



# Indirekte Vermögensanlagen

Adrian Imhof, Luzius Neubert

Separatdruck aus:  
Schmitz, Daniela/Döhnert, Karsten/Zöbeli, Daniel (Hrsg.) (2015):  
«Die Minder-Initiative bei Pensionskassen – Situationsanalyse und  
Praxisempfehlungen», Zug und Regensdorf 2015.

## 7 Indirekte Vermögensanlagen

(Adrian Imhof, Luzius Neubert)

### 7.1 Einleitung

---

Unbestritten ist, dass Pensionskassen ihre Stimmrechte bei direkt gehaltenen Schweizer Aktien wahrnehmen müssen. Gemäss dem Zusatzbericht zur VegüV des Bundesamtes für Justiz gilt die Stimmpflicht jedoch auch bei indirekt gehaltenen Aktien, «sofern der Vorsorgeeinrichtung ein Stimmrecht eingeräumt wird oder der Fonds von der Vorsorgeeinrichtung kontrolliert wird».<sup>35</sup>

Diese Feststellung hat bei Vorsorgeeinrichtungen, Fondsgesellschaften, Anlagestiftungen und weiteren Akteuren zu Klärungsbedarf geführt: Inwiefern gilt für Vorsorgeeinrichtungen bei Kollektivanlagen eine Stimmpflicht? Und wie wird diese Frage in der Praxis beantwortet?

### 7.2 Anlagefonds

---

Die Frage, ob Pensionskassen auch abstimmen müssen, wenn sie mittels Anlagefonds und anderen Kollektivanlagen in Schweizer Aktien investieren, ist von grosser Tragweite. Schweizerische Pensionskassen tätigen nämlich rund 40 Prozent ihrer Anlagen in Schweizer Aktien mittels Kollektivanlagen.<sup>36</sup> Folgende Vorteile machen Investitionen in Kollektivanlagen attraktiv: Das Zusammenlegen der Vermögenswerte innerhalb von Anlagefonds führt durch Grösseneffekte zu Kostenersparnissen bei der Verwaltung des Vermögens. Das grössere Volumen des Vermögens ermöglicht zudem eine breitere Diversifikation, wodurch das Risiko besser verteilt werden kann. Des Weiteren ergeben sich steuerliche Vorteile, etwa der Wegfall der Stempelsteuer.

Die meisten Anbieter von Anlagefonds sehen für Anleger in Anlagefonds keine Stimmpflicht. Beispielsweise begründet ein Anbieter dies (rechtlich unverbindlich) folgendermassen:<sup>37</sup>

- Die Fondsleitung muss die Stimmrechte der Anleger unabhängig und im Interesse der Anleger ausüben (Art. 23 Abs.1 KAG).
- Die Rückdelegation einzelner Befugnisse der Fondsleitung an die Anleger ist im Grundsatz nicht gestattet. Dies betrifft auch die Wahrnehmung der Stimmrechte. Schweizerische Anlagefonds können Anlegern demnach keine Stimmrechte im Sinne der VegüV einräumen. Einanlegerfonds sind insofern ein Sonderfall,<sup>38</sup> als Befugnisse an den einzigen Anleger delegiert werden können (Art. 7 Abs. 4 KAG).
- Der Investor eines Anlagefonds verfügt nicht über Stimmrechte, sondern nur über Forderungen gegenüber der Fondsleitung (Art. 78 KAG). Es bestehen keine Eigentumsrechte an den gehaltenen Aktien.

Wie die Anlagefonds die Stimmrechte wahrnehmen, liegt somit nach aktueller Einschätzung verschiedener Anbieter in der Kompetenz der Fondsleitung. Vorbehalten bleibt eine andere Beurteilung durch die kantonalen bzw. regionalen Stiftungsaufsichtsbehörden, die Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV), die Revisionsstellen oder die Gerichte.

Trotz der – nach Einschätzung der Autoren – nicht vorhandenen Stimmpflicht gibt es im Zuge der Inkraftsetzung der VegüV eine Tendenz dazu, dem Thema der Aktionärsstimmrechte mehr Beachtung zu schen-

<sup>35</sup> Vgl. Zusatzbericht VegüV, S. 12.

<sup>36</sup> Vgl. NZZ, 2014, Handlungszwang für die Pensionskassen.

<sup>37</sup> Stellungnahme eines Anbieters zuhanden der Autoren bezüglich Stimmrechtswahrnehmung innerhalb von Anlagefonds.

