

AUSSERRECHTLICHE REGULIERUNGSTENDENZEN IN DER CORPORATE GOVERNANCE

Empfehlungen der Stimmrechtsberater, Best Practice und Vorwirkung der Aktienrechtsrevision [1]

Die Schweizer Publikumsgesellschaften haben inzwischen die auf sie anwendbaren neuen Vorgaben der VegüV umgesetzt. Der Bundesrat hat am 4. Dezember 2015 erste Grundsatzentscheide bekannt gegeben, wie er die Regeln der VegüV ins Gesetz überführen möchte und welche weiteren Revisionspunkte er vorsieht. Der Beitrag zeigt auf, wie sich die Corporate Governance von Publikumsgesellschaften zwischenzeitlich auf anderen Regelungsebenen ausserhalb des Rechts weiterentwickelt.

1. EINLEITUNG

Die Annahme der *Minder-Initiative* [2] und deren provisorische Umsetzung durch die *Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)* [3] haben die Corporate-Governance-Landschaft für Schweizer Publikumsgesellschaften teilweise tiefgreifend verändert. Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind nunmehr gesetzt. Soweit die betroffenen Unternehmen bei der Umsetzung noch über einen Gestaltungsspielraum verfügten, haben sie von diesem inzwischen Gebrauch gemacht, und es hat sich bereits ein gewisser «Benchmark» etabliert [4]. Die Regulierungswelle, die im Bereich der Corporate Governance über die Schweizer Publikumsgesellschaften hinweggeschwappt ist, scheint wieder etwas abgeebt zu sein.

Seit dem Inkrafttreten des neuen Vergütungsrechts sind nun aber *auf anderen Regelungsebenen* markante neue Entwicklungen in der Corporate Governance börsenkotierter Unternehmen festzustellen:

- (i) die *Stimmrechtsberater* nehmen mit ihren Empfehlungen immer mehr Einfluss auf die Ausgestaltung der Führung und Kontrolle von Publikumsgesellschaften;
- (ii) der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (Swiss Code)* des Wirtschaftsdachverbands *Economiesuisse* wurde seit seiner Veröffentlichung im Jahre 2002 erstmals einer ganzheitlichen Revision unterzogen und teilweise in grundlegen-

den Punkten an die aktuellen Entwicklungen angepasst; (iii) der Bundesrat hat am 4. Dezember 2015 erste *Grundsatzentscheide für die Revision des Aktienrechts* bekannt gegeben, die gerade in den umstrittenen Fragen in der Praxis bereits eine gewisse «*Vorwirkung*» entfalten.

Diese ausserrechtlichen Regulierungstendenzen im Bereich der Corporate Governance sollen im vorliegenden Beitrag näher beleuchtet werden.

2. ZUNEHMENDE BEDEUTUNG DER EMPFEHLUNGEN DER STIMMRECHTSBERATER

2.1 Einfluss ausländischer Grossinvestoren. Die *Minder-Initiative* hat unter dem Dogma der Stärkung der «*Aktionärsdemokratie*» [5] vor allem eine Verlagerung von bisher dem Verwaltungsrat vorbehaltenen Kompetenzen auf die Generalversammlung bewirkt. Nach der Vorgabe der *Minder-Initiative* sind zudem die Pensionskassen nun gezwungen, ihre Aktienstimmrechte auszuüben [6]. Damit einher ging auch eine Zunahme des *Einflusses ausländischer Investoren* und ihrer *Stimmrechtsberater*.

Institutionelle Investoren vertreten in der Aktiengesellschaft oft eine substantielle Anzahl der Stimmen; bei den grossen Schweizer Publikumsgesellschaften liegen die Aktien – sieht man einmal von den Unternehmen ab, die von einer Familie oder einer kleinen Gruppe von Grossaktionären beherrscht sind – heute praktisch durchwegs mehrheitlich und oft zu mehr als zwei Dritteln in ausländischer Hand [7]. Der einzelne Aktionär, der sein Vermögen investiert, das Risiko trägt und sich an den für seine Gesellschaft wichtigen Entscheidungen beteiligt, ist in den börsenkotierten Gesellschaften zur Ausnahme geworden [8].

2.2 Rolle der Stimmrechtsberater. Weil die institutionellen Investoren aus Kapazitätsgründen nicht bei sämtlichen von ihnen gehaltenen Aktien eine vertiefte Analyse über die



CHRISTOPH B. BÜHLER,
PD DR. IUR., RECHTS-
ANWALT, LL.M., PARTNER,
PRIVATDOZENT FÜR
HANDELS- UND
WIRTSCHAFTSRECHT,
UNIVERSITÄT ZÜRICH,
BÖCKLI BÜHLER
PARTNER, BASEL

an den Generalversammlungen abzustimmenden Traktanden vornehmen können, greifen sie gerne auf die Dienste von *Stimmrechtsberatern* (sog. Proxy Advisors) zurück. Diese üben zunehmend erheblichen Einfluss auf die einzelnen Abstimmungen an den Generalversammlungen von Publikumsgesellschaften aus [9]. Die Stimmrechtsberater, die weder finanziell investiert sind noch ein eigenes Risiko tragen noch über eine aktienrechtliche Legitimation verfügen, sind mithin daran, zum ausschlaggebenden Faktor in der Willensbildung der Schweizer Publikumsgesellschaften zu werden. Diese Entwicklung steht in einem paradoxen Gegensatz zu den einstigen Absichten von Minder, dem Schaffhauser Unternehmer, dem es aufgrund eines persönlichen Erlebnisses in Zusammenhang mit dem «Grounding» der *Swissair* im Jahre 2001 vor allem darum ging, die Macht der einheimischen Individualaktionäre zu stärken [10].

