



Yannick Hausmann / Elisabeth Bechtold-Orth

## Corporate Governance: Überholt die Schweiz Europa?

Eine rechtsvergleichende Analyse der aktuellen Entwicklungen



1

Aufsätze

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Aktuelle Entwicklungen in der EU und der Schweiz
  1. EU-Aktionsplan 2012: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance
  2. Schweiz: Verfassungsrevision und Richtlinien für institutionelle Investoren
- III. Verbesserung der Transparenz
  1. Verstärkung der Transparenz seitens der Unternehmen
    - 1.1. EU: Verbesserung der Corporate-Governance-Berichterstattung
    - 1.2. Schweiz: Neue statutarische Offenlegungspflichten
  2. Verstärkung der Transparenz seitens institutioneller Investoren
    - 2.1. EU: Ausbau der Transparenzregeln
    - 2.2. Schweiz: Verantwortungsvolle Stimmrechtsausübung und Transparenz
  3. Ergebnis des Rechtsvergleichs
- IV. Stärkung der Rolle der Aktionäre
  1. Überwachung der Vergütungspolitik durch die Aktionäre
    - 1.1. EU: Stärkung der Aktionärsverantwortung
    - 1.2. Schweiz: Verpflichtung der Aktionäre zur Wahrnehmung von Verantwortung
  2. Neuregelung der institutionellen Stimmrechtsberatung und -vertretung
    - 2.1. EU: Gesetzliche Regulierung der institutionellen Stimmrechtsberater
    - 2.2. Schweiz: Neuregelung der institutionellen Stimmrechtsberatung und -vertretung
  3. Ergebnis des Rechtsvergleichs
- V. Schlussbetrachtung und Ausblick

*Der Beitrag erörtert die jüngsten Corporate-Governance-Entwicklungen in der Schweiz im Nachgang zur Annahme der Minder-Initiative und in der EU basierend auf dem Aktionsplan «Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance». Der von der EU-Kommis-*

*sion am 12. Dezember 2012 verabschiedete Aktionsplan sieht im Vergleich zu früheren Grünbüchern massvolle und eher vorsichtige Reformen vor. In der Schweiz wurde am 3. März 2013 mit der Annahme der Minder-Initiative eine wegweisende politische Entscheidung für die weitere Entwicklung der Corporate Governance von börsenkotierten Aktiengesellschaften getroffen. Die jüngsten Entwicklungen in der Schweiz und in Europa weisen viele Parallelen auf. Die Verbesserung der Transparenz und die Corporate-Governance-Verantwortung der Aktionäre sind jeweils zentrale Anliegen. Gleichzeitig zeigen sich konzeptionelle Unterschiede. Während in der EU die Rechtsposition und das Selbstbestimmungsrecht der Aktionäre gestärkt werden, werden die Aktionäre in der Schweiz künftig stärker in die Pflicht genommen. Dies wirft die grundsätzliche Frage auf, ob das Ziel einer guten Unternehmensführung eher durch eine Ausweitung von Transparenz und Aktionärsrechten oder durch stärkere gesetzgeberische Eingriffe erreicht werden kann. Vor diesem Hintergrund analysiert der rechtsvergleichende Beitrag ausgewählte Reformbestrebungen zur Stärkung der Rolle der Aktionäre sowie zur Verbesserung der Transparenz seitens der Unternehmen und institutioneller Investoren.*

### I. Einleitung

Infolge aufsehenerregender politischer Entscheidungen zu Themen wie «say on pay» und der Höhe von Managervergütungen in den vergangenen Monaten<sup>1</sup> zeichnen sich im Bereich der Corporate Governance sowohl in der Europäischen Union als auch in der Schweiz wegweisende Entwicklungen ab, die in der medialen Öffentlichkeit wie auch in Praxis und Wissenschaft kontrovers diskutiert werden. Die jüngsten rechtspolitischen Initiativen im Bereich «say on pay» setzen bisherige Reformbestrebungen zur Stärkung der Aktionärsrechte fort, stellen

\* Dr. Yannick Hausmann, LL.M., ist Group General Counsel und Mitglied der Konzernleitung der Zurich Insurance Group, Schweiz. Dr. Elisabeth Bechtold-Orth ist Rechtsanwältin in der Konzernrechtsabteilung der Zurich Insurance Group. Der Beitrag stellt die persönliche Auffassung der Autoren und nicht notwendigerweise die Konzernsicht dar. Die Autoren möchten David P. Frick, LL.M., Prof. Dr. Karl Hofstetter, LL.M., Dr. Monica Mächler und Prof. Dr. Rolf U. Watter, LL.M., für wertvolle Kommentare und Anregungen besonderen Dank aussprechen.

<sup>1</sup> Neben der Annahme der Minder-Initiative und der Verabschiedung des EU-Aktionsplans ist hier die (vorläufige) Einigung der Europäischen Kommission, des Parlaments und des Rates vom 28. Februar 2013 über eine Begrenzung der Bonuszahlungen im Bankensektor im Rahmen der Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV) zu nennen.

jedoch nur einzelne Elemente eines weiten Spektrums komplexer Reformbestrebungen dar. Während als unmittelbare Konsequenz der globalen Finanzkrise der Fokus auf einzelne Bereiche wie die Struktur und Ausrichtung von Vergütungssystemen und Defizite im Risikomanagement der Unternehmen gerichtet wurde<sup>2</sup>, wird in der EU und der Schweiz inzwischen ein holistischer Ansatz zur Verbesserung der Corporate Governance verfolgt. Das Regelungsspektrum berücksichtigt nun die verschiedensten Akteure, Ursachen und Interdependenzen auf den Finanzmärkten. Forderungen nach erhöhter Transparenz und einer stärkeren Aktivierung der Aktionäre als Kontrollinstanz stellen zentrale Elemente der jeweiligen Reformbestrebungen dar.

Auf europäischer Ebene geniesst das Ziel einer nachhaltigen Verbesserung der Corporate Governance weiterhin höchste Priorität, wie die Veröffentlichung des Aktionsplanes *Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance*<sup>3</sup> im Dezember 2012 zeigt. Der Aktionsplan 2012 reflektiert den derzeitigen Reformkonsens in der EU, aufbauend auf zwei Grünbüchern aus den Jahren 2010<sup>4</sup> und 2011<sup>5</sup> und der Entschliessung des Europäischen Parlaments zur Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts<sup>6</sup>. Sowohl die Grünbücher als auch der Aktionsplan richten ein Hauptaugenmerk auf die Verantwortung der Aktionäre und die Verbesserung der Transparenz seitens der verschiedenen Akteure. Auch in der Schweiz sind derzeit verschiedene Reformen auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance im Gange: Neben der Verfassungsrevision durch die angenommene *Minder*-Initiative und den zu erwartenden Ausführungserlassen sind die – vorläufig

noch sistierte – Aktienrechtsreform<sup>7</sup>, die Revision des *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*<sup>8</sup> und die jüngst erfolgte Verabschiedung von *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*<sup>9</sup> zu nennen.

Dieser Beitrag untersucht die aktuellen Reformbestrebungen der Europäischen Union und der Schweiz hinsichtlich der Rolle der Aktionäre und der Verbesserung der Transparenz im Bereich der Corporate Governance. Hierbei handelt es sich um eine Momentaufnahme, da die Reformentwicklungen in beiden Rechtssystemen im Fluss sind und, auch im Hinblick auf mögliche Interdependenzen, einer dynamischen Weiterentwicklung unterliegen.

Eingangs werden die jüngsten Entwicklungen auf dem Gebiet der Corporate Governance in der Schweiz und der EU skizziert<sup>10</sup>. Es folgt eine rechtsvergleichende Analyse hinsichtlich der Verbesserung der Transparenz seitens der Unternehmen und institutioneller Investoren sowie hinsichtlich der Rolle der Aktionäre als Anteilseigner. Angesichts der Bemühungen der EU-Kommission, Aktionäre zu einem stärkeren und langfristigen Engagement im Bereich der Corporate Governance zu motivieren, wurde auf europäischer Ebene im Zuge der Veröffentlichung der Grünbücher 2010 und 2011 diskutiert, inwieweit eine Tendenz von reinen Aktionärsrechten zu darüber hinausgehenden Aktionärspflichten beobachtet werden kann<sup>11</sup>. Vor diesem Hintergrund erörtert der Beitrag, ob in der Schweiz durch die Annahme der *Minder*-Initiative möglicherweise der Grundstein für eine gesetzliche Verankerung von Aktionärspflichten gelegt wurde. Auch wenn die Reformen jeweils noch weiterer Konkretisierung bedürfen, stellt sich die Frage, ob die Schweiz Europa auf dem Gebiet der Corporate Governance überholt.

<sup>2</sup> Siehe exemplarisch OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, Februar 2010, S. 3 (Ziff. 2) unter Verweis auf die Berichte *The Corporate Governance Lessons Learned from the Financial Crisis* (Februar 2009) sowie *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* (Juni 2009).

<sup>3</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, Mitteilung an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, *Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen*, KOM(2012) 740. Der Aktionsplan 2012 löst den Aktionsplan 2003 ab (vgl. Aktionsplan «Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union», Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament vom 21. Mai 2003, KOM(2003) 284 endg.).

<sup>4</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik*, KOM(2010) 284 endg. Als Begleitdokument siehe *Commission Staff Working Document, Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to Be Drawn From the Current Financial Crisis, Best Practices*, SEC(2010) 669.

<sup>5</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Europäischer Corporate Governance-Rahmen*, KOM(2011) 164 endg.

<sup>6</sup> EUROPÄISCHES PARLAMENT, Entschliessung vom 14. Juni 2012 zur Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts, P7\_TA(2012)0259.

<sup>7</sup> Siehe KARL HOPSTETTER, *Die Reform des Aktienrechts im Lichte der Corporate Governance*, SJZ 2008, S. 477 ff.