<sup>38</sup> Vgl. ausführlicher Kapitel 7.3.

ken. Fondsleitungen nehmen vermehrt die Dienste von Stimmrechtsberatern in Anspruch und legen gegenüber ihren Anteilseignern offen, wie sie die Stimmrechte wahrnehmen. Beispielsweise übt Swisscanto innerhalb der eigenen Anlagefonds die Stimmrechte aus.<sup>39</sup> Dies erfolgt zusammen mit Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), einem der weltweit führenden Aktionärsberater. Swisscanto verwendet dabei unterschiedliche Richtlinien für Gesellschaften mit Sitz ausserhalb der Schweiz<sup>40</sup> respektive mit Sitz in der Schweiz<sup>41</sup>. Über das Stimmverhalten führt Swisscanto Buch und erteilt den Anlegern auf Anfrage Auskunft darüber. Vereinzelt wird das Stimmverhalten schon vor der Generalversammlung im Internet offengelegt. Die Stimmrechte werden nur wahrgenommen, wenn eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist: Die Stimmanteile am entsprechenden Unternehmen übertreffen 1 Prozent oder der Kurswert der gehaltenen Aktien ist höher als CHF 10 Millionen.

### 7.3 Spezialfall: Einanlegerfonds

---

Bezüglich der Stimmpflicht anders zu beurteilen sind sogenannte Einanlegerfonds (Art. 7 Abs. 3 und 4 KAG).

Einanlegerfonds sind Anlagefonds mit nur einem einzigen Anleger. Dabei handelt es sich um professionelle Investoren wie Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften oder andere Institutionen. Die Einanlegerfonds werden vom Anleger selbst lanciert, wobei dieser die Dienste einer Fondsleitungsgesellschaft in Anspruch nimmt. Dass man einen Anlagefonds für einen einzigen Anleger führt, hat folgende Gründe: Unter anderem fallen innerhalb eines Anlagefonds keine Stempelabgaben an, woraus – je nach Transaktionshäufigkeit – teilweise deutliche Steuereinsparungen resultieren. Häufig werden auch die erhöhte Transparenz bezüglich der Einhaltung der Anlagerichtlinien sowie optimierte Governance-Strukturen als Vorteile genannt. Diese Gründe haben in den letzten Jahren verschiedene Vorsorgeeinrichtungen dazu bewogen, Einanlegerfonds zu lancieren. Seit der Teilrevision des Kollektivanlagengesetzes (KAG) und der entsprechenden Verordnung (KKV) im Frühling 2013 können auch Vorsorgeeinrichtungen mit interner Vermögensverwaltung einen Einanlegerfonds lancieren.<sup>42</sup>

Der Zusatzbericht zur VegüV erwähnt Einanlegerfonds explizit als stimpfpflichtig.<sup>43</sup> Begründet wird dies damit, dass ein solcher Fonds von der Vorsorgeeinrichtung kontrolliert wird. Konkret kann die Vorsorgeeinrichtung als «Sponsor» (Initiantin) des Fonds die Fondsleitungsgesellschaft instruieren, gemäss den Interessen ihrer Versicherten zu stimmen. Dies ist nur möglich, weil die Vorsorgeeinrichtung – als einzige Anlegerin – über eine direkte Weisungsbefugnis gegenüber der Fondsleitung verfügt. Infolge der Konstellation mit einem einzigen Anleger kann es auch nicht zu Interessenkollisionen verschiedener Anleger kommen.

In der Praxis ist es unbestritten, dass Vorsorgeeinrichtungen ihre Stimmrechte von Schweizer Aktien innerhalb von Einanlegerfonds gemäss Art. 22 VegüV wahrnehmen müssen. Damit nehmen Einanlegerfonds innerhalb der Anlagefonds insofern eine Sonderrolle ein, als dass sie nach den aktuellen Kenntnissen zurzeit der einzige Typ von Schweizer Anlagefonds sind, der unter die Stimmpflicht gemäss VegüV fällt.

<sup>39</sup> Vgl. Swisscanto, 2014, Abstimmungspolitik an Generalversammlungen.

<sup>40</sup> Vgl. ISS, 2014 Sustainability International Proxy Voting Summary Guidelines.

<sup>41</sup> Vgl. ISS, 2014 Swisscanto Sustainability Proxy Voting Guidelines for Swiss Companies.

<sup>42</sup> Vgl. CS, 2013, Investor Services, S. 2.

<sup>43</sup> Vgl. Zusatzbericht VegüV, S. 12.