2.3 Empfehlungen der Stimmrechtsberater

2.3.1 Faktischer Befolgungszwang der Stimmrechtsempfehlungen.

Die Stimmrechtsberater sammeln für die Aktionäre – in der Regel gegen Entschädigung – Entscheidungsgrundlagen zur Stimmrechtsausübung und geben Abstimmungsempfehlungen zu den traktandierten Geschäften der Generalversammlung ab [11]. Damit erzeugen sie einen *faktischen Befolgungszwang* für die betroffenen Unternehmen. Die Empfehlungen der Stimmrechtsberater entspringen dabei teilweise dem Gedankengut anderer Rechtssysteme und basieren meist auf standardisierten Checklisten, die nicht auf ein sorgfältiges Abwägen von Vor- und Nachteilen abgestützt sind; sie enthalten oft nichts anderes als Paraphrasen des anwendbaren Aktienrechts und der Leitlinien Swiss Code [12]. Darüber hinaus tendieren sie aber auch dazu, die hier zu Lande anerkannten Regeln einer guten Corporate Governance zu *verschärfen* und die Gestaltungsfreiheit der Unternehmen weiter einzuengen. Zu denken ist beispielsweise an die strengeren Anforderungen an die Unabhängigkeit der Verwaltungsratsmitglieder oder an die Begrenzung der Anzahl externer Mandate von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern.

2.3.2 *Strengere Unabhängigkeitsanforderungen für Verwaltungsratsmitglieder.* Die Empfehlungen der Stimmrechtsberater schränken den Begriff der Unabhängigkeit eines Verwaltungsrats gegenüber den Anforderungen des Swiss Code deutlich stärker ein. Gemäss Swiss Code gelten nicht exekutive Mitglieder des Verwaltungsrats als unabhängig, wenn sie der Geschäftsführung nie oder vor mehr als drei Jahren angehört haben und mit der Gesellschaft in keinen oder nur verhältnismässig geringfügigen geschäftlichen Beziehungen stehen [13]. Angesprochen ist damit einerseits die Unabhängigkeit vom Management des Unternehmens und andererseits die finanzielle Unabhängigkeit.

Nach den Stimmrechtsempfehlungen von *Ethos* setzt das Etikett «unabhängig» demgegenüber u. a. zusätzlich voraus, dass das betreffende Verwaltungsratsmitglied «weder eine Grossaktionärin/einen Grossaktionär noch eine Beraterin/einen Berater oder eine andere Anspruchsgruppe des Unternehmens» vertritt und nicht seit mehr als zwölf Jahren Mit-

glied des Verwaltungsrats ist [14]. Nach den Empfehlungen von *Ethos* wird damit der *Vertreter eines bedeutenden Aktionärs* – im Gegensatz zu den einschlägigen Leitlinien des Swiss Code [15] – kategorisch von der Mitarbeit auch im Prüfungs- oder im Vergütungsausschuss ausgeschlossen, obwohl erfahrungsgemäss ein Aktionärsvertreter gerade in Finanz- und Vergütungsfragen besonders kritisch gegenüber den Wünschen des Management eingestellt ist [16]. Das Erfordernis der Unabhängigkeit vom massgebenden Aktionär ist zumindest im Lichte des klassischen Prinzipal-Agent-Modells, wonach die Verwaltungsräte letztlich im Dienste der Aktionäre tätig sind, eine geradezu widersprüchliche Idee [17]. Gerade in börsenkotierten Familienunternehmen, die per definitionem über ein Familienaktionariat mit Kontrollbeteiligung und in der Regel zugleich über Familienaktionäre verfügen, welche in der Unternehmensführung aktiv sind, schwächt diese Anforderung den Einfluss der Familie [18].

Auch hinsichtlich des Unabhängigkeitskriteriums der *Amts-dauerbeschränkung* gibt es an sich bisher keine empirische Evidenz, dass der Zeitablauf zu einer stärkeren inneren Abhängigkeit des Verwaltungsrats vom Management führt. Die Unabhängigkeit eines Verwaltungsrats gegenüber dem Management dürfte sogar im Gegenteil mit der vertieften Kenntnis der inneren Abläufe des Unternehmens und der Erfahrung eher zunehmen [19].

2.3.3 Begrenzung der Anzahl externer Mandate von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern.

Die Statuten müssen gemäss Art. 12 Abs. 1 Ziff. 1 VegüV festhalten, wie viele zusätzliche externe Mandate Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder in Gesellschaften mit Eintragungspflicht im Handelsregister ausüben dürfen. Es geht hier darum, dass die Aktionäre wissen sollen, wie stark die Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung und eines Beirats durch Mandate ausserhalb der Gesellschaft belastet sind [20]. Der Massstab wird dabei unabhängig von der statutarischen Begrenzung der Mandate weiterhin durch die *Sorgfaltpflicht* [21] der Organmitglieder gesetzt. Die Statuten, die an diese Anforderung der VegüV angepasst worden sind, unterscheiden in der Regel zwischen Verwaltungsräten und Geschäftsleitungsmitgliedern sowie nach Börsenkotierung bzw. Nicht-Kotierung [22]. Art. 626 Abs. 2 des *Vorentwurfs Obligationenrecht (VE-OR)* differenziert bei der Anzahl der zulässigen Mandate nach «vergleichbaren Unternehmen mit wirtschaftlichem Zweck» und führt damit nochmals ein neues Kriterium ein. Der Belastung entsprechend ist die Anzahl zusätzlicher Mandate für Geschäftsleitungsmitglieder üblicherweise niedriger angesetzt als für Verwaltungsräte.