<sup>8</sup> Siehe hierzu umfassend DAVID FRICK, *Corporate Governance heute – Revision des Swiss Code of Best Practice*, SJZ 2012, S. 233 ff.

<sup>9</sup> Die neuen Richtlinien, hrsg. von ASIP, Ausgleichsfonds AHV/IV/EO, Economiesuisse, Ethos, SwissBanking, Swissholdings, sind abrufbar unter: [http://www.economiesuisse.ch/de/SiteAssets/PDF/%20Download%20Files/Forms/EditForm/Richtlinien\\_integral\\_\(16012013\)\\_d.pdf](http://www.economiesuisse.ch/de/SiteAssets/PDF/%20Download%20Files/Forms/EditForm/Richtlinien_integral_(16012013)_d.pdf).

<sup>10</sup> Der Beitrag fokussiert sich hierbei auf explizit ausgewählte Elemente des EU-Aktionsplans 2012; eine umfassende Analyse des gesamten europäischen Corporate-Governance-Rahmens ist nicht Gegenstand der Untersuchung. Auf der Ebene des schweizerischen Gesellschaftsrechts werden insbesondere die neue Verfassungsnorm (Art. 95 Abs. 3 BV) sowie die am 21. Januar 2013 publizierten *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften* berücksichtigt. Insofern wird der noch laufenden Revision des Aktienrechts und des *Swiss Code of Best Practice* Rechnung getragen.

<sup>11</sup> Siehe hierzu bereits YANNICK HAUSMANN/ELISABETH BECHTOLD-ORTH, *Corporate Governance in Europa: Quo vadis?*, GesKR 2011, S. 363 ff.

## II. Aktuelle Entwicklungen in der EU und der Schweiz

### 1. EU-Aktionsplan 2012: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance

Der jüngste Aktionsplan der Europäischen Kommission konturiert die geplanten Initiativen im Bereich des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und Nachhaltigkeit europäischer Unternehmen<sup>12</sup>. Den ersten Kernpunkt des Aktionsplans stellt die Verbesserung der Transparenz zwischen Unternehmen und ihren Aktionären dar. Dies soll durch erweiterte Publizitätspflichten der Unternehmen im Hinblick auf Vergütungen, die Vielfalt in der Zusammensetzung des Verwaltungsrats und des Risikomanagements, eine Verbesserung der Corporate-Governance-Berichterstattung, den Ausbau von Transparenzregeln für institutionelle Investoren und die verstärkte Einbeziehung der Aktionäre erreicht werden. Als zweiten Kernpunkt sieht die Kommission verschiedene Initiativen zur Förderung des langfristigen Engagements der Aktionäre vor. Insbesondere soll mehr Transparenz in Bezug auf die Vergütungspolitik und die Vergütung der einzelnen Mitglieder der Geschäftsführung hergestellt sowie ein Aktionärsrecht auf Abstimmung über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht verankert werden. Ferner soll das bisherige regulatorische Vakuum im Hinblick auf institutionelle Stimmrechtsberater (*Proxy Advisors*)<sup>13</sup> geschlossen werden. Den dritten Kernpunkt bilden gesellschaftsrechtliche Initiativen zur Förderung von Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen<sup>14</sup>. Die Umsetzung der Reformen ist einerseits durch den Erlass von Richtlinien, die die EU-Mitgliedstaaten in nationales Recht umsetzen müssen, andererseits durch die Veröffentlichung von «best practice»-Empfehlungen («soft law») geplant. Auf dem Gebiet der Corporate Governance soll der derzeitige Ansatz «comply or explain» beibehalten werden<sup>15</sup>.

### 2. Schweiz: Verfassungsrevision und Richtlinien für institutionelle Investoren

Am 3. März 2013 stimmten das Schweizer Stimmvolk und die Kantone mit deutlicher Mehrheit für eine Verfassungsrevision auf der Grundlage einer Volksinitiative des Politikers und Unternehmers *Thomas Minder* zur Verhinderung exzessiver Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Übergreifendes Ziel der Initiative war eine Verbesserung der Corporate Governance durch eine Stärkung der Kontrollfunktion der Aktionäre. Die am 26. Februar 2008 eingereichte Volksinitiative enthielt 24 Forderungen auf dem Gebiet des Aktienrechts und der Corporate Governance für Schweizer Aktiengesellschaften, die an einer in- oder ausländischen Börse kotiert sind<sup>16</sup>.

Diese Forderungen finden nun in Form eines neuen Artikels 95 Absatz 3 Eingang in die Schweizer Bundesverfassung<sup>17</sup>, jedoch bedarf ihre Implementierung noch konkretisierender Gesetzgebung. Die Volksinitiative führte zu einer Unterbrechung der seit 2005 im Gang befindlichen «grossen Aktienrechtsrevision», deren Anliegen ebenfalls eine Verbesserung der Corporate Governance mittels einer Stärkung der Rechte des Aktionariats war<sup>18</sup>. Flexiblere Alternativvorschläge des Gesetzgebers in Gestalt des indirekten Gegenvorschlags<sup>19</sup>, dessen Ziel in weitgehender Übereinstimmung mit der *Minder*-Initiative ebenfalls eine Stärkung der Aktionärsdemokratie<sup>20</sup> war, kamen damit nicht zum Zuge.

Neben der Stärkung der Aktionärsdemokratie durch Zuweisung weitreichender Wahl- und Abstimmungskompetenzen an die Generalversammlung strebt die neue Verfassungsnorm eine erweiterte Transparenz zugunsten der Aktionäre durch neue statutarische Offenlegungspflichten für die Unternehmen an. Insbesondere soll die Generalversammlung künftig jährlich über die Gesamtvergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung abstimmen. Auch soll sie jedes Jahr den Verwaltungsratspräsidenten, die Mitglieder des Verwaltungsrates und

<sup>12</sup> Die einzelnen Initiativen des Aktionsplans werden unterschiedliche Anwendungsbereiche haben. Während die europäischen Corporate-Governance-Regeln nur für börsenkotierte Unternehmen gelten, deckt das EU-Gesellschaftsrecht in der Regel alle EU-Aktiengesellschaften ab. Siehe auch EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 3.

<sup>13</sup> Institutionelle Stimmrechtsberater bieten verschiedene Dienstleistungen an, die von Abstimmungsempfehlungen über die Stimmrechtsvertretung bis zur Erstellung von Corporate-Governance-Ratings reichen.

<sup>14</sup> So werden eine Initiative zur grenzübergreifenden Verlegung des Unternehmenssitzes und zur Erleichterung grenzüberschreitender Verschmelzungen von Unternehmen sowie eine klärende EU-Regelung für grenzüberschreitende Spaltungen von Unternehmen erwogen.

<sup>15</sup> Siehe EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 18 (Abschnitt 6).

<sup>16</sup> Zum Anwendungsbereich siehe auch LUKAS GLANZMANN, Die «Abzocker»-Initiative und ihre Folgen. Eine Annäherung an Art. 95 Abs. 3 BV, GesKR 2013 [Online-Beitrag], S. 1 ff., ebenfalls HANS-UELI VOGT/MANUEL BASCHUNG, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei», GesKR 2013, S. 5 (18 f.).

<sup>17</sup> BBl 2006 8755 ff.; BBl 2008 2577 f.

<sup>18</sup> Zum historischen Hintergrund der Volksinitiative als «Störfaktor» der Aktienrechtsreform siehe PETER FORSTMOSER, «Say-on-Pay»: Die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und der Gegenvorschlag des Parlaments, SJZ 2012, S. 337 (338 f.).

<sup>19</sup> Der Gegenvorschlag des Parlaments erfolgte auf Gesetzesstufe und ist daher als indirekter Gegenvorschlag zu qualifizieren. Zum Inhalt siehe Schlussabstimmungstext Geschäft Nr. 10.443 (Änderung des Obligationenrechts vom 16. März 2012).

<sup>20</sup> Hierzu grundlegend und aktuell HANS-UELI VOGT, Aktionärsdemokratie. Über die Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, Zürich 2012.



des Vergütungsausschusses<sup>21</sup> sowie den unabhängigen Stimmrechtsvertreter<sup>22</sup> direkt wählen. Ferner werden Pensionskassen verpflichtet, im Interesse der Versicherten abzustimmen und ihr Stimmverhalten offenzulegen<sup>23</sup>. Eingeführt werden zudem eine statutarische Publizitätspflicht, primär in Bezug auf vergütungsbezogene Informationen<sup>24</sup>, sowie diverse Verbote für die Unternehmensführung<sup>25</sup>. Neu ist schliesslich, dass eine Verletzung der vorgenannten Regeln strafrechtliche Sanktionen nach sich ziehen soll<sup>26</sup>.

Weiterhin von höchster Aktualität ist die am 21. Januar 2013 erfolgte Publikation der *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften* durch Vertreter der Schweizer Wirtschaft, institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater<sup>27</sup>. Neben dem – derzeit in Revision befindlichen – *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*<sup>28</sup>, der sich in erster Linie an börsennotierte Unternehmen richtet, ergänzen die Richtlinien existierende Selbstregulierungsinstrumente im Bereich der Mitwirkungsrechte. Der Fokus der neuen Richtlinien liegt auf einer verantwortungsvollen Ausübung der Stimmrechte. Mit der freiwilligen Annahme dieser Regeln setzen die institutionellen Investoren ein deutliches Signal, dass sie ihre Verantwortung gegenüber ihren Anlegern ernst nehmen<sup>29</sup>.