## 7.4 Anlagestiftungen

---

Der Zweck einer Anlagestiftung besteht – ähnlich einem Anlagefonds – in der gemeinsamen Anlage und Verwaltung von Geldern. Anders als bei Anlagefonds stehen Anlagestiftungen aber nur Vorsorgeeinrichtungen und Institutionen mit vergleichbarem Zweck offen (Art. 1 ASV). Anlagestiftungen sind keine Vorsorgeeinrichtungen und daher von der Stimm- und Offenlegungspflicht für Vorsorgeeinrichtungen gemäss Art. 22 und 23 VegüV ausgenommen. Stiftungsrat und Geschäftsführung der Anlagestiftung sind jedoch gesetzlich dazu verpflichtet, im Interesse der Anleger zu handeln (Art. 8 Abs. 1 ASV i.V.m. Art. 51b Abs. 2 BVG). In diesem Zusammenhang kann es angezeigt sein, die Anleger zur Wahrnehmung der Stimmrechte zu befragen.

Dies wird jedoch durch zwei Dinge erschwert: Erstens investieren nach der Erfahrung der Autoren die meisten Anlagestiftungen indirekt in Schweizer Aktien, d.h. über einen (Einanleger-)Fonds. Der Grund dafür ist, dass Anlagestiftungen nicht von der Stempelabgabe ausgenommen sind, Anlagefonds hingegen schon. Entsprechend liegen die Stimmrechte nicht bei der Anlagestiftung, sondern bei der Fondsleitung. Will die Anlagestiftung die Stimmrechte wahrnehmen, muss sie – im Fall eines Einanlegerfonds – die Fondsleitung instruieren. Bei Mehranlegerfonds ist eine verbindliche Instruktion nicht möglich. Zweitens lassen bestimmte Schweizer Gesellschaften kein Stimmensplitting zu, d.h., an den Generalversammlungen kann jeder Aktionär pro Traktandum lediglich mit Ja oder Nein stimmen. Nicht möglich ist es, dass ein Anleger für einen Teil seiner Aktien mit Ja und für den Rest mit Nein stimmt. Anlagefonds und Anlagestiftungen können in diesem Fall ihre Stimmrechte nicht anteilmässig entsprechend den Präferenzen ihrer Investoren ausüben. Nach Ansicht der Autoren verfügen deshalb auch Investoren von Anlagestiftungen formell nicht über Aktionärsstimmrechte und unterliegen keiner Stimm- und Offenlegungspflicht gemäss Art. 22 und 23 VegüV. Vorbehalten bleibt auch hier eine andere Beurteilung durch die zuständigen staatlichen Stellen.

## 7.5 Stimmpräferenzen vs. Stimmrechte

---

Wie dargelegt, verfügen Investoren bei Kollektivanlagen – mit Ausnahme der Einanlegerfonds – nicht über formelle Stimmrechte. Dennoch gibt es einzelne Anlagefonds und Anlagestiftungen, welche ihren Anlegern ein Mitspracherecht bei der Wahrnehmung von Stimmrechten gewähren. Dabei ist von einer (nicht verbindlichen) Äusserung der «Stimmpräferenz» die Rede.

Ein solcher Anbieter ist die Avadis Anlagestiftung, Anlagegruppe Aktien Schweiz.<sup>44</sup> Ist bei einer Gesellschaft kein Stimmensplitting zulässig, so entscheidet der Stiftungsrat der Anlagestiftung unter Berücksichtigung der Stimmpräferenzäusserungen der Anleger über das Stimmverhalten (siehe Abb. 3).

Bei der Zürich Anlagestiftung können Mitstifter mittels einer Zusatzvereinbarung ihre Meinung bezüglich der Generalversammlungen von SMI-Gesellschaften kundtun.<sup>45</sup> Die Anlagestiftung übt die Stimmrechte nur dann aus, wenn kapitalgewichtet mindestens 5 Prozent aller Anleger ihre Meinung äussern.

Eine ähnliche Dienstleistung bietet auch die UBS mit «UBS Voice» für ihre Anlagestiftungen und Anlagefonds im Bereich der Schweizer Aktien an.<sup>46</sup> Dabei wird die Stimmpräferenz der Mitstifter im gesetzlichen Rahmen so gut wie möglich umgesetzt. Wird auf eine Teilnahme an UBS Voice verzichtet, nimmt die

<sup>44</sup> Vgl. Avadis, 2013, Reglement zur Stimmrechtsausübung; vgl. Avadis, 2014, Wahrnehmung der Stimmrechte.

<sup>45</sup> Vgl. Zürich Anlagestiftung, 2013, Anlagerichtlinien, S. 21.

<sup>46</sup> Vgl. UBS, 2014, Erheben Sie Ihre Stimme mit UBS Voice.

