

Schlupflöcher an der GV

SCHWEIZ Die Stimmrechtsausübung ist heikel, wenn US-Aktienzertifikate vorhanden sind.

Ein American Depositary Receipt (ADR) ist ein von einer US-Depotbank in den USA ausgegebenes handelbares Aktienzertifikat, das eine bestimmte Anzahl Aktien eines kotierten ausländischen Unternehmens verkörpert. Inhaber solcher ADR oder Hinterlegungsscheine können an der Generalversammlung der Aktiengesellschaft abstimmen. Geben diese Inhaber ihrer Bank jedoch keine Stimmweisungen, ermächtigen gewisse Grossunternehmen die Depotbank, die Stimmrechte anstelle der Inhaber wahrzunehmen. Diese Praxis scheint im Gegensatz zur Anwendungsverordnung der Minder-Initiative (Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei kotierten Aktiengesellschaften, kurz VegüV) zu stehen. Diese verbietet, dass Depotbanken Stimmrechte ohne Anweisung ausüben.

Die Ausgabe von ADR ist eine verbreitete Praxis, und solche Zertifikate gibt es für sämtliche Gesellschaften des Swiss Market Index (SMI), mit Ausnahme der UBS, deren Aktien beidseits des Atlantiks kotiert sind. ADR sind für US-Anleger von Vorteil, die ohne grenzübergreifende Transaktionen in ausländische Unternehmen investieren wollen. Für die Ausgabe von ADR ist ein Finanzintermediär notwendig, der die Aktien erwirbt und als Grundlage des Zertifikats in Verwahrung nimmt. Bei einem sogenannten Sponsored-ADR-Programm tritt eine Aktiengesellschaft selbst als Emittent auf und beschafft so Kapital im Ausland, während bei einem Unsponsored-ADR-Programm die Initiative ohne Zustimmung des Unternehmens von einer US-Depotbank oder einem Börsenhändler ausgeht.

Wenig Transparenz

Bei acht Unternehmen des SMI werden die Programme von diesen selbst gesponsert, bei elf weiteren wurden die ADR durch Banken ohne Mitwirkung der Gesellschaften ausgegeben. In letzteren Fällen können die ADR nur in Form von OTC-Transaktionen gehandelt werden, also ausserbörslich. Eine Kotierung der ADR ist nämlich ohne das Sponsoring der Aktiengesellschaft nicht möglich. Und dafür muss sich diese dem vollständigen Zulassungsverfahren der amerikanischen Börsenaufsicht (SEC) unterziehen. Trotz teilweise beträchtlicher Anteile von ADR am Aktienkapital ist die Transparenz der Schweizer Unternehmen bezüglich dieser Anteile sehr bescheiden.

Bei gesponserten ADR bieten die ausgebenden Banken den Inhabern systematisch die Möglichkeit, auch dann die Stimmrechte wahrzunehmen, wenn sie nicht formell im Aktienregister eingetragen sind. Denn ADR-Inhaber sind die wirtschaftlichen Nutzniesser der Eigentums- und Mitwirkungsrechte der diesen Zertifikaten zugrundeliegenden Aktien (Dividende bzw. Stimmrechte). Dafür sehen die vier grossen Banken, die auf die Ausgabe von ADR spezialisiert sind, standardisierte Verfahren vor, die den ADR-Inhabern die Wahrnehmung ihrer Stimmrechte ermöglichen. Doch was geschieht, wenn die Inhaber die emittierende Bank nicht instruieren, wie die Stimmrechte ausgeübt werden sollen?

Als einziges Unternehmen des SMI behandelt Novartis dieses Thema im Jahresbericht und erklärt dort, die Stimmrechte könnten von der Depotbank ausgeübt werden, falls sie von den ADR-Inhabern keine Anweisungen erhalten habe. Novartis präzisiert jedoch nicht, wie dabei abgestimmt wird. Im Jahresbericht von Nestlé wiederum ist das Vorgehen nicht definiert,



BILD: CHRISTIAN BEUTLERKEYSTONE

An den Aktionärstreffen von Novartis können ADR-Stimmen ins Gewicht fallen.

doch auf der Stimmkarte für ADR-Inhaber ist zu lesen, dass die Depotbank bei fehlenden Anweisungen die Stimmrechte im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats ausüben werde. Im Hinblick auf die Bestimmung von Artikel 11 der VegüV, «Die Organ- und die Depotstimmrechtsvertretung nach den Artikeln 689c und 689d Obligationenrecht sind unzulässig», wirken diese Praktiken erklärungsbedürftig.