Die aktienrechtliche Regelung verpflichtet die betroffenen Publikumsgesellschaften zwar, sich – mit Zuschnitt auf die eigene Unternehmung – für eine bestimmte Begrenzung der Drittmandate der Mitglieder der obersten Führungsorgane zu entscheiden und diese in den Statuten festzulegen, belässt ihnen aber hinsichtlich dieses Entscheids letztlich die Gestaltungsfreiheit. Die Empfehlungen der Stimmrechtsberater sehen demgegenüber eine pauschale Beschränkung der Anzahl der Drittmandate nach einem «one size fits all approach» vor und setzen diese in der Regel hinsichtlich bör-

senkotierter Unternehmen für Verwaltungsräte bei vier und für Geschäftsleitungsmitglieder bei einem einzigen Mandat an [23].

2.4 Regulierung der Stimmrechtsberater. Durch die Ausweitung des Wirkungskreises und den Bedeutungszuwachs der Stimmrechtsberater entstehen neue Prinzipal-Agent-Konflikte und Machtverschiebungen zugunsten von Akteuren, die das für einen Stakeholder typische Risiko nicht tragen und gegenüber der Gesellschaft und den anderen Aktionären noch weniger verantwortlich sind als institutionelle Investoren [24]; denn die Stimmrechtsberater beeinflussen die Stimmrechtsausübung in der Generalversammlung nicht nur *ohne nennenswerte Risikoexposition*, sondern auch frei von jeglichen treuhänderischen Pflichten gegenüber der Gesellschaft und den Aktionären [25].

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung hat der Wirtschaftsdachverband Economiesuisse bereits im Februar 2011 entschieden, das Thema der Stimmrechtsausübung der institutionellen Investoren im Rahmen einer Revision des Swiss Code schwerpunktmässig aufzugreifen und den Verhaltenskodex im Übrigen nur punktuell anzupassen. Der Verband hat in der Folge, ergänzt um eine breit abgestützte Träger-schaft [26], eine Arbeitsgruppe beauftragt, eine Ergänzung des Swiss Code um Richtlinien für institutionelle Investoren

und deren Stimmrechtsberater zu prüfen. Am 21. Januar 2013 wurden die Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften publiziert [27].

Die Richtlinien gehen in ihrem *Anwendungsbereich* über diejenigen der VegüV hinaus. Sie betreffen nicht nur dem Freizügigkeitsgesetz unterstellte Vorsorgeeinrichtungen, sondern institutionelle Investoren jeglicher Art, soweit sie berufsmässig treuhänderische Beteiligungsrechte für Anleger halten, wie insbesondere kollektive Kapitalanlagen, Anlagestiftungen, Wohlfahrtsfonds, Versicherungen und Vermögensverwalter.

Ausgehend von der Prämisse, dass sich die institutionellen Investoren nach dem «*comply or explain*»-Prinzip zu ihrer Verantwortung bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte bekennen sollen, entspricht es nunmehr der Best Practice in der Schweiz, dass die institutionellen Investoren in Anlehnung an die Leitlinien des UK Stewardship Code [28] aufgefordert werden, in einen gewissen Dialog mit den Leitungsorganen der betroffenen Gesellschaften zu treten und ihre Mitwirkungsrechte im Interesse ihrer Anleger verantwortungsvoll und transparent wahrzunehmen. Im Einzelnen betreffen die *Richtlinien für Institutionelle Investoren* die folgenden Punkte [29]:
→ Institutionelle Investoren sollen ihre *Mitwirkungsrechte ausüben*, soweit dies möglich ist und im Interesse ihrer Anleger

als geboten und praktikabel erscheint; → sie sollen bei der Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte die *Interessen ihrer Anleger wahrnehmen* und → sie sollen die *Verantwortung* für die Ausübung der ihnen zustehenden Mitwirkungsrechte *tragen*. Das schliesst den Beizug von Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern nicht aus, doch haben die institutionellen Investoren unter anderem dafür zu sorgen, dass diese allfällige Interessenkonflikte offenlegen und geeignete Massnahmen ergreifen; → die institutionellen Investoren sollen die *Grundsätze und Verfahren der Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte den Anlegern zugänglich machen*; sie erlassen hierfür sogenannte «Stimmrechtsrichtlinien» und ein schriftliches Verfahrensreglement; → sie sollen sodann *offenlegen, wie sie ihre Mitwirkungsrechte ausgeübt haben*. In einem jährlichen *Rechenschaftsbericht* sollen sie darlegen, inwieweit sie ihre Stimmübung an Vermögensverwalter übertragen oder Stimmrechtsberater beigezogen haben.

Die Grundlagen und Prozesse, aufgrund welcher die institutionellen Investoren ihre Mitwirkungsrechte ausüben und die Stimmrechtsberater ihre konkreten Abstimmungsempfehlungen abgeben, waren und sind oft nicht hinreichend bekannt und offengelegt. Es ist daher grundsätzlich zu begrüssen, dass die Richtlinien für Institutionelle Investoren die Best Practice bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte verdeutlichen und die Investoren über das «comply or explain»-Prinzip zu einem verantwortungsvollen Umgang mit ihren Stimmrechten anhalten. Als «soft law»-Regelwerk können sie jedoch nur einen Anreiz zur Förderung des Dialogs zwischen dem Verwaltungsrat und den Aktionären setzen und dazu beitragen, eine kritische Masse an langfristig orientierten Anlegern zu gewinnen [30]. Angesichts der zunehmenden Bedeutung der Proxy Advisors in der Corporate Governance von Publikumsgesellschaften und des mit dieser Entwicklung einhergehenden zunehmenden Problems der unkontrollierten und risikolosen Machtausübung [31] durch diese Berater wird mittelfristig eine «harte» Regulierung auch dieser neuen Kategorie von «agents» allerdings wohl unumgänglich sein [32]. Ein möglicher Regulierungsansatz könnte etwa darin bestehen, die Stimmrechtsberater ebenso dem Aufsichtsrecht oder bestimmten Unabhängigkeits- und Publizitätsanforderungen zu unterstellen [33] wie andere «Gatekeeper» [34] des Kapitalmarkts (Revisionsstellen, Ratingagenturen, Finanzanalysten).