Sowohl in der EU als auch in der Schweiz kristallisieren sich in den jüngsten Reformen die Stärkung der Rechte und der Verantwortung der Aktionäre sowie eine Verbesserung der Transparenz im Bereich der Corporate Governance als gemeinsame Ziele heraus. Die Reformansätze in der Schweiz und der EU unterscheiden sich jedoch durch die Intensität der gesetzgeberischen Intervention. Eine gesetzgeberische Intervention ist in Form von dispositivem oder zwingendem Recht denkbar; letz-

teres schränkt sowohl das Selbstbestimmungsrecht der Aktionäre als auch die Organisationsfreiheit der Unternehmen deutlich ein. Im Folgenden werden die aktuellen Reformbestrebungen in der Schweiz und in Europa im Hinblick auf die gemeinsame Zielsetzung der Verbesserung von Transparenz und der Stärkung der Aktionärsverantwortung vertieft untersucht.

### III. Verbesserung der Transparenz

#### 1. Verstärkung der Transparenz seitens der Unternehmen

##### 1.1. EU: Verbesserung der Corporate-Governance-Berichterstattung

Es ist der Europäischen Kommission ein Anliegen, die in der EU nach dem Grundsatz «comply or explain» erfolgende Berichterstattung zu verbessern<sup>30</sup>. Der Grundsatz «comply or explain» ist in Europa von Aufsichtsbehörden, Unternehmen und Investoren als geeignetes Instrument zur Durchsetzung von Zielvorgaben im Bereich Corporate Governance anerkannt<sup>31</sup>. Diesem Ansatz zufolge können Unternehmen von bestimmten Empfehlungen eines Corporate-Governance-Kodex abweichen, sofern sie die betreffenden Gründe darlegen. Diese Flexibilität erlaubt es Unternehmen, ihre Corporate Governance der jeweiligen Unternehmenssituation unter Berücksichtigung der Unternehmensgrösse, Aktionärsstruktur und sektoraler Besonderheiten anzupassen. Allerdings erkannte die EU-Kommission Mängel bei der Anwendung dieses Grundsatzes im Hinblick auf die Informationsqualität der Corporate-Governance-Erklärungen: Im Falle eines Abweichens von einer Empfehlung wurde dies oft entweder nur festgestellt oder es fehlte zumindest eine konkrete Erläuterung<sup>32</sup>. Da Investoren aber solche Erklärungen zur Grundlage ihrer Anlageentscheidungen und zur Bewertung der jeweiligen Unternehmen machen, mindern derartige Mängel die Effektivität von Corporate-Governance-Kodizes.

Als Reaktion auf das Grünbuch 2011 wurde eine Verpflichtung der Unternehmen, die Erklärungen für ein Abweichen von den Empfehlungen des jeweils anwendbaren Kodexes zu verbessern, überwiegend befürwortet. Einige Mitgliedstaaten haben zwischenzeitlich Leitlinien für die Qualität der von den Unternehmen beizubrin-

<sup>21</sup> Nach bisheriger Praxis bestimmt der Verwaltungsrat – und nicht die Generalversammlung – den Verwaltungsratspräsidenten und die Mitglieder seiner Ausschüsse. Ferner sind nach geltendem Recht längere Amtsperioden möglich (Art. 701 Abs. 1 OR); in der Praxis war bisher eine Amtsperiode von drei Jahren üblich.

<sup>22</sup> Siehe hierzu Teil IV.2.2.

<sup>23</sup> Siehe hierzu Teil III.2.2.

<sup>24</sup> Siehe hierzu Teil III.1.2.

<sup>25</sup> Verboten werden sollen künftig Sonderzahlungen wie Abgangsschädigungen, Vergütungen im Voraus (soweit sie nicht beim Stellenwechsel als Kompensation für den Verlust von Vergütungselementen dienen, welche an den weiteren Verbleib beim alten Arbeitgeber geknüpft waren), Prämien für Firmenkäufe oder -verkäufe sowie der Abschluss eines zusätzlichen Berater- oder Arbeitsvertrages für Mitglieder der Unternehmensführung.

<sup>26</sup> Die neue Verfassungsbestimmung sieht strafrechtliche Sanktionen von einer Geldstrafe (in Höhe von bis zu sechs Jahresvergütungen) bis zu einer Freiheitsstrafe (von einer Dauer bis zu drei Jahren) vor. Siehe FN 9.

<sup>27</sup> Siehe FN 9.

<sup>28</sup> Siehe DAVID FRICK, a.a.O. (FN 8), S. 233 ff. Der *Swiss Code of Best Practice* enthält Gestaltungsempfehlungen zu Unternehmensstruktur und -prozessen und folgt dem Grundsatz der proaktiven Selbstregulierung (Prinzip der freiwilligen Selbstverpflichtung).

<sup>29</sup> Siehe Erläuterungen zum Kontext der Richtlinien, FN 9, S. 2. Ähnliche Kodizes existieren in anderen Ländern teilweise bereits, teilweise sind sie noch in Ausarbeitung. Siehe hierzu Teil III.2.2.

<sup>30</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 7 f. (Abschnitt 2.2).

<sup>31</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch April 2011, a.a.O. (FN 5), S. 21 (Abschnitt 3), unter Verweis auf eine Studie von RiskMetrics (in Kooperation mit der EU) aus dem Jahr 2009 über die Systeme zur Überwachung und zur Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln in der EU (abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm)).

<sup>32</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 7 f.

genden Erklärungen erlassen<sup>33</sup>. Die EU-Kommission begrüsst diese nationalen Initiativen und wird 2013 voraussichtlich eine Empfehlung veröffentlichen, um die Qualität der Corporate-Governance-Berichterstattung allgemein und im Hinblick auf die effektive Umsetzung des «comply or explain»-Prinzips zu verbessern<sup>34</sup>. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, dass die EU-Kommission derzeit den im Grünbuch 2011 skizzierten Ansatz, Corporate-Governance-Erklärungen einer dezidierten formalen Überprüfung durch Behörden mit potentieller Sanktionierung zu unterstellen<sup>35</sup>, nicht weiterzuverfolgen scheint<sup>36</sup>. Vielmehr wird das Prinzip der freiwilligen Selbstregulierung der Unternehmen in dieser Hinsicht gewahrt.

### 1.2. Schweiz: Neue statutarische Offenlegungspflichten

Dem neuen Verfassungsartikel zufolge sollen die Statuten künftig für die Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung Regelungen zu den Erfolgs- und Beteiligungsplänen, zu der Anzahl der Mandate ausserhalb des Konzerns sowie zur Höhe der Renten, der Kredite und Darlehen<sup>37</sup> enthalten. Ferner soll die Dauer der Arbeitsverträge der Mitglieder der Geschäftsleitung in den Statuten geregelt werden<sup>38</sup>. Aus Gründen der Praktikabilität und Umsetzbarkeit sollten diese Vorgaben dahingehend interpretiert werden, dass in den Statuten künftig diesbezügliche Grundsätze, Zuständigkeiten, Eckwerte und Berechnungsgrundlagen zu regeln sind. Da jede Änderung der Statuten der Genehmigungspflicht der Generalversammlung und einer erneuten notariellen Beurkundungspflicht unterliegt, müssen die Statuten den Gesellschaften weiterhin die notwendige Flexibilität bei sofortigem Handlungsbedarf gewähren können. Eine Aufnahme komplizierter, differenzierter und individueller Inhalte in die Unternehmensverfassung ist nicht zu befürworten<sup>39</sup>.

Erwähnt sei an dieser Stelle, dass – auch bei einer bisher positiven Umsetzungsbilanz – die Einführung des «comply or explain»-Prinzips angesichts der internationalen Entwicklungen im Rahmen der derzeitigen Revision des *Swiss Code of Best Practice* erwogen wird<sup>40</sup>. Die Corporate-Governance-Richtlinie der SIX Swiss Exchange verfolgt bei ihren Vorgaben für die Berichterstattung börsenkotierter Unternehmen bereits den «comply or explain»-Ansatz.

## 2. Verstärkung der Transparenz seitens institutioneller Investoren

### 2.1. EU: Ausbau der Transparenzregeln

Im Zuge der Konsultationen zu den Grünbüchern 2010 und 2011 wurde deutlich, dass die Transparenz hinsichtlich der Abstimmungspolitik und -strategie institutioneller Investoren verbessert werden kann<sup>41</sup>. Derzeit empfehlen beispielsweise der britische *Stewardship Code*<sup>42</sup> und das *International Corporate Governance Network* in seinen *Global Corporate Governance Principles*<sup>43</sup> institutionellen Investoren bewährte Praktiken für die Verbesserung von Transparenz und Engagement. Nach Auffassung der Kommission würde die Offenlegung derartiger Informationen Endanleger mit einer verbesserten Informationsgrundlage für optimale Investitionsentscheidungen ausstatten<sup>44</sup>, den Dialog zwischen Anlegern und Unternehmen fördern, und die Rechenschaftspflicht der Unternehmen gegenüber der Zivilgesellschaft ausbauen<sup>45</sup>. Eine verbesserte Informationsgrundlage kann für Aktionäre Anreize für ein verstärktes Engagement bei der Unternehmenskontrolle setzen und damit im

ansprüche, sei es durch eine Änderung der Dauer der Lebenserwartung, des Mindestverzinsungssatzes, des Zivilstandes, der massgeblichen Vergütung oder anderer Faktoren.

<sup>40</sup> Siehe DAVID FRICK, a.a.O. (FN 8), S. 233 (234) sowie CHRISTOPH B. BÜHLER, «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance»: Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklung, GesKR 2011, S. 477 (484 f.).

<sup>41</sup> Konkrete Verpflichtungen, beispielsweise auf einen (nationalen oder internationalen) Verhaltenskodex wie das *International Corporate Governance Network* (ICGN), wurden jedoch mehrheitlich nicht befürwortet. Siehe hierzu EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Juni 2010, a.a.O. (FN 4), S. 18 (Abschnitt 5.5, Frage 5.2).