Das Verbot der Vertretung von Aktionären durch Depositäre ist keine schweizerische Besonderheit. So können etwa in den USA Stimmrechte, für die keine Anweisungen vorliegen, bei der Abstimmung über bedeutende Anträge (Non-Routine Votes) nicht ausgeübt werden. Dazu zählen die Wahlen in den Verwaltungsrat sowie die Abstimmungen über den Vergütungsbericht und Aktionärsanträge. Die Richtlinie 2017/828 der Europäischen Union, die ein langfristiges Engagement der Aktionäre fördern soll, hält ebenfalls fest, dass Finanzintermediäre die Stimmrechte mit dem Einverständnis der Aktieninhaber sowie gemäss ihren ausdrücklichen Anweisungen ausüben müssen.

Rechtsunsicherheit

Mit dem Verbot der Stimmrechtsausübung ohne Anweisung soll verhindert werden, dass die Depotbank automatisch zugunsten des Verwaltungsrats abstimmt. In diesem Sinne scheint es logisch, den Begriff der Depotbank auf Finanzintermediäre auszuweiten, die ADR-Zertifikate ausgeben. Doch es macht den Anschein, dass einige Schweizer Unternehmen eine gewisse Rechtsunsicherheit in Bezug auf den Begriff des wirtschaftlichen Eigentü-

Governance



Grundsätze der guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung, subsumiert unter dem Begriff Corporate Governance, betreffen jeden

Aktionär. «Finanz und Wirtschaft» publiziert regelmässig Artikel zu Corporate Governance in Schweizer Unternehmen. Die Beiträge in dieser Rubrik stammen von mehreren Autoren. Ihre Meinung muss nicht mit derjenigen der Redaktion übereinstimmen.

mers und den Status der ADR emittierenden Bank ausnutzen.

Je nach Stimmrechtsverfahren und Prozentsatz des Kapitals in Form von ADR kann das Abstimmungsergebnis dadurch unter Umständen stark beeinflusst werden. So hält im Fall von Novartis die US-Bank J.P. Morgan als Depositärin der durch ADR vertretenen Aktien 12% des gesamten Kapitals. Angesichts der Tatsache, dass der Vergütungsbericht anlässlich der Generalversammlung 2017 nur 59,8% Zustimmung fand, könnte der Einfluss der Stimmen von J.P. Morgan für ADR ohne Anweisungen ausschlaggebend für das Ergebnis gewesen sein.

Vincent Kaufmann ist Direktor der Anlagengestiftung Ethos und der Ethos Services.

Die Situation von SMI-Unternehmen in Bezug auf ADR

	Kotiert?	Gesponsert?	Ratio (Aktien: ADR)	% des Kapitals gemäss Geschäftsbericht 2016
ABB	NYSE	Ja	1:1	n.a.
Adecco	OTC	Nein	1:2	n.a.
Credit Suisse	NYSE	Ja	1:1	n.a.
Geberit	OTC	Nein	1:10	n.a.
Givaudan	OTC	Nein	1:50	n.a.
Julius Bär	OTC	Nein	1:5	n.a.
LafargeHolcim	OTC	Nein	1:5	n.a.
Lonza	OTC	Nein	1:10	n.a.
Nestlé	OTC	Ja	1:1	n.a.
Novartis	NYSE	Ja	1:1	12,0%
Richemont	OTC	Nein	1:10	n.a.
Roche	OTC	Ja	1:8	n.a.
SGS	OTC	Nein	1:100	n.a.
Sika	OTC	Nein	1:200	n.a.
Swatch Group	OTC	Nein	1:20	n.a.
Swiss Life	OTC	Nein	1:20	n.a.
Swiss Re	OTC	Ja	1:4	n.a.
Swisscom	OTC	Ja	1:10	n.a.
UBS ¹⁾	NYSE	Ja	Aktien (1:1)	n.a.
Zurich Insurance Group	OTC	Ja	1:10	1,6%

NYSE = New York Stock Exchange OTC = ausserbörslicher Handel (Over-the-counter-Handel) n.a. = nicht angegeben 1) UBS hat keine ADR, die Aktien sind auch in den USA kotiert Quelle: Ethos