, damit er sein Amt ordnungsgemäss ausüben kann?

«Ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter braucht für den konkreten Fall adäquate Infrastrukturen und Ressourcen wie Räume und Personal», sagt Kunz. Es sei jedoch zulässig, dass das Unternehmen dem Stimmrechtsvertreter solche Infrastrukturen und Ressourcen zur Verfügung stellt. «Dabei muss aber der Anschein der Abhängigkeit in jedem Fall vermieden werden», meint er. Allfälliges Personal des Unternehmens etwa müsse vertraglich zum Stillschweigen gegenüber dem eigenen Arbeitgeber verpflichtet werden.

## Wo ist die Vertretung der Aktionäre durch einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter geregelt?

Es gilt die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei kotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013. Diese wird gegenwärtig im Rahmen einer Revision ins Aktienrecht überführt.

Aktuell auf [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)

## F&W Investis läuft es im Kern rund

Das Immobilienunternehmen Investis steht auf zwei unterschiedlich erfolgreichen Beinen. Im Vermietungsgeschäft bestätigte sich 2018 der Wachstumstrend. Der Bereich Dienstleistungen stagnierte dagegen im Umsatz wie in der Ertragskraft. Die Gewinnentwicklung war von Sondereffekten wie dem Verkauf von Liegenschaften, dem Erfolg aus Neubewertung und Steuern geprägt. Die Dividende bleibt stabil.

[www.fuw.ch/300319-1](http://www.fuw.ch/300319-1)

## Versicherer Vaudoise verspricht mehr

Das Versicherungsunternehmen verbucht für das vergangene Geschäftsjahr einen 5,7% höheren Gewinn. Die Dividende wird von 12 auf 13 Fr. erhöht. Die Vaudoise-Aktien rentieren 2,7%, was im Branchenvergleich wenig ist. In den ersten beiden Monaten 2019 sind auf Sach- und Haftpflichtverträgen 5,1% mehr eingenommen worden. Das Management stellt in Aussicht, bei einer neuerlichen Ergebnisverbesserung die Dividende nochmals aufzustocken.

[www.fuw.ch/300319-2](http://www.fuw.ch/300319-2)

## Jungfraubahn startet gut ins Jahr

**SCHWEIZ** Die Bergbahnbetreiberin hat 2018 erneut einen Rekordgewinn erwirtschaftet. Die Dividende wird auf 2.80 Fr. erhöht.

GABRIELLA HUNTER

Die Jungfraubahn reiht eine Bestmarke an die andere. 2018 hat die Bergbahnbetreiberin erneut mehr verdient. Nach der Publikation der Besucherzahlen im Januar ist der abermalige Rekordgewinn zwar keine Überraschung mehr. Das Unternehmen hat aber sogar die hohen Erwartungen geschlagen.

Der Gewinn auf Stufe Ebit stieg überproportional 15% auf 60,1 Mio. Fr. Die entsprechende Marge erhöhte sich auf 28,6% (+1,2 Prozentpunkte). Unter dem Strich resultierte ebenfalls ein Plus um ein Sechstel auf 47,8 Mio. Fr. Der Gewinn je Aktie liegt mit 8.20 Fr. über der FuW-Schätzung, und auch die Erhöhung der Dividende um 40 Rp. auf 2.80 Fr. ist deutlicher als prognostiziert.

## Mehr als 1 Mio. Besucher

Profitiert hat die Tourismusregion von den Gästen aus Asien, wie das Unternehmen in der Mitteilung vom Donnerstag schreibt. Auf dem Jungfrauoch wurden nicht nur zum dritten Mal in der Geschichte des Unternehmens mehr als 1 Mio. Besucher verzeichnet, sie gaben pro

Gast auch mehr aus. Der Durchschnittsumsatz stieg 2 Fr. Der Besuchermagnet verzeichnete ein Ertragswachstum von 8,2% auf 139,2 Mio. Fr. Insgesamt betrug der Betriebsertrag 212,8 Mio. Fr. (+9,8%).