3. REVIDIERTE BEST PRACTICE GEMÄSS SWISS CODE

Auch im Bereich des «soft law» hat sich etwas getan: Economiesuisse hat im September 2014 die revidierte Fassung des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance verabschiedet, der seit 2002 von der Praxis anerkannte Leitlinien für eine zweckmässige Ausgestaltung der Corporate Governance von Schweizer Unternehmen setzt. Die überarbeitete Fassung berücksichtigt insbesondere die Neuerungen, die sich aufgrund der Umsetzung der Minder-Initiative ergeben haben [35]. Die revidierte Fassung wurde aber auch in verschiedenen weiteren Punkten angepasst [36] und enthält namentlich auch zwei *konzeptionelle Paradigmenwechsel*:

3.1 Ausrichtung der Corporate Governance auf das «nachhaltige Unternehmensinteresse». Hervorzuheben ist insbesondere die Justierung der Definition der Corporate Governance, welche nicht mehr ausschliesslich auf das Aktionärsinteresse, sondern auf das Ziel des «*nachhaltigen Unternehmensinteresses*» ausgerichtet ist. Der Gedanke ist an sich nicht neu: Das Bundesgericht hat das Unternehmensinteresse in seiner Rechtsprechung stets als wegweisend für die Tätigkeit einer Aktiengesellschaft bezeichnet [37]. Nach diesem Verständnis ist die Aktiengesellschaft in eine Wirtschaftstätigkeit eingebettet, die den Unternehmenswert erhalten und nachhaltig entwickeln soll, unter angemessener Berücksichtigung auch der mittel- und längerfristigen Interessen der anderen Anspruchsgruppen, d. h. der Kunden, Lieferanten, Arbeitnehmer, Gläubiger und des Staates als Steuergläubiger [38]. Auch für die Aktionäre – so die implizite Überlegung – kann ein Mehrwert letztlich nur durch eine Berücksichtigung der Interessen auch der übrigen Anspruchsgruppen im Unternehmen geschaffen werden, indem dieses gute Mitarbeiter gewinnt, eine gute Reputation bei seinen Kunden und Lieferanten aufbaut und im Verhältnis zu den Behörden und der Gesellschaft für ein attraktives und förderliches unternehmerisches Umfeld sorgt [39].

3.2 Einführung des «comply or explain»-Prinzips. Eine wichtige Neuerung betrifft auch die Einführung des «*comply or explain*»-Prinzips: Unternehmen, die von den Empfehlungen des Swiss Code abweichen, sollen in geeigneter Weise erklären, weshalb sie sich für andere Lösungen entschieden haben. Der Swiss Code betont damit zwar weiterhin die Gestaltungsfreiheit des Unternehmens und beschränkt sich auf *rechtlich unverbindliche Empfehlungen* guter Unternehmensleitung und -überwachung [40]. Er ist im Gegensatz zu einem vorherrschenden internationalen Trend [41] von den Unternehmen auch nach wie vor *nicht* im Sinne einer Voraussetzung zur Kotierung an der Schweizer Börse nach dem Prinzip «*comply or explain*» zu beachten. Es besteht also keine börsenrechtlich durchsetzbare Pflicht zur Einhaltung des Swiss Code. Dieser bildet völlig privatautonom erlassenes «soft law» [42] und ist letztlich auch *nicht demokratisch legitimiert*. Indem der Kodex Gestaltungsempfehlungen ausformuliert, stösst er im Markt aber auf grosse Akzeptanz, weil er praxisnahe Lösungswege aufzeigt, die auf Fachwissen und Erfahrungen basieren. Er kompensiert die rechtliche Legitimationssücke sozusagen, indem er *aus sich selbst heraus sachlich überzeugend* ist [43].

In seiner revidierten Fassung des Swiss Code von 2014 kommt das «*comply or explain*»-Prinzip nun aber immerhin insoweit zum Tragen, als Publikumsgesellschaften im Sinne einer Best Practice – nach wie vor aber nicht in der Form einer eigentlichen börsenrechtlichen Auflage – angehalten werden, allfällige «eigene Gestaltungsideen», mit denen sie von den Empfehlungen des Swiss Code abweichen, zu erklären [44]. Zu begründen sind dabei nur echte Abweichungen oder Ausnahmen, nicht aber die Ausnützung des durch den Kodex eingeräumten Handlungsspielraums. Orientiert sich der Verwaltungsrat beispielsweise beim Erlass von Verhaltensleitlinien nicht an den «Grundzügen eines wirksamen

Compliance-Managements» vom September 2014, sondern an anderen anerkannten Best-Practice-Regeln, so ist das nicht erklärungsbedürftig. Lässt sich der Verwaltungsrat jedoch nicht vom Ziel einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung leiten, was grundsätzlich weiterhin möglich ist, so dürfte eine Erklärung nötig sein. Wichtig ist, dass der Swiss Code mit der Einführung des «comply or explain»-Prinzips letztlich nicht die Gestaltungsfreiheit des Unternehmens einschränken will. Man darf also durchaus andere, abweichende Lösungen wählen, wenn man sie erklären kann [45]. Es geht bei diesem Prinzip in erster Linie darum, «Unternehmen verantwortlicher zu machen, indem sie zu überlegen haben, ob ihre Corporate-Governance-Praktiken zweckmässig sind, und ihnen ein Ziel vorgegeben wird» [46]. Dieser Ansatz ist nach der hier vertretenen Auffassung zu begrüßen, denn bei Publikumsgesellschaften bildet der Swiss Code nicht nur für die Spitzenorgane, sondern auch für die weiteren Anspruchsgruppen des Unternehmens einen wichtigen Orientierungspunkt. Diese sollen sich darauf verlassen können, dass der Verwaltungsrat der Gesellschaft von seiner Gestaltungsfreiheit bei der Organisation der Führung und Kontrolle im Unternehmen auch tatsächlich Gebrauch macht [47].