Geschäftsführung der UBS-Anlagestiftung bzw. die Fondsleitung die Ausübung der Stimmrechte gemäss eigenen Richtlinien wahr.

Auch Credit Suisse hat kürzlich ein entsprechendes Programm lanciert, das ähnliche Grundzüge wie jenes der UBS aufweist, jedoch mit Kosten, aber auch mit zusätzlichen Dienstleistungen (individuelles Reporting) verbunden ist.

Anbieter	Avadis Anlagestiftung	Credit Suisse	UBS	Zürich Anlagestiftung
Abgedecktes Anlageuniversum	UBS 100-Index (100 Titel)	SMI Expanded (50 Titel)	Swiss Leader Index (SLI) (30 Titel)	Swiss Market Index (SMI) (20 Titel)
Kosten	Kostenpflichtig	Kostenpflichtig	Keine	Keine
Betroffene Kollektivanlagen	Anlagegruppe Aktien Schweiz	Diverse Anlagefonds (Aktien Schweiz)	Diverse Anlagefonds und Anlagegruppen von Anlagestiftungen (Aktien Schweiz und Mischvermögen)	Anlagegruppen Aktien Schweiz und Aktien Schweiz Index
Stimmverhalten der Kollektivanlage	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Normalfall: Differenzierte Abgabe der Stimmen je nach Präferenz der Investoren</li> <li>– Wenn Stimmensplitting unmöglich: Parolenfassung kollektiv für alle Mitstifter bei 2/3 Stimmenmehrheit (andernfalls Enthaltung)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Stimmpräferenzen der Investoren fließen in die Meinungsbildung der Fondsleitung ein</li> <li>– Stimmpräferenz-Abgabe online über Plattform «Proxy Exchange» des Anbieters ISS</li> <li>– Reporting über abgegebene Stimmpräferenzen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Normalfall: Differenzierte Abgabe der Stimmen je nach Präferenz der Investoren (z.B. 28 % Ja, 52 % Nein und 20 % Enthaltung)</li> <li>– Wenn Stimmensplitting unmöglich: Stimmverhalten in der Kompetenz der Fondsleitung</li> <li>– Information über Stimmverhalten nach Generalversammlung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Spezifische Ausübung nur, wenn sich die Eigentümer von min. 5 % des Kapitals einer Anlagegruppe zur Ausübung entscheiden</li> <li>– Andernfalls wird das Stimmrecht im Sinne des Verwaltungsrats ausgeübt</li> </ul>

Quellen: Unterlagen der Anbieter<sup>47</sup>

Abbildung 3: Anbieter von Kollektivanlagen mit Möglichkeiten zur Stimmpräferenzäusserung (Beispiele)

Nun stellt sich die Frage, inwiefern eine Vorsorgeeinrichtung aufgrund der (freiwilligen) Abgabe einer Stimmpräferenz unter die VegüV fällt und z.B. das Stimmverhalten offenlegen muss. Diese Frage wird sowohl von den meisten Anbietern als auch von den Autoren wie folgt beurteilt: Die Ausübung des Stimmrechts verbleibt trotz Äusserung der Stimmpräferenz bei der entsprechenden Fondsleitung oder Anlagestiftung. Anleger haben keinen durchsetzbaren Rechtsanspruch auf Wahrnehmung der Stimmrechte. Entsprechend der nicht gegebenen Rechte haben Vorsorgeeinrichtungen, welche an Programmen zur Äusserung der Stimmpräferenz teilnehmen, auch keine Stimm- oder Offenlegungspflichten gemäss Art. 22 und 23 VegüV. Möglich ist aber durchaus eine freiwillige Publikation des Stimmverhaltens (Abgabe der Stimmpräferenz der Vorsorgeeinrichtung oder Stimmverhalten der Kollektivanlage).

<sup>47</sup> Für die Daten siehe Avadis, 2014, Wahrnehmung der Stimmrechte; Credit Suisse, Credit Suisse Proxy Voting Preference; UBS, 2014, Erheben Sie Ihre Stimme mit UBS Voice; Zürich Anlagestiftung, 2013, Anlagerichtlinien.

## 7.6 Schlussbemerkungen

---

Die Stimmpflicht bringt für Vorsorgeeinrichtungen zusätzliche Aufgaben, Kosten und Arbeit mit sich. Viele Pensionskassen verfügten bisher nicht über die nötigen Ressourcen, um jährlich über eine Vielzahl von Traktanden diverser Generalversammlungen zu befinden. Aus Kostenüberlegungen zögern gewisse von ihnen auch, die entsprechenden Kapazitäten aufzubauen.