Um zukünftig zu wachsen, hat die Bergbahnbetreiberin in den vergangenen Jahren rund 160 Mio. Fr. in das Projekt V-Bahn investiert. 2018 betrugen die Projektausgaben 63,6 Mio. Fr. Durch die neuen Verbindungen von Grindelwald zum Eigerletscher einerseits und zum Männlichen andererseits soll die Reisezeit auf das Jungfrauoch markant verkürzt und die Qualität verbessert werden. Mitte Dezember soll mit der neuen Männlichenbahn die erste Etappe eröffnet werden.

Wenngleich sich die Investitionen im Geldfluss und in der Bilanz niederschlagen – der Free Cashflow hat sich 2018 auf 16,3 Mio. Fr. halbiert – ist die finanzielle Situation des Unternehmens weiterhin solide. Die Nettobarmittelposition betrug Ende 2018 wie bereits im Vorjahr rund 45 Mio. Fr. Die Eigenkapitalquote ist knapp 2 Prozentpunkte auf 79,7% gesunken.

Trotz der erwähnten höheren Kapazität hält die Jungfraubahn an der Begrenzung auf 5500 Besucher pro Tag auf dem Jungfrauoch fest. Darin sehen

die Analysten von Vontobel eine Herausforderung für die Zukunft. In den Sommermonaten wird diese Grenze nämlich bereits regelmässig erreicht, was ein weiteres Wachstum im laufenden Geschäftsjahr erschwere.

## Hoch bewertete Titel

Der Auftakt ins neue Jahr ist der Gesellschaft aber einmal mehr geglückt: Bis am 24. März besuchten 7,3% mehr Gäste das Jungfrauoch als in der Vorjahresperiode. Und im Wintersport profitierte die Region nach einem schwierigen Start in die Saison 2018/2019 über die Festtage sowie

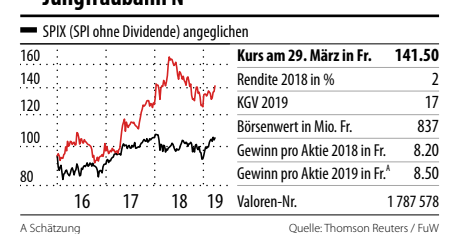
während der Hauptferienzeit von guten Schneebedingungen. Insgesamt stiegen die Ersteintritte 9,8%.

2019 haben die Aktien dank den bereits im Januar veröffentlichten rekordhohen Besucherzahlen 14% zugelegt, nachdem sie 2018 markant verloren hatten. Am Donnerstag schlossen sie im Plus. Historisch betrachtet weisen die Titel mit einem vorausschauenden Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17 eine Prämie auf. Im Vergleich mit Titlis-Bahnen (KGV 14) und BVZ (10) sind sie höher bewertet. Die Dividendenrendite von 2% ist kein Kaufargument. Zudem ist die Liquidität tief. Ein Engagement drängt sich nicht auf.

## Unternehmenszahlen

in Mio. Fr.	2017	2018
<b>Umsatz</b>	<b>193,8</b>	<b>212,8</b>
– Veränderung in %	+14,7	+9,8
Verkehrsertrag	143,8	153,8
Betriebsergebnis (Ebit)	53,0	61,0
– Veränderung in %	+46,0	+15
– in % des Umsatzes	27,4	28,6
Gewinn	41,6	47,8
– in % des Umsatzes	21,5	22,5
Freier Cashflow	33,8	16,3
<b>Bilanz per 31.12.</b>		
Bilanzsumme	656,8	714,3
Eigenkapital	535,9	569,7
– in % der Bilanzsumme	81,3	79,7

## Jungfraubahn N



Alle Finanzdaten zu Jungfraubahn im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/JFN](http://www.fuw.ch/JFN)