4. VORWIRKUNG DER AKTIENRECHTSREVISION

4.1 Reaktivierung der Aktienrechtsrevision und Grundsatzentscheide des Bundesrats. Mit der Annahme der Minder-Initiative wurde schliesslich auch die auf Eis gelegte «grosse Aktienrechtsrevision» wieder aufgetaut: Der Vorentwurf zur Änderung des Aktienrechts vom November 2014 sah nicht nur eine Überführung der Bestimmungen der VegüV ins Gesetz vor, sondern beinhaltete auch eine Reihe von weiteren Verschärfungen im Vergütungsbereich und von Anpassungen im gesetzlichen Gefüge der Corporate Governance börsenkotierter und nicht kotierter Aktiengesellschaft

ten. Die Gesetzesvorlage wurde mit zahlreichen, teilweise politisch heftig umstrittenen Neuerungen befrachtet und ist in der Vernehmlassung daher auf breite Kritik gestossen [48]. Daraus hat der Bundesrat die Konsequenzen gezogen und die Revisionsvorlage am 4. Dezember 2015 in *politischen Richtungsentscheiden* deutlich verschlankt [49]. So sollen gemäss der in Aussicht gestellten Botschaft namentlich die Regeln zur Umsetzung der Minder-Initiative nicht mehr wesentlich über den Gehalt der VegüV hinausgehen. Verzichtet wird auch auf das Recht auf Einleitung einer Aktionärsklage auf Kosten der Gesellschaft [50], auf die Pflicht zum Aufbau und Betrieb eines elektronischen Aktionärsforums [51] und zur statutarischen Festlegung des Verhältnisses von fixen und variablen Vergütungen [52] sowie auf das Verbot der vorgängigen Abstimmung über die variablen Vergütungen [53] – eine gemäss dem nun soeben revidierten Recht ausdrücklich im Bereich der Gestaltungsfreiheit der Unternehmen verbliebene Option, die von einer deutlichen Mehrheit eben gerade eingeführt worden war [54]. Wird vorgängig über variable Vergütungen abgestimmt, so soll aber zwingend eine *Konsultativabstimmung* über den Vergütungsbericht durchgeführt werden [55].

4.2 Geschlechter-Richtwerte für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.

In der Vernehmlassung kritisiert wurde auch die Einführung einer Offenlegungspflicht hinsichtlich der Einhaltung eines *Richtwerts* für die Verteilung der Geschlechter im Verwaltungsrat und in der Geschäftsleitung von Publikumsgesellschaften, welche die KMU-Schwelle überschreiten. Diese sollten eine allfällige Unterschreitung der Quote von 30% durch ein Geschlecht in den betreffenden Gremien im Vergütungsbericht begründen und die Massnahmen zur Förderung des weniger stark vertretenen Geschlechts darlegen [56]. Während dieser Zielwert nach dem

Richtungsentscheid des Bundesrats für Verwaltungsräte bestehen bleiben soll, wird für die Geschäftsleitung nun ein tieferer Wert von 20% verlangt. Damit reagiert der Bundesrat auf die statistisch erwiesene Tatsache, dass der Frauenanteil in den Verwaltungsräten der rund 100 grössten Schweizer Unternehmen heute lediglich 15–17% und in den Geschäftsleitungen sogar nur 6% beträgt [57].

Der Regelungsansatz ist angelehnt an einen Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission aus dem Jahre 2012, der eine Zielvorgabe enthält, wonach das unterrepräsentierte Geschlecht 40% der Aufsichtsratsmitglieder bzw. der nicht geschäftsführenden Direktoren in börsennotierten Unternehmen stellen soll [58]. Zur Begründung dieser Regulierung führt die Europäische Kommission an, die *geschlechterspezifische Diversität* könne einen Beitrag zur Bekämpfung von Standarddenkmustern leisten. Es gebe zudem empirische Nachweise dafür, dass Frauen unterschiedliche Führungsstile hätten, an mehr Verwaltungsratssitzungen teilnahmen und eine positive Auswirkung auf die kollektive Gruppenintelligenz zeitigten. Aus Studien gehe sogar hervor, dass zwischen dem Prozentsatz von Frauen in Verwaltungsräten und der Leistung des Unternehmens eine positive Korrelation bestehe [59].

Dennoch kann die Herstellung eines geschlechtergerechten «Gleichgewichts» oder eine allgemein verbindliche Frauenquote nach der hier vertretenen Auffassung kein Selbstzweck sein; sie müssen sich vielmehr aus *funktionalen* Überlegungen rechtfertigen lassen. An einer bestimmten Quote festgemachte «one size fits all»-Lösungen werden weder der Komplexität noch den konkreten Bedürfnissen der einzelnen Unternehmen gerecht. Man muss sich auch fragen, ob das Aktienrecht nicht generell der falsche Ort zur Verwirklichung dieses gesellschaftspolitischen Anliegens ist [60].