<sup>42</sup> Siehe FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *UK Stewardship Code*, abrufbar unter: <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>, insbesondere die Grundsätze 1 und 6. Ähnliche Empfehlungen hat auch die niederländische EUMEDION publiziert, siehe <http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best-practices-engaged-share-ownership.pdf>, insbesondere die bewährte Praxis Nr. 6.

<sup>43</sup> Siehe [http://www.icgn.org/files/icgn\\_main/pdfs/best\\_practice/global\\_principles/icgn\\_global\\_corporate\\_governance\\_principles\\_revised\\_2009.pdf](http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/global_principles/icgn_global_corporate_governance_principles_revised_2009.pdf), insbesondere Punkt 9.5.

<sup>44</sup> Zu einer rechtsvergleichenden Analyse siehe KLAUS ULRICH SCHMOLKE, Institutional Investors' Mandatory Voting Disclosure. The Proposal of the European Commission against the Background of the U.S. Experience, EBOR 2006, S. 767 (803 ff.).

<sup>45</sup> Siehe auch EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 9 (Abschnitt 2.4).

<sup>33</sup> So veröffentlichte der Wertpapiermarktverband in Finnland am 20. Januar 2012 Leitlinien für von den Unternehmen beizubringende Erklärungen. Der belgische Corporate-Governance-Ausschuss gab eine unabhängige Studie zur Qualität der Erklärungen in Auftrag und veröffentlichte 2012 auf der Grundlage ihrer Erkenntnisse eine Reihe praktischer Empfehlungen. Ebenfalls 2012 führte der britische Financial Reporting Council Leitlinien zum Grundsatz «comply or explain» in den *UK Corporate Governance Code* ein.

<sup>34</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 7 f.

<sup>35</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch April 2011, a.a.O. (FN 5), S. 22 f. (Abschnitt 3.2).

<sup>36</sup> Zur gegenteiligen Befürchtung siehe auch JAN BREMER, Neuere Entwicklungen aus Brüssel, NZG 2013, S. 20.

<sup>37</sup> Welche Differenzierung durch die Terminologie «Kredite und Darlehen» angestrebt ist, ist nicht erkennbar.

<sup>38</sup> Siehe insgesamt Art. 95 Abs. 3 lit. c BV (neu). Ob hierdurch angesichts der bereits weitreichenden Offenlegungsvorschriften des Obligationenrechts eine inhaltliche Ausweitung und damit zugleich eine Verbesserung der Transparenz erfolgt, erscheint höchst fraglich.

<sup>39</sup> In diesem Sinne auch STEFAN KNOBLOCH, Ist die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» umsetzbar?, GesKR 2012, S. 372 (375, 378), unter Verweis auf die laufende Veränderung individueller Renten-

Idealfall auch die Qualität der Stimmabgaben erhöhen. In einer Gesamtbetrachtung sollten die positiven Effekte einer umfassenderen Offenlegung die damit für institutionelle Investoren verbundenen Kosten überwiegen. Vor diesem Hintergrund wird die Kommission 2013 eine Initiative zur Offenlegung von Abstimmungsstrategien und -strategien (auch in Bezug auf früheres Abstimmungsverhalten) vorlegen, mit der möglicherweise die Richtlinie über Aktionärsrechte<sup>46</sup> geändert wird<sup>47</sup>.

## 2.2. Schweiz: Verantwortungsvolle Stimmrechtsausübung und Transparenz

In der Schweiz gründen die neuen Richtlinien für institutionelle Investoren auf dem freiwilligen Bekenntnis zur Anerkennung der eigenen Verantwortung bei der Ausübung von Mitwirkungsrechten<sup>48</sup>. Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater können sich den Richtlinien freiwillig unterstellen, wenn sie mit den darin enthaltenen Prinzipien einverstanden sind. Auch bei einer Selbstunterstellung bleibt es möglich, von einzelnen Regeln abzuweichen («comply or explain»). Die neuen Richtlinien verzichten auf detaillierte Vorgaben und stellen die folgenden fünf Grundsätze auf<sup>49</sup>:

1. Institutionelle Investoren üben ihre Mitwirkungsrechte aus, soweit dies im Interesse ihrer Anleger als geboten und als praktikabel erscheint.
2. Institutionelle Anleger nehmen bei der Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte die Interessen ihrer Anleger wahr.
3. Institutionelle Anleger tragen die Verantwortung für die ihnen zustehenden Mitwirkungsrechte.
4. Institutionelle Anleger machen die Grundsätze und Verfahren der Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte den Anlegern zugänglich.
5. Institutionelle Investoren legen einmal jährlich offen, wie sie ihre Mitwirkungsrechte ausgeübt haben.

Sowohl inhaltlich als auch strukturell bestehen viele Parallelen zu dem *UK Stewardship Code*<sup>50</sup>. Allerdings liegt der Fokus der neuen Richtlinien deutlich auf einer verantwortungsvollen Ausübung der Mitwirkungsrechte, primär des Stimmrechts. Mitwirkungsrechte sollen im Rahmen des Möglichen (unter Berücksichtigung einer Kosten-Nutzen-Analyse) ausgeübt werden, soweit dies im Interesse der Anleger geboten erscheint. Ferner rufen die neuen Richtlinien zu einer langfristig orientierten, nachhaltigen Stimmrechtsausübung im Interesse der Anleger auf<sup>51</sup>. Der Regelungsbereich des *UK Stewardship Code* ist breiter angelegt. Insgesamt gewähren die neuen Richtlinien institutionellen Investoren jedoch graduell grössere Flexibilität und Freiräume<sup>52</sup>.

Diesen liberalen Regelungsrahmen «präzisiert» nun Art. 95 Abs. 3 lit. a S. 3 BV (neu) im Hinblick auf eine Verpflichtung der Pensionskassen, im Interesse ihrer Versicherten abzustimmen und die Stimmabgabe offenzulegen. Die neue Vorgabe wirft verschiedene Fragen im Hinblick auf den Anwendungsbereich und den materiellen Regelungsgehalt auf. Zunächst ist unklar, warum diese Verpflichtung nur für Pensionskassen und nicht auch für sonstige institutionelle Investoren, insbesondere Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen gemäss BVG<sup>53</sup>, gelten soll<sup>54</sup>. Unklar ist im Hinblick auf die Stimmpflicht «im Interesse der Versicherten» auch die Bewertung einer Stimmenthaltung. Der Wortlaut der neuen Verfassungsvorgabe legt nahe, dass die Pensionskassen, wenn sie abstimmen, dies im Interesse

<sup>46</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (ABl. EU L 184/17).

<sup>47</sup> Kritiker sehen einen wirklichen Gewinn für die Praxis erst dann, wenn auch das konkrete Abstimmungsverhalten bei den jeweiligen Gesellschaften offengelegt und begründet wird. Siehe beispielsweise WALTER BAYER, Grundsatzfragen der Regulierung der aktienrechtlichen Corporate Governance, NZG 2013, S. 1 (16).

<sup>48</sup> Siehe FN 9. Der Gedanke, dass institutionelle Investoren ihre Mitwirkungsrechte verantwortungsvoll ausüben, ist in der Schweiz nicht neu. So verlangt Art. 49a Abs. 2 lit b BVV bereits seit einigen Jahren, dass das oberste Organ der Vorsorgeeinrichtungen Regeln für die Ausübung der Aktionärsrechte der Vorsorgeeinrichtung aufstellen muss. Zudem bestimmt Art. 23 Abs. 1 KAG für Anlagefonds, dass die mit den Anlagen verbundenen Mitgliedschafts- und Gläubigerrechte von der Fondsleitung unabhängig und ausschliesslich im Interesse der Anleger ausgeübt werden müssen. Der Schweizerische Pensionskassenverband ASIP sowie die *Swiss Fund Association SFA* sprechen in ihren Verhaltensrichtlinien die Ausübung der Mitwirkungsrechte durch institutionelle Investoren ebenfalls teilweise an. Siehe RL, Kontext, S. 2.

<sup>49</sup> Auf diese Grundsätze folgen Erläuterungen mit konkretisierenden Erläuterungen.

<sup>50</sup> Zu einem Vergleich beider Regelwerke siehe aktuell ANDREAS BINDER/ROMAN S. GUTZWILLER, Soft Law für institutionelle Investoren, GesKR 2013, S. 84 (90 f.).

<sup>51</sup> So auch DAVID FRICK, a.a.O. (FN 8), S. 233 (235); ebenfalls ANDREAS BINDER/ROMAN S. GUTZWILLER, a.a.O. (FN 50), S. 84 (90 f.).

<sup>52</sup> Der *UK Stewardship Code* erwartet von institutionellen Investoren beispielsweise, dass sie die Corporate Governance von Gesellschaften, an denen sie eine Beteiligung halten, überwachen, grundsätzlich an den Generalversammlungen teilnehmen und ihre Stimmrechte verantwortungsvoll ausüben (Prinzipien 1, 3 und 6). Die verantwortungsvolle Stimmrechtsausübung impliziert eine Verpflichtung zur Ermittlung und Offenlegung etwaiger (kundenbezogener) Interessenkonflikte und entsprechende Präventionsmassnahmen. Auch wird eine Offenlegung der Abstimmungsstrategie und des Abstimmungsverhaltens erwartet (Prinzipien 2 und 6).

<sup>53</sup> Für ein solch übergreifendes Verständnis LUKAS GLANZMANN, a.a.O. (FN 16), S. 1 (9) m.w.N.