Wenn jedoch Vorsorgeeinrichtungen ihrer Stimmpflicht wider besseres Wissen nicht nachkommen, drohen hohe Geldstrafen (Art. 25 VegüV und vgl. Kapitel 11). Akzentuiert wird dies durch die Tatsache, dass eine Verletzung der Stimm- und Offenlegungspflicht als Officialdelikt gilt und aufgrund einer Anzeige von Amtes wegen verfolgt werden muss.

Die mit der Stimmpflicht einhergehenden Kosten und rechtlichen Risiken können Pensionskassen von Direktanlagen abhalten. Gerade für kleinere Pensionskassen besteht im aktuellen Regulierungsumfeld ein Anreiz, Direktanlagen in Aktien durch Kollektivanlagen in Aktien zu ersetzen, um der Stimmpflicht zu entgehen. Marktdaten stützen diese These: So verzeichneten Credit Suisse, UBS und ZKB als wichtige Anbieter im Bereich indexierter Anlagen im ersten Halbjahr 2014 erhebliche Mittelzuflüsse bei den entsprechenden Fondsprodukten für institutionelle Anleger. (Credit Suisse: +8 %, ZKB +25 %, UBS berichtet von fortgesetztem Wachstum).<sup>48</sup>

Ob dieser Trend anhält, kann erst in einigen Jahren beurteilt werden. Bis dahin sollte bekannt sein, wie die provisorische VegüV ersetzt und die Minder-Initiative auf Gesetzesstufe umgesetzt wird. Der Bundesrat hat die Gesetzesvorlage bereits Ende November 2014 in die Vernehmlassung geschickt. Darin ist keine Stimmpflicht für Vorsorgeeinrichtungen vorgesehen, die via Anlagefonds und Anlagestiftungen in Schweizer Aktien investieren. Bis zur Verabschiedung der definitiven Erlasse wird es aber vermutlich noch einige Zeit dauern.

### Literatur

**Aargauer Zeitung (AZ): Minder-Initiative:** So umgehen Pensionskassen den Stimmzwang, <http://www.aargauerzeitung.ch/wirtschaft/minder-initiative-so-umgehen-pensionskassen-den-stimmzwang-128193625>, 22. Juli 2014.

**Avadis:** Reglement zur Stimmrechtsausübung der Avadis Anlagestiftung, 2013, S. 1–4.

**Avadis:** Wahrnehmung der Stimmrechte, [www.avadis.ch/fileadmin/redaktion/pdfs/Institutionelle/Vermögensanlage/Erlaeuterungen\\_Stimmrechtsausuebung\\_KURZ.pdf](http://www.avadis.ch/fileadmin/redaktion/pdfs/Institutionelle/Vermögensanlage/Erlaeuterungen_Stimmrechtsausuebung_KURZ.pdf) (abgerufen am: 23. Oktober 2014).

**Credit Suisse (CS):** Investor Services – Fondslösungen bringen Pensionskassen signifikanten Mehrwert, 2013, S. 1–3.

**Credit Suisse (CS):** Credit Suisse Proxy Voting Preference, unveröffentlicht.

<sup>48</sup> Vgl. AZ, 2014, Minder-Initiative: So umgehen Pensionskassen den Stimmzwang.

**Der Schweizer Treuhänder (Treuhänder-Kammer):** Verordnung gegen übermässige Vergütung, ST 1-2/14, 2014, S. 3–5.

**Institutional Shareholder Services Inc. (ISS):** 2014 Sustainability International Proxy Voting Summary Guidelines, 2014.

**Institutional Shareholder Services Inc. (ISS):** 2014 Swisscanto Sustainability Proxy Voting Guidelines for Swiss Companies, 2014.

**Neue Zürcher Zeitung (NZZ):** Umsetzung der Minder-Initiative – Handlungszwang für die Pensionskassen, [www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschafts-und-finanzportal/handlungszwang-fuer-die-pensionskassen-1.18308754](http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschafts-und-finanzportal/handlungszwang-fuer-die-pensionskassen-1.18308754) (abgerufen am: 23. Mai 2014).

**Swisscanto:** Abstimmungspolitik an Generalversammlungen, 2014, S. 1–4.

**UBS AG:** Erheben Sie Ihre Stimme mit UBS Voice, [http://www.ubs.com/ch/de/asset\\_management/institutionelle-anleger/themen/ubs-voice.html](http://www.ubs.com/ch/de/asset_management/institutionelle-anleger/themen/ubs-voice.html) (abgerufen am: 23. Oktober 2014).

**Zürich Anlagestiftung:** Anlagerichtlinien Zürich Anlagestiftung, 2013, S. 21.