4.3 Berichterstattungspflicht für Rohstoffunternehmen.

Gemäss Art. 964a ff. VE-OR sollen sodann künftig Rohstoffunternehmen, die von Gesetzes wegen zu einer ordentlichen Revision verpflichtet sind und direkt oder indirekt im Bereich der Gewinnung von näher definierten Rohstoffen tätig sind, jährlich einen *Bericht* über ihre Zahlungen an staatliche Stellen von mindestens CHF 120 000 pro Geschäftsjahr verfassen. Voraussichtlich nicht in die Botschaft zur Aktienrechtsrevision integriert werden soll demgegenüber die Einführung einer *Sorgfaltsprüfungspflicht* für Unternehmen bezüglich Menschenrechten und Umwelt [61]. Der Bundesrat hat indes angekündigt, dass er sich zu einem späteren Zeitpunkt mit den Pflichten des Verwaltungsrats grosser Gesellschaften befassen werde, auch über nicht finanzielle Themen Bericht zu erstatten, insbesondere über Umweltschutz und Menschenrechte. Damit ist der Bundesrat der Versuchung widerstanden, mit einem aktuellen wirtschaftspolitischen Thema auf den zufällig gerade «fahrenden Zug» [62] der laufenden Aktienrechtsrevision aufzuspringen – zu Recht, denn spezifische gesetzliche Pflichten zu den Menschenrechten und zur Umwelt gehören nicht ins Aktienrecht, sondern sind erstens auf internationaler Ebene und zweites im öffentlichen Recht zu regeln. Der Schutz der Menschenrechte und ein ökologisch verantwortungsbe-

wusstes Verhalten sind dabei selbstverständlich Anliegen, die auch von international tätigen Grossunternehmen zu beachten sind [63].

4.4 «Vorwirkung» der Aktienrechtsrevision. Der Bundesrat hat mit seinem Grundsatzentscheid vom 4. Dezember 2015 die Botschaft zur Aktienrechtsrevision auf Ende 2016 in Aussicht gestellt. Berücksichtigt man, dass die Vorlage – soweit sie bis dahin tatsächlich vorliegen wird – danach noch durch das helvetische Differenzbereinigungsverfahren geschleust werden muss, so ist allerdings selbst bei einer baldigen Verabschiedung einer schlanken Botschaft nicht damit zu rechnen, dass die aktienrechtlichen Rahmenbedingungen im Bereich der Corporate Governance in naher Zukunft bereits erneut angepasst werden. Das bedeutet aber nicht, dass die nun wieder in Gang gebrachte Gesetzgebung für die Schweizer Aktiengesellschaften vorerst bedeutungslos wäre. Es ist vielmehr festzustellen, dass gerade die umstrittenen Vorstösse im Bereich Geschlechterquote und der Corporate Social Responsibility – obgleich deren künftige Verankerung im Gesetz noch fraglich ist – faktisch eine gewisse «*Vorwirkung*» erzielen und damit bereits einen entsprechenden *Reputationsdruck* auf die Führungsorgane grösserer und kotierter Unternehmen erzeugen.

5. FAZIT

Die Minder-Initiative und deren vorgezogene Umsetzung in der VegüV hat zuletzt deutlich gemacht, dass die Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen im Unternehmen sowie wichtige wirtschaftspolitische Anliegen letztlich nur vom Gesetzgeber autoritativ gegeneinander abgewogen werden können. Im Bereich der Corporate Governance versetzen die sich ständig ändernden Marktgegebenheiten und der gesellschaftspolitische Anspruch nach rascher «Skandalbewirtschaftung» den Gesetzgebungsprozess aber zunehmend unter einen hohen Zeitdruck. Diese Entwicklung tritt in ein Spannungsfeld zum herkömmlichen Rechtsetzungsverfahren, das stets viel Aufwand, Koordination und Sachverstand erfordert, um Gesetze erfolgreich durch das Vernehmlassungs- und Mitberichtsverfahren zu bringen und diese dann unter Wahrung der Kohärenz im Gesellschaftsrecht stimmig in das komplexe Ganze der bestehenden normativen Landschaft einzufügen. Die Gesetzgebung droht dabei der tatsächlichen Entwicklung hinterherzuhinken. In dieser Situation zeichnet sich aktuell die Tendenz ab, dass die Corporate Governance von Schweizer Publikumsgesellschaften zunehmend durch *ausserrechtliche* Phänomene «reguliert» wird, die sich eigendynamisch entwickeln und weder staatlich kontrolliert noch demokratisch legitimiert sind: Diese Phänomene – die standardisierten Empfehlungen der Stimmrechtsberater, die proaktiv entwickelten Best-Practice-Standards der Branche und die «Vorwirkungseffekte» der Aktienrechtsrevision – haben dabei eines gemeinsam: Sie instrumentalisieren die *Reputation* als wirksamen Faktor zur Verhaltenssteuerung der Führungsorgane. Die fehlende Rechtsdurchsetzung des Staates wird dabei sozusagen ersetzt durch die moralisch motivierte Sanktionskraft des Markts. ■