<sup>54</sup> Begründet wird dies in den Erläuterungen des Initiativkomitees mit dem hohen Aktienbestand, den Pensionskassen traditionell im Namen der Schweizer Arbeitnehmer halten. Den Erläuterungen zufolge soll sich diese Stimm- und Offenlegungspflicht auch auf den AHV-Ausgleichsfonds beziehen, da über diesen jeder in der Schweiz Erwerbstätige als «indirekter Aktionär» anzusehen sei. Bei der historischen Auslegung von Verfassungsnormen, die auf Volksinitiativen zurückgehen, ist jedoch Vorsicht angebracht, da sich der Wille des Volkes als Verfassungsgeber kaum ermitteln lässt. Fest steht indes, dass die Initianten nicht die Verfassungsgeber sind. Siehe hierzu DANIEL HÄUSERMANN, Aktienrechtliche Umsetzung der «Abzocker»-Initiative: Spielraum und Rechtstechniken, SJZ 2012, S. 537 (541 ff.). Für eine Erfassung nur der Pensionskassen argumentieren HERBERT WOHLMANN/PHILIPPINE BOSSY, Zum vorgeschlagenen Stimmzwang der Pensionskassen in den Generalversammlungen börsenkotierter Unternehmen, Jusletter 1. Oktober 2012, Rz 10 ff.



der Versicherten tun müssen. Das Postulat einer Stimmpflicht kann der Formulierung per se nicht entnommen werden<sup>55</sup>. Die Aufforderung einer Abstimmung «im Interesse der Versicherten» wirft angesichts des Aufeinandertreffens verschiedener Interessen bei Pensionskassen die Frage auf, ob und wie das Interesse der Versicherten überhaupt objektiv ermittelt werden kann<sup>56</sup>. Geht man von einer Stimmpflicht aus, spricht viel dafür, dass Pensionskassen infolge fehlender Ressourcen verstärkt auf institutionelle Stimmrechtsberater zurückgreifen müssten. Angesichts des zwangsläufigen Informationsdefizits externer Berater würde eine interessengerechte Stimmausübung tendenziell erschwert.

### 3. Ergebnis des Rechtsvergleichs

Im Hinblick auf die Verbesserung der Transparenz seitens der Unternehmen zeigt eine rechtsvergleichende Betrachtung, dass bei gleicher Zielsetzung konzeptionell unterschiedliche Wege beschritten werden. Während die EU nach einer Verbesserung der Effektivität des «comply or explain»-Prinzips strebt, betritt die Schweiz mit den neuen statutarischen Offenlegungspflichten bisher unbekanntes Terrain. Ob diese zu der erwünschten Verbesserung der Transparenz beitragen können, wird auch von den Präzisierungen der Ausführungsgesetzgebung abhängen. Gleichzeitig ist die Revision des *Swiss Code of Best Practice* mit Blick auf eine mögliche Übernahme des «comply or explain»-Prinzips abzuwarten.

Im Hinblick auf den Ausbau der Transparenzregeln für institutionelle Investoren nimmt die Schweiz im europäischen Vergleich bereits aufgrund der Schaffung der jüngst publizierten Richtlinien eine Spitzenposition ein<sup>57</sup>. Im Vergleich zu der avisierten europarechtlichen Regelung geht die Schweiz zudem weiter, da die Richtlinien eine Offenlegung auch des konkreten Stimmverhaltens empfehlen, während die EU-Kommission voraussichtlich nur die Offenlegung von Abstimmungspolitik und -strategie empfehlen wird. Deutlich über die europäische Initiative hinaus geht auch die künftige Stimm- und Offenlegungspflicht der Pensionskassen nach Massgabe

der neuen Verfassungsnorm. Sollte diese Verpflichtung im Rahmen der Ausführungsgesetzgebung als Handlungspflicht definiert werden, würde dies eine (weitere) Ausnahme vom Grundprinzip des Art. 680 OR statuieren, wonach den Aktionär neben der Liberierungspflicht keine weiteren Pflichten treffen<sup>58</sup>. Eine solche Regelung würde einen nicht unerheblichen Eingriff in die Dogmatik des schweizerischen Aktienrechts darstellen.

## IV. Stärkung der Rolle der Aktionäre

In der Schweiz und in Europa wird eine Stärkung der Rolle der Aktionäre aufgrund ihrer Eigenschaft als Anteilseigner angestrebt. Die Einbeziehung der Aktionäre ist einer der Eckpfeiler des Corporate-Governance-Modells börsenkotierter Unternehmen, dessen Funktionieren von effizienten Kontrollmechanismen zwischen den verschiedenen Organen und Interessengruppen abhängt. Passivität von Aktionären, insbesondere bei der Ausübung von Stimmrechten, kann die Effizienz dieses Systems verringern, da die Beaufsichtigung der Geschäftsleitung dann allein Angelegenheit des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrats ist<sup>59</sup>. Sowohl in der Schweiz als auch in der EU soll die Verantwortung der Aktionäre primär im Hinblick auf die Überwachung der Vergütung der Unternehmensführung gestärkt werden.

### 1. Überwachung der Vergütungspolitik durch die Aktionäre

#### 1.1. EU: Stärkung der Aktionärsverantwortung

Die Europäische Kommission möchte die Aktionäre zu einem verstärkten Engagement und einer proaktive(re)n Haltung bei der Kontrolle von Entscheidungen der Geschäftsleitung sowie in Corporate-Governance-Fragen generell motivieren<sup>60</sup>. Dass eine effektive Unternehmenskontrolle durch die Aktionäre oft nicht bereits aufgrund ihrer Eigentümerstellung und ihres – daraus vermeintlich folgenden – Interesses an der langfristigen Überlebensfähigkeit der betreffenden Unternehmen er-

<sup>55</sup> So auch LUKAS GLANZMANN, a.a.O. (FN 16), S. 1 (9).

<sup>56</sup> Zu dieser Schwierigkeit eingehend HERBERT WOHLMANN/PHILIPPINE BOSSY, a.a.O. (FN 54), Rz. 4, 24 ff.

<sup>57</sup> Der Umsetzungserfolg und damit die Effektivität des «pragmatischeren» Ansatzes der neuen Schweizer Richtlinien wird sich in den kommenden Jahren zeigen. Der *Financial Reporting Council* bewertete den Umsetzungserfolg des *UK Stewardship Code* in den Jahren 2011 und 2012 im Hinblick auf den Anstieg der Selbstverpflichtungen und die Stimmrechtsausübung positiv, doch wurden auch deutliche Umsetzungsdefizite, insbesondere bei Qualität der Offenlegung und Engagement, konstatiert. Vor diesem Hintergrund wurde der *Stewardship Code 2012* in Teilen überarbeitet, siehe FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Developments in Corporate Governance in 2012 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, abrufbar unter: <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-in-2012.aspx>.

<sup>58</sup> Das schweizerische Aktienrecht kennt derzeit keine Stimmpflichten, finanzielle Nachschusspflichten, Treuepflichten oder sonstigen Pflichten. Insbesondere bestehen keine Anwesenheits-, Stimm- oder sonstige Verhaltenspflichten im Hinblick auf die Generalversammlung. Siehe PETER KURER/CHRISTIAN KURER in: Honsell (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht*, 5. Aufl., Basel 2011, Art. 680 N. 7. Eine Ausnahme stellen bisher die börsengesetzlichen Offenlegungspflichten bei Publikumsgesellschaften dar (z.B. Art. 20 und 32 BEHG). Ferner können auf vertraglicher Ebene körperschaftliche Aktionärspflichten im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrages begründet werden. Siehe hierzu PETER FORSTMOSER, *Der Aktionärsbindungsvertrag an der Schnittstelle zwischen Vertragsrecht und Körperschaftsrecht*, in: FS Rey, Zürich 2003, S. 377 (383 ff.).

<sup>59</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Aktionsplan 2012*, a.a.O. (FN 3), S. 9 f.

<sup>60</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Grünbuch April 2011*, a.a.O. (FN 5), S. 3 f.

folgt, hatte die Kommission bereits früh erkannt<sup>61</sup>. Gerade in jüngster Vergangenheit haben Aktionäre ihre Unternehmensbeteiligung vielfach nur als kurzfristige Investition mit kurzem Anlagehorizont betrachtet und nur ein geringes Interesse an den langfristigen Zielen der Unternehmen gezeigt<sup>62</sup>. Es stellt sich die Frage, mit welchen (wirtschaftlichen) Anreizen Aktionäre zu der gewünschten Übernahme von Verantwortung motiviert werden können. Zweifelhaft ist, ob ein verantwortungsvolles Engagement bereits als ein Handeln im Eigeninteresse und damit als wirtschaftlicher Anreiz plausibel dargelegt werden kann. Vorstellbar wäre eine Stärkung der Anreize für ein längerfristiges Engagement von Aktionären, indem Differenzierungen beim Dividendenanspruch nach der Haltedauer von Aktien zugelassen werden<sup>63</sup>. Der Aktionsplan 2012 enthält keine dahingehenden Regelungsvorschläge, so dass eine solche Incentivierung vorerst den nationalen Gesetzgebern überlassen bleibt.

Die Kommission strebt derzeit eine Aktivierung der Aktionäre als Kontrollinstanz auf zwei Regelungsebenen an: Da das Thema «say on pay» noch nicht in allen Mitgliedstaaten angemessen adressiert worden sei, soll auf EU-Ebene ein Aktionärsrecht auf eine obligatorische Abstimmung über die Vergütungspolitik des Unternehmens und dessen Vergütungsbericht verankert werden<sup>64</sup>. Es ist davon auszugehen, dass es weiterhin den Mitgliedstaaten überlassen sein soll, ob das Aktionärsvotum für die Gesellschaft verbindlich ist oder nicht<sup>65</sup>. Zugleich ist die Kommission der Auffassung, dass die Aktionäre eine verbesserte Informationsbasis hinsichtlich der Vergütungspolitik und der individuellen Vergütung von Mitgliedern der Geschäftsführung benötigen, um ihr Stimmrecht im Bereich der Vergütungen verantwortungsvoll ausüben zu können<sup>66</sup>. Voraussichtlich unter

Änderung der Richtlinie über Aktionärsrechte<sup>67</sup> plant die EU-Kommission daher für 2013, die Transparenz im Hinblick auf Vergütungspolitiken und die individuelle Vergütung von Mitgliedern der Geschäftsführung zu verbessern und Aktionären ein Recht auf Abstimmung über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht zu gewähren.

## 1.2. Schweiz: Verpflichtung der Aktionäre zur Wahrnehmung von Verantwortung

Aufgrund der Überzeugungskraft des *Swiss Code of Best Practice*, aber auch aufgrund des grossen Engagements von Interessenvertretern wie der Genfer Anlagestiftung *Ethos* gewähren bereits eine Vielzahl der in der Schweiz börsenkotierten Unternehmen der Generalversammlung freiwillig die Möglichkeit einer konsultativen Abstimmung über das Vergütungssystem bzw. den Vergütungsbericht<sup>68</sup>. Die neue Verfassungsbestimmung sieht die gesetzliche Einführung einer Abstimmung über die Gesamtsumme der Vergütungen des Verwaltungsrates und die Gesamtsumme der Vergütungen der Geschäftsleitung vor.

Dabei verändert sich der Fokus der Abstimmung, da nunmehr über die jeweiligen Gesamtvergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung abgestimmt wird, während Gegenstand der bisherigen Konsultativabstimmungen das Vergütungssystem, die Vergütungspolitik und/oder der Vergütungsbericht waren<sup>69</sup>. Hinsichtlich der rechtlichen Verbindlichkeit der Abstimmung enthält der Wortlaut der neuen Verfassungsnorm keine Informationen<sup>70</sup>. Geht man von einer Rechtsverbindlichkeit aus, manifestiert diese Neuregelung eine teilweise Kompetenzverlagerung vom Verwaltungsrat auf die Generalversammlung<sup>71</sup>. Dies wäre aktienrechtlich problematisch, da somit der Handlungsspielraum des Verwaltungsrates bei der Bestellung der Geschäftsführung eingeschränkt würde<sup>72</sup>. Unabhängig von den Rechtswirkungen der

<sup>61</sup> Siehe EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Juni 2010, a.a.O. (FN 4), S. 8 f. (Abschnitt 3.5), sowie Commission Staff Working Document, a.a.O. (FN 4), S. 23 f., Ziff. 4.1: «Shareholders do not seem to have fulfilled their role as «responsible owners», which entails actively monitoring companies and using shareholder rights to ensure long-term viability of companies and improve their corporate governance and strategy.»

<sup>62</sup> Auch beeinflusst durch Innovationen wie Hochfrequenz- und automatisierten Handel haben sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten die Anlagehorizonte erheblich verkürzt. Siehe EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch April 2011, a.a.O. (FN 5), siehe Abschnitt 2.2, S. 13 f.

<sup>63</sup> So beispielsweise MÜLBERT, PETER O., Corporate Governance in der Krise, ZHR 174 (2010), S. 375 (379).

<sup>64</sup> Die bisherige Empfehlung der Kommission soll nach dem Aktionsplan 2012 nun als obligatorisches Recht ausgestaltet werden (vgl. Ziff. 4.2 Empfehlung 2004/913/EG der Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, Abl. EU vom 29. Dezember 2004, L 385/55).

<sup>65</sup> So auch WALTER BAYER/JESSICA SCHMIDT, BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport Europäisches Unternehmensrecht 2012, Betriebs Berater 2013, S. 3 (13).

<sup>66</sup> Siehe auch das konsolidierte Feedback der Konsultation zum Grünbuch 2011 (Feedback-Statement, S. 10) unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf).

<sup>67</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 (Abl. EU 184/17).

<sup>68</sup> So führten im Jahr 2012 etwa die Hälfte der 100 grössten börsenkotierten Gesellschaften eine Konsultativabstimmung durch, darunter 80% der im SMI vertretenen Blue Chips.

<sup>69</sup> Es ist davon auszugehen, dass künftig keine zusätzlichen Konsultativabstimmungen über Vergütungssystem und -bericht durchzuführen sind.

<sup>70</sup> Auch wenn im Zuge des öffentlichen und rechtspolitischen Diskurses in der Vergangenheit ganz überwiegend davon ausgegangen wurde, dass es sich nunmehr um eine rechtsverbindliche Abstimmung handelt, scheint dies nach einer grammatikalischen Auslegung jedenfalls nicht offensichtlich.

<sup>71</sup> Nach bisher geltendem Recht liegt es in der Kompetenz des Verwaltungsrates, die Vergütungen festzulegen. Oftmals wird diese Kompetenz an einen Vergütungsausschuss delegiert.

<sup>72</sup> Eine sinnvolle Alternativlösung wäre die Bildung von Aktionärsausschüssen, die mit besonders interessierten, fachkundigen Personen besetzt wären und denen gegebenenfalls Zugang zu besonderen Informationen gewährt würde, so dass sie im Ergebnis in der Lage wären, informiert sachgerechte Entscheidungen zu treffen. Siehe PETER FORSTMOSER, a.a.O. (FN 18), S. 337 (343 f.).



Abstimmungen wird mit der Neuregelung zwar keine Rechtspflicht im Sinne einer Handlungspflicht für den einzelnen Aktionär, jedoch eine weitere organschaftliche Stimmpflicht für die Generalversammlung konstituiert. Geht man von einem verbindlichen Charakter der Abstimmung aus, so liefe dies der geltenden aktienrechtlichen Grundordnung zuwider, da gemäss Art. 716 OR die Vergütungspolitik die Aufgabe des Verwaltungsrates ist.

Der neue Schweizer Verfassungsartikel nimmt die Aktionäre stärker in die Pflicht. Zwar wird die Rechtsposition der Aktionäre gestärkt, doch wird ihr Selbstbestimmungsrecht durch die Ausgestaltung der neuen Kompetenzen als «Rechtspflichten» der Generalversammlung und der Pensionskassen relativiert. Durch diese neuen Pflichten soll einer möglichen Passivität der Aktionäre vorgebeugt werden<sup>73</sup>. Umfassende statutarische Offenlegungspflichten seitens der Unternehmen sollen den Aktionären als ergänzende bzw. erweiterte Informationsgrundlage für Investitionsentscheidungen dienen. Bedenkt man, dass bei unbedarfter Auslegung des Wortlauts der neuen Verfassungsnorm auch eine potentielle Passivität der Aktionäre sanktioniert werden soll, kann kaum noch von einem «Selbstbestimmungsrecht» der Aktionäre gesprochen werden<sup>74</sup>.

## 2. Neuregelung der institutionellen Stimmrechtsberatung und -vertretung

### 2.1. EU: Gesetzliche Regulierung der institutionellen Stimmrechtsberater

Bereits im Rahmen der Grünbücher 2010 und 2011 hatte die EU-Kommission die praktischen Schwierigkeiten institutioneller Anleger mit hoch diversifizierten Aktienportfolios thematisiert, ihr Stimmrecht auf Generalversammlungen von Unternehmen, in die sie investieren, gut informiert und verantwortungsvoll auszuüben. Da es den meisten institutionellen Investoren aus Kapazitätsgründen nicht möglich ist, bei sämtlichen von ihnen gehaltenen Aktien eine vertiefte Analyse über die an der Generalversammlung abzustimmenden Traktanden durchzuführen, ist es gängige Praxis, auf die Dienste von Stimmrechtsberatern zurückzugreifen. Folglich üben diese Stimmrechtsberater einen erheblichen Einfluss auf

die einzelnen Abstimmungen bei den kotierten Gesellschaften aus<sup>75</sup>.

Institutionelle Stimmrechtsberater unterliegen in der EU derzeit noch keiner Regulierung. Im Hinblick auf ihre aktienrechtliche Legitimation kritisiert werden insbesondere das Potential für Interessenkonflikte infolge der gleichzeitigen Beratung von Investoren und Emittenten, das fehlende finanzielle Engagement sowie das Fehlen von treuhänderischen Pflichten gegenüber der Gesellschaft und deren Aktionären. Die Stimmrechtsausübung in Generalversammlungen erfolgt in der Regel ohne nennenswerte Risikoexposition; es besteht allein eine Rechenschaftspflicht gegenüber dem Mandanten<sup>76</sup>. In der Konsultation zum Grünbuch 2011 kritisierten sowohl Investoren als auch Unternehmen die mangelnde Transparenz der von den Stimmrechtsberatern zur Vorbereitung ihrer Beratung verwendeten Methoden<sup>77</sup>. Darüber hinaus ist der mangelnde Wettbewerb in diesem Sektor im Hinblick auf die Qualität der Beratung bedenklich. Vor diesem Hintergrund plant die Kommission noch in diesem Jahr, voraussichtlich im Zusammenhang mit der Änderung der Richtlinie über Aktionärsrechte, dem aktuellen regulatorischen Vakuum mit gesetzlichen Transparenzpflichten zur Offenlegung von Interessenkonflikten und Strategien zur Konfliktbewältigung zu begegnen<sup>78</sup>.

### 2.2. Schweiz: Neuregelung der institutionellen Stimmrechtsberatung und -vertretung

Die Problematik von Interessenkonflikten und mangelnder Transparenz bei institutionellen Stimmrechtsvertretern ist auch in der Schweiz Gegenstand der rechtspolitischen Diskussion. Der zu erwartende erhebliche Bedeutungszuwachs von institutionellen Stimmrechtsberatern gibt der Frage, wie institutionelle Stimmrechtsberater ihrerseits ihre Stimmempfehlungen legi-

<sup>73</sup> Zu beobachten ist eine «rationale Apathie», siehe TILL SPILLMANN, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich 2004 = SSW 232, 165 ff.

<sup>74</sup> Die weite Formulierung des Art. 95 Abs. 3 lit. d BV (neu) stellt den Gesetzgeber angesichts des strafrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes vor erhebliche Herausforderungen. Obwohl der neue Verfassungsartikel explizit keine Ausnahmen vorsieht, erscheint es bei gewissen neuen Regelungen – insbesondere im Hinblick auf das neue «Pflichtenprogramm» der Aktionäre – höchst fraglich, ob sie strafbewehrt sein können. Siehe auch HANS-UELI VOGT/MANUEL BASCHUNG, a.a.O. (FN 16), S. 5 (30), wonach Aktionäre als Täter im Sinne der neuen Strafbestimmung nicht in Frage kommen.

<sup>75</sup> Auch wurde darauf verwiesen, dass sich die institutionellen Anleger in wesentlich stärkerem Masse auf die Beratung verlassen, wenn es um Abstimmungen bei ausländischen Unternehmen geht. Deshalb dürfte der Einfluss von Beratern für die Stimmrechtsvertretung auf Märkten mit einem hohen Prozentsatz an internationalen Anlegern grösser sein. Siehe EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan 2012, a.a.O. (FN 3), S. 11 f.

<sup>76</sup> Zum Ganzen HOLGER FLEISCHER, Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies, European Company Law 2012, S. 12 ff.

<sup>77</sup> Insbesondere wurde darauf verwiesen, dass die von Stimmrechtsberatern verwendeten Analysemethoden Besonderheiten des jeweiligen nationalen Gesellschaftsrechts und bewährten Corporate-Governance-Praktiken nicht hinreichend Rechnung tragen. Siehe Feedback-Statement Grünbuch 2011, a.a.O. (FN 66), S. 18.

<sup>78</sup> Als Grundlage könnte der Kommission ein von der ESMA im Jahr 2012 publiziertes Diskussionspapier zu möglichen Regulierungsoptionen für Stimmrechtsberater dienen, welches ein breites Spektrum von freiwilligen Massnahmen bis hin zu verbindlichen EU-Regelungen enthält. Siehe: <http://www.esma.europa.eu/content/Discussion-Paper-Overview-Proxy-Advisory-Industry-Considerations-Possible-Policy-Options>. Zum Feedback siehe: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>.

timieren und die Interessen der Aktionäre angemessen berücksichtigen, besonderes Gewicht<sup>79</sup>. In der Schweiz wurde bisher davon abgesehen, einen auf institutionellen Stimmrechtsberater explizit zugeschnittenen Regelungsrahmen zu schaffen, da die treuhänderische Verantwortung und die Entscheidungskompetenz für das Abstimmungsverhalten bei den institutionellen Investoren liegt<sup>80</sup>. Allerdings befürworten die neuen Richtlinien für institutionelle Investoren auch eine Unterstellung institutioneller Stimmrechtsberater unter diesen Verhaltenskodex<sup>81</sup>. Insofern existiert nunmehr ein Regelwerk, dessen Akzeptanz und Effizienz sich im Laufe der Zeit zeigen werden<sup>82</sup>.

Mit der Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater in engem Zusammenhang steht die Neuregelung der Stimmrechtsvertretung nach der Verfassungsrevision. Diese soll eine möglichst objektive und unverfälschte Willensbildung der Aktionäre im Rahmen der institutionellen Stimmrechtsvertretung sicherstellen. Als wichtige Neuerung sieht der neue Verfassungsartikel vor, dass bei der institutionellen Stimmrechtsvertretung die Organ- und Depotstimmrechtsvertretung abgeschafft werden. Neu ist nur noch der unabhängige Stimmrechtsvertreter als institutionelle Stimmrechtsvertretung zulässig. Durch die Vorgabe, dass dieser nicht mehr von den jeweiligen Gesellschaften benannt werden darf, sondern (wohl auf Vorschlag des Verwaltungsrats) nun jährlich von der Generalversammlung selbst zu wählen ist, soll eine grössere Unabhängigkeit dieser Institution gewährt werden<sup>83</sup>. Zugleich soll sichergestellt werden, dass bei der Generalversammlung der unverfälschte Wille der Aktionäre zum Ausdruck kommt<sup>84</sup>. Infolge der Verfassungsrevisi-

on wird der unabhängige Stimmrechtsvertreter erheblich an Bedeutung gewinnen, da nunmehr eine exklusive Zuständigkeit für die institutionelle Stimmrechtsvertretung vorliegt.

### 3. Ergebnis des Rechtsvergleichs

Die rechtsvergleichende Betrachtung im Hinblick auf das gemeinsame Ziel einer Stärkung der Verantwortung der Aktionäre zeigt, dass mit der Ausweitung von Aktionärsrechten in der EU einerseits, und der Verpflichtung von Aktionären zur Wahrnehmung von Verantwortung in der Schweiz andererseits, zwei unterschiedliche Ansätze verfolgt werden.

Durch die von der EU-Kommission angestrebte gesetzliche Statuierung eines Rechts der Generalversammlung, über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht konsultativ abzustimmen, soll eine Harmonisierung im Bereich «say on pay» innerhalb der Europäischen Union erreicht werden. Damit wird *de facto* ein Gleichlauf mit der in der Schweiz bereits seit einigen Jahren bestehenden Praxis vieler SMI-Gesellschaften hergestellt, der Generalversammlung die Möglichkeit einer Konsultativabstimmung über das Vergütungssystem bzw. den Vergütungsbericht zu gewähren. In der Schweiz wird die Gesetzgebung zur Implementierung der neuen Verfassungsvorgabe zeigen, ob diese dahingehend zu verstehen ist, dass ein solches Recht – die bisherigen «best practices» abbildend – nun obligatorisch ist. Geht man indes davon aus, dass die Generalversammlung künftig verfassungsrechtlich verpflichtet ist, verbindlich über die jeweilige Gesamtvergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung abzustimmen, stellt sich diese Regelung im europäischen Vergleich als progressiv dar.

Zwar existieren bereits in einigen europäischen Ländern verbindliche Abstimmungen der Generalversammlung im Bereich der Vergütungen, doch ist Gegenstand einer bindenden Abstimmung in der Regel das Vergütungssystem<sup>85</sup>. Sollte die Regelung des «say on pay» in der Schweiz künftig so ausgestaltet werden, dass im Hin-

<sup>79</sup> Vgl. dazu bereits PETER FORSTMOSER, Die grosse Aktienrechtsreform – Übersicht und Gesamtwürdigung, in: Watter (Hrsg.), Die «grosse» Aktienrechtsrevision. Eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zürich 2010, S. 1 ff (52 f.).

<sup>80</sup> Siehe auch DAVID FRICK, a.a.O. (FN 8), S. 233 (235) auch unter Hinweis auf die neuen Schweizer Richtlinien für institutionelle Investoren und das Selbstverständnis der *International Shareholder Services* (ISS).

<sup>81</sup> RL (FN 9), Kontext, S. 2.

<sup>82</sup> Auch der gegenwärtige *Swiss Code of Best Practice* wendet sich in einigen Punkten bereits an institutionelle Investoren und Intermediäre (siehe dort Rz. 2.2).

<sup>83</sup> Nach heutiger Praxis folgen die Organ- und Depotstimmrechtsvertretungen bei der Stimmabgabe mehrheitlich den Vorschlägen des Verwaltungsrates, sofern ihnen zu den Abstimmungsvorlagen keine ausdrücklichen Weisungen erteilt wurden. Einer solchen Stärkung des Verwaltungsrates infolge der Passivität der Aktionäre soll nun entgegengewirkt werden.

<sup>84</sup> Zwar enthält die neue Verfassungsnorm keine Vorgabe für das Instruktionsverfahren des unabhängigen Stimmrechtsvertreters, doch ist davon auszugehen, dass sich die Ausführungsgesetzgebung an dem indirekten Gegenvorschlag (Art. 689 lit. c OR) orientiert (ebenso LUKAS GLANZMANN, a.a.O. (FN 16), S. 1 (8)). Demnach hätte sich der unabhängige Stimmrechtsberater zur Wahrung seiner Unabhängigkeit künftig der Stimme zu enthalten, wenn er keine Weisungen zu angekündigten Anträgen erhalten hat. Bei nicht angekündigten Anträgen übe er sein Stimmrecht entsprechend den Empfehlungen des Verwaltungsrates aus, sofern der Aktionär für diesen Fall nicht eine andere Weisung erteilt hat. Ferner würden Dauervollmachten zugunsten des unabhängigen Stimmrechtsver-

treters wie auch gesetzliche Automatismen, die dazu führen, dass institutionelle Stimmrechtsvertreter in Ermangelung anderslautender Weisungen den Anträgen des Verwaltungsrates folgen, untersagt.

<sup>85</sup> So stimmen die Aktionäre beispielsweise in den Niederlanden und in Schweden prospektiv über das Vergütungssystem ab; diese Abstimmung hat verbindlichen Charakter für die Unternehmensführung. Eine ähnliche Regelung existiert in Norwegen. Siehe hierzu JEREMY RYAN DELMAN, Structuring Say on Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation, *Columbia Business Law Review* 2010, S. 583 (591 ff.), ferner die tabellarische Übersicht des OECD-Berichts «Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages» (Juni 2009), S. 23. Erwähnt sei auch, dass in Grossbritannien voraussichtlich am 1. Oktober 2013 der *Enterprise and Regulatory Reform Act* in Kraft treten wird, wonach den Aktionären künftig ein Recht auf eine verbindliche (prospektive) Abstimmung über das Vergütungssystem gewährt wird (siehe zum

blick auf die Grundvergütung der Geschäftsleitung für das laufende Geschäftsjahr (prospektiv) und im Hinblick auf die variable Vergütung für das vergangene Geschäftsjahr (retrospektiv) abgestimmt würde, würde sich dies von der angestrebten Harmonisierung in der EU deutlich abheben<sup>86</sup>. Von den zahlreichen praktischen Schwierigkeiten, zu denen eine solche Regelung führen würde, sei nur erwähnt, dass im Fall einer Ablehnung der variablen Vergütung durch die Generalversammlung die Jahresrechnung nicht abgenommen und eine Dividende nicht beschlossen werden könnte.

Die Ankündigung der EU-Kommission, im Rahmen einer Änderung der Aktionärsrichtlinie Unternehmen künftig zur Offenlegung auch der individuellen Vergütung der Mitglieder der Geschäftsleitung zu verpflichten, ist in erster Linie als harmonisierende Massnahme zu werten<sup>87</sup>. Im internationalen Vergleich sticht eine solche Publizitätspflicht indes heraus: So wird in den USA, traditionell führend im Bereich der Publizitätspflichten, derzeit nur die Offenlegung sämtlicher Vergütungsbestandteile für den Chief Executive Officer, den Chief Financial Officer und die drei bestbezahlten Mitglieder der Geschäftsleitung gefordert<sup>88</sup>. In der Schweiz wird nach geltendem Recht die Vergütung des höchstbezahlten Mitglieds der Geschäftsleitung individuell sowie die Vergütung der Geschäftsleitung insgesamt offengelegt.

Im Hinblick auf die Verbesserung der Transparenz bei der Stimmrechtsvertretung und -beratung wird sich zeigen, inwieweit die neuen Schweizer Richtlinien für institutionelle Investoren auch bei institutionellen Stimmrechtsberatern Akzeptanz finden. Es bleibt abzuwarten, ob die Schweiz ihrer Vorreiterrolle mit dem bestehenden Regelwerk gerecht werden kann, oder ob gegebenenfalls spezifischere oder strengere Regeln für eine effiziente

Regulierung der institutionellen Stimmrechtsberater erforderlich sind<sup>89</sup>.

## V. Schlussbetrachtung und Ausblick

Der sowohl in der Schweiz als auch von der Europäischen Kommission verfolgte holistische Reformansatz, der die verschiedenen Akteure, Ursachen und Interdependenzen auf den Finanzmärkten berücksichtigt, ist grundsätzlich zu begrüßen, da ein Verbesserungspotential der Corporate Governance jeweils besteht. In der Europäischen Union ist erfreulich, dass frühere Tendenzen wie die Stärkung der staatlichen Aufsicht nicht weiterverfolgt werden<sup>90</sup>. Im Vergleich zu den Grünbüchern verfolgt die EU mit dem jüngsten Aktionsplan einen eher vorsichtigen Ansatz<sup>91</sup>. In der Schweiz wird der bisherige Rechtsrahmen für die Corporate Governance infolge der Annahme der *Minder*-Initiative durch teilweise weitgehende Eingriffe in die Unternehmensführung und eine detaillierte Reglementierung der Unternehmensverfassung deutlich modifiziert. Insbesondere sollen die Aktionäre künftig stärker in die Pflicht genommen werden.

In der Zielsetzung der Corporate-Governance-Reformen bestehen in der Schweiz und in der Europäischen Union weitgehende Übereinstimmungen. Insbesondere besteht Einigkeit, dass eine verbesserte Transparenz seitens der Unternehmen Voraussetzung und zugleich Anreiz für ein verstärktes Engagement des Aktionariats ist. Dass trotz dieser inhaltlichen Übereinstimmungen in der Schweiz und in Europa konzeptionell unterschiedliche Wege beschritten werden, ist insbesondere auf die neuen Vorgaben des Artikels 95 Abs. 3 BV zurückzuführen. Auch wenn angesichts noch ausstehender Implementierungsvorgaben zum jetzigen Zeitpunkt keine abschliessende Bewertung vorgenommen werden kann, zeigt die vorstehende Untersuchung, dass die Schweiz in Bezug auf die Verbesserung von Transparenz und die Stärkung der Aktionärsdemokratie im europäischen Vergleich sehr gut positioniert ist.

Im Hinblick auf das gemeinsame Ziel der Transparenzverbesserung hat die Schweiz dank der Richtlinien für institutionelle Investoren im europäischen Vergleich

aktuellen Status: <http://services.parliament.uk/bills/2012-13/enterpriseandregulatoryreform.html>.

<sup>86</sup> Dies wäre auch dann der Fall, wenn die Generalversammlung im Hinblick auf die Vergütung der Geschäftsleitung prospektiv über einen Gesamtbetrag abstimmt, der auch ein Budget für Neuzugänge umfasst.

<sup>87</sup> Im Jahre 2004 hatte die Kommission im Rahmen einer (unverbindlichen) Empfehlung die Mitgliedstaaten zur individuellen Offenlegung der Vergütungen der Geschäftsleitung aufgefordert (EUROPÄISCHE KOMMISSION, Empfehlung vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, Abl. EU L 385/55). Dieser Empfehlung waren im Jahre 2009 bereits die Mehrheit der Mitgliedstaaten nachgekommen (Bulgarien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Grossbritannien, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Malta, die Niederlande, Polen, Portugal, Schweden, Slowenien, die Slowakei, Spanien, Tschechien und Ungarn). Siehe die Studie von *RiskMetrics* (in Kooperation mit der EU), FN (31), S. 40 (FN 88).

<sup>88</sup> In einer standardisierten Tabelle (Summary Compensation Table) muss die Vergütungsentwicklung über die vergangenen drei Jahre nachvollziehbar sein. Siehe die im September 2006 publizierten *SEC Final Rules on Executive Compensation and Related Party Disclosure* (17 CFR Parts 228, 229), abrufbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732afr.pdf>.

<sup>89</sup> Im Einklang mit der Schweizer Position erkennt die französische Finanzaufsicht *AMF* den Grundsatz der Letztverantwortlichkeit institutioneller Investoren bei der Inanspruchnahme von institutionellen Stimmrechtsberatern an. Ergänzend veröffentlichte sie Anfang 2011 die *AMF Recommendations on Proxy Advisory Firms* (abrufbar unter: [http://www.amf-france.org/documents/geral/9915\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/geral/9915_1.pdf)).

<sup>90</sup> Die zur Diskussion gestellte Überwachung der Corporate Governance durch staatliche Aufsichtsbehörden traf in der Konsultation auf starken Widerstand. Vgl. Feedback-Statement zum Grünbuch 2011 (FN 66), S. 17 f.

<sup>91</sup> Siehe auch JAN HUPKA, Der Aktionsplan der EU-Kommission «Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance», GWR 2013, S. 59.



eine Spitzenposition übernommen. Der Erfolg des in den Richtlinien verfolgten pragmatischen Ansatzes wird entscheidend von der Akzeptanz des neuen Regelwerkes seitens der institutionellen Investoren und Stimmrechtsberater abhängen. Derzeit noch unklar sind die potentiellen Interdependenzen zwischen den Richtlinien und der neuen Pflicht für Pensionskassen, im Interesse der Versicherten abzustimmen und dieses Stimmverhalten offenzulegen. Durch die Statuierung eines Stimmzwangs für eine bestimmte Kategorie von Aktionären würde die Dogmatik des schweizerischen Aktienrechts nicht unerheblich tangiert<sup>92</sup>.

Das weitere gemeinsame Ziel der EU und der Schweiz, die Aktionäre als effektive Kontrollinstanz zu aktivieren, wirft die Frage auf, inwiefern das Leitbild eines verantwortungsvollen Aktionärs realistisch ist<sup>93</sup>. Können und sollen Aktionäre als «Hüter der Corporate Governance» wirksam instrumentalisiert werden<sup>94</sup>? Diese Frage führt auf die traditionelle Problematik des Prinzipal-Agenten-Modells zurück, nach dem die Trennung von Eigentum und Kontrolle das strukturelle Organisationsproblem einer jeden Kapitalgesellschaft ist: Das Streben nach einem Gleichlauf der Interessen von Agenten und Eigentümern (Prinzipalen) stellt eine kontinuierliche Herausforderung für jedes Unternehmen dar<sup>95</sup>. Zur Optimierung dieses Interessengleichlaufs ist im Nachgang zur Finanzkrise international eine kontinuierliche Erweiterung und Verstärkung von Aktionärsrechten erfolgt<sup>96</sup>.

Die jüngste Vergangenheit hat allerdings gezeigt, dass Aktionärsrechte realiter nicht immer effektiv angewendet wurden. Als Gründe für die Passivität privater und institutioneller Anleger werden bisher primär Informationsdefizite sowie das Fehlen hinreichender ökonomischer Anreize genannt<sup>97</sup>. Allerdings wird die Investition

in Aktiengesellschaften oftmals gerade deshalb gewählt, weil diese Anlageform neben der finanziellen *keine* sonstigen Verpflichtungen mit sich bringt und eine passive Investitionsstrategie zulässt. Einer stärkeren Inpflichtnahme der Aktionäre durch den Gesetzgeber ist daher mit Vorsicht zu begegnen. Dennoch ist eine Verbesserung der Unternehmensführung nur zu erwarten, wenn Aktionäre auch der Verantwortung ihrer Eigentümerstellung gerecht werden. Zwar kann dies auch im Wege einer Delegation der Verantwortung an Dritte, insbesondere institutionelle Stimmrechtsberater, erfolgen. Jedoch sollten entweder die Aktionäre selbst oder institutionelle Stimmrechtsberater für die Wahrnehmung der Verantwortung der Aktionäre verantwortlich zeichnen, um ein effizientes Funktionieren des Corporate-Governance-Systems zu gewährleisten<sup>98</sup>.

Angesichts dieser Herausforderung deuten sich in der Schweiz und in der EU derzeit zwei unterschiedliche Lösungsansätze an. Die Europäische Kommission appelliert an das Verantwortungsbewusstsein der Aktionäre, stärkt ihre Rechtsposition und sieht in der Verbesserung der Transparenz