Anmerkungen: 1) Überarbeitete Fassung des Referats, das der Verfasser am 27. November 2015 an den 19. Bad Ragazer Verwaltungsrats-Tagen gehalten hat. 2) Eidg. Volksinitiative «gegen die Abzockerei» vom 26. Februar 2008, BBl 2008, 2577 f. 3) Gesetzesvertretende Verordnung des Bundesrats zur Umsetzung von Art. 95 Abs. 3 BV vom November 2013. 4) Vgl. zur Umsetzung der VegüV die Studie hkp, Corporate Practices of Implementation of VegüV and Disclosure of Compensation Information, Zürich 2014/2015; Andreas Müller, VegüV – Business as Usual?, GesKR (2015) 206 ff.; Christoph B. Bühler, Neues Vergütungsregime für Publikumsgesellschaften: Auswirkungen auf die Rolle und Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates, SJZ (2014) 449 ff.; Rolf Watter/Ivo von Büren, VegüV: Erste Erfahrungen, GesKR (2014), 302 ff. 5) Hans-Ueli Vogt, Aktionärsdemokratie – Über Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, mit besonderer Berücksichtigung der Vorschläge für eine Revision des schweizerischen Aktienrechts, in: Holger Fleischer/Susanne Kalss/Hans-Ueli Vogt (Hrsg.), Konvergenzen und Divergenzen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Tübingen 2011, 3 ff.; ders., Aktionärsdemokratie, Habil. Zürich 2011; Rolf Watter/Karim Maizar, Aktionärsdemokratie, Über erweiterte Zuständigkeiten der Generalversammlung und Erleichterungen bei der Stimmrechtsausübung in schweizerischen Aktiengesellschaften, in: Breitschmid Peter/Portmann Wolfgang/Rey Heinz/Zobl Dieter (Hrsg.), Grundfragen der juristischen Person – Festschrift für Hans Michael Riemer zum 65. Geburtstag, Bern 2007, 403 ff.; Peter Böckli, «Aktionärsdemokratie»: ein Schlagwort mit Schlagseite, Nüchterne Vorschläge für eine verbesserte Aktionärsmitwirkung, GesKR 7 (2013), 179 ff. 6) Art. 95 Abs. 3 BV; Art. 22 VegüV. 7) Der Anteil der Aktien börsenkotierter Unternehmen, der in Kollektivvermögen verschiedener Art (Anlagefonds, Pensionskassen, staatliche Sozialversicherungen, Staatsfonds, Versicherungsgesellschaften und Asset Manager) gehalten und professionell verwaltet wird, beträgt heute in grossen Publikumsgesellschaften ungefähr 70%. Vgl. Christoph Volonté/Simon Zaby, Stimmrechtsberatung, Eine kritische Betrachtung, ST (2013), 499 ff.; Peter Böckli, Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, SZW (2015) 209 ff., 210. 8) Böckli (Anm. 7), 210. 9) Der grösste US Proxy Advisor ISS hat mit ca. 15 bis 25% Einfluss auf die an Schweizer Generalversammlungen abgegebenen Stimmen; Ethos bewegt heute zwischen 5 und 10% der Stimmen; alle anderen, wie namentlich Glass Lewis, Actares, zRating und Swipra, liegen demgegenüber im effektiven Einfluss deutlich zurück. Vgl. Böckli (Anm. 7), 212; Hansueli Schöchli, US-Stimmrechtsberater ISS – Wer hinter dem Aktionärsaufwand steckt, NZZ vom 20. April 2013; Peter Nobel, The squeaky wheel gets (all) the grease: Wie weit soll und darf der VR auf aktive Aktionäre eingehen?, SZW (2015) 481 ff., 484. 10) Böckli (Anm. 7), 212. 11) Dieter Gericke/Olivier Baum, Corporate Governance: Wer ist der Governor?, SZW (2014), 345 ff., 350. 12) Böckli (Anm. 7), 216 f. 13) Ziff. 14 SCBP. 14) Ethos, Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte 2016, 15. Ausgabe, Anhang 1, 50. 15) Ziff. 32 SCBP; vgl. auch Karl Hofstetter, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, Grundlagenbericht zur Revision, Zürich 2014, 11 f. 16) Böckli (Anm. 7), 218. 17) Peter Böckli, Corporate Governance: Erfolg und Versagen einer Leitidee, ST (2014) 349 ff., 352. 18) Dazu eingehend Peter Hommelhoff, Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder in börsennotierten Familienunternehmen, ZHR (2013), 953 ff. 19) Böckli (Anm. 7), 218. 20) Claude Lambert/Andreas Müller, in: David Oser/Andreas Müller

(Hrsg.), Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, Zürich 2014, Art. 12 N. 16. 21) Art. 717 Abs. 1 OR. 22) Für Drittmandate von Verwaltungsratsmitgliedern in börsenkotierten Gesellschaften liegt der Benchmark bei maximal vier bis fünf Mandaten, für Geschäftsleitungsmitglieder bei maximal ein bis zwei Mandaten. Für Drittmandate von Verwaltungsratsmitgliedern in nicht kotierten Gesellschaften liegt der Maximalwert bei 10 bis 15 Mandaten und für Geschäftsleitungsmitglieder bei ca. fünf Mandaten. Vgl. Studie hkp (Anm. 4), 22 f. 23) Ethos (Anm. 14), Anhang 2, 52. 24) Holger Fleischer, Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, ZGR 40 (2011), 155 ff.; 166; Böckli (Anm. 17), 352; Herbert Wohlmann/Alexandra J.B. Gerber, Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW (2014), 284 ff., 295; Alexander F. Wagner/Christoph Wenk Bernasconi, Aktionäre und Stimmrechtsberater im Jahr 1 nach der Minder-Initiative, ST (2014), 1147 ff. 25) Fleischer (Anm. 24), 171. 26) Schweizerische Bankiervereinigung, SwissHoldings, Ethos, AHV-Fonds, ASIP Schweizerischer Pensionskassenverband. 27) Vgl. dazu Andreas Binder/Roman Gutzwiller, Soft Law für institutionelle Investoren, GesKR (2013), 84 ff.; Urs Bertschinger, Proxy Advisors – Fluch oder Segen in der Corporate Governance?, SZW (2015) 506 ff., 513. 28) Financial Reporting, Council, UK Stewardship Code, London 2012. 29) Grundsätze 1–5 der Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften vom 21. Januar 2013. Vgl. auch Binder/Gutzwiller, (Anm. 27), 84 ff.; Herbert Wohlmann, Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, SJZ (2013), 461 ff. 30) Fleischer (Anm. 24), 164. 31) Böckli (Anm. 17), 352. 32) So auch Wohlmann/Gerber (Anm. 24), 295; Christophe Tagouo, L'influence des agences de vote sur les assemblées générales des sociétés cotées: Quo vadis?, AJP (2015), 1138. 33) So auch Wohlmann/Gerber (Anm. 24), 295; eher zurückhaltend Fleischer (Anm. 24), 173. 34) Vgl. zu diesem Begriff Christoph B. Bühler, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich 2009, 528 ff. 35) Vgl. insbesondere den gestrafften und angepassten Anhang 1 zum Swiss Code mit den Empfehlungen zu den Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. 36) Vgl. dazu David Frick, Der neue Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, GesKR (2014), 431 ff.; Christoph B. Bühler, Entwicklung der Corporate Governance nach der Umsetzung der Minder-Initiative, Corporate Social Responsibility, Geschlechterquote und weitere Neuerungen, SJZ (2015), 349 ff. 37) BGE 126 III 266; BGE 138 III 294. 38) Böckli (Anm. 7), 219; vgl. dazu auch Bühler (Anm. 33), N. 349 ff. sowie Mark Drenhaus, Das Gesellschaftsinteresse im Schweizer Aktienrecht, Ein systemtheoretischer Rundgang, Basel 2015. 39) Vgl. dazu insbesondere Peter Forstmoser, Corporate Social Responsibility, eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften, in: Robert Waldburger et al. (Hrsg.), Law & Economics, Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag, Bern 2015, 157 ff., 160 m. w. H. 40) Vgl. Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. A. Zürich 2009, § 14 N. 201 und 247 ff.; Bühler (Anm. 33), N. 1260. 41) In der EU basieren 20 von 22 Corporate-Governance-Kodizes auf dem «comply or explain»-Prinzip. Vgl. Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States of September 23, 2009, 143. Dazu Yannik Hausmann/Elisabeth Bechtold-Orth, Corporate Governance in Europa: Quo vadis? Eine Analyse der aktuellen Entwicklungen aus der Sicht

der Schweiz, GesKR (2011), 359 ff.; 368 f.; Christoph B. Bühler, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance: Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklung, GesKR (2011), 477 ff., 484. 42) Vgl. zu diesem Begriff Peter Nobel/Heinz Zimmermann, Regulierung – Überregulierung – Selbstregulierung aus juristischer und ökonomischer Sicht, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2005, 53 ff., 72; Bühler (Anm. 33), N. 50 ff. 43) Böckli, (Anm. 40), § 14 N. 322; Bühler (Anm. 33), N. 1266. 44) Ziff. 27 Abs. 3 SCBP und Präambel SCBP, 6; vgl. dazu Bühler (Anm. 41), 484 f.; Frick (Anm. 36), 434. 45) Frick (Anm. 36), 434; Karl Hofstetter, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, Kontinuität und Wandel, ST (2015), 171 ff., 173. 46) So Grünbuch der Europäischen Kommission zum Corporate-Governance-Rahmen vom 5. April 2011, KOM 2011, 164 endg. 47) In diesem Sinne bereits vor der Revision des Swiss Code Bühler (Anm. 41), 484. 48) Vgl. Bundesamt für Justiz, Bericht zur Vernehmlassung zum Vorentwurf vom 28. November 2014 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 17. September 2015. 49) Vgl. Medienmitteilung EJPD, Bundesrat fällt Grundsatzentscheidung für ein neues Aktienrecht vom 4. Dezember 2015. 50) Art. 697j und 697k VE-OR. 51) Art. 701g VE-OR. 52) Art. 626 Abs. 2 Ziff. 3 VE-OR. 53) Art. 735 Abs. 3 Ziff. 4 VE-OR. 54) Gemäss der Studie hkp (Anm. 4), 32 f., sehen 91% der SMI- und SMIM-(SMI Mid)-kotierten Gesellschaften ein rein prospektives Abstimmungsmodell für die Gesamtvergütung des Verwaltungsrats vor und immerhin 55% auch eine rein prospektive Abstimmung der Generalversammlung über die Vergütungen der Geschäftsleitung. 55) Eine entsprechende Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht haben in der Praxis denn auch bereits heute 76% der SMI und SMIM-Gesellschaften freiwillig eingeführt. Vgl. Studie hkp (Anm. 4), 33. 56) Art. 734e VE-OR; vgl. dazu Urs Schenker, Gleichstellung – Ein aktienrechtliches Thema, SZW (2015) 469 ff. 57) Schillingreport 2015, Transparenz an der Spitze – Die Geschäftsleitungen und Verwaltungsräte der hundert grössten Schweizer Unternehmen im Vergleich, Zürich 2015, 16 f. 58) Art. 4 Abs. 1 Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Gewährleistung einer ausgewogenen Vertretung von Frauen und Männern unter den nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften und über damit zusammenhängende Massnahmen, COM (2012) 614 final. 59) Europäische Kommission, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM (2011) 164/3, Ziff. 1.1.3. 60) Vgl. dazu bereits Bühler (Anm. 36), 353; in diesem Sinne auch Hans-Ueli Vogt, Freiheit und Zwang im Aktienrecht, NZZ Nr. 15 vom 20. Januar 2015, 21; Peter Mühlbert, Corporate Governance in der Krise, ZHR 174 (2010), 375 ff., 380, 384; Fleischer (Anm. 24), 157; a. M. Urs Schenker (Anm. 56), 469 ff. 61) Deren Einführung wurde durch die Motion 14.3671 der Aussenpolitischen Kommission des Nationalrats vom 1. September 2014 und die am 30. März 2015 eingereichte Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt», BBl 2015, 3245, verlangt. Vgl. dazu Bühler (Anm. 36), 357 f.; Forstmoser (Anm. 39), 169 f. 62) Forstmoser (Anm. 39), 173. 63) Vgl. dazu bereits Bühler (Anm. 36), 357 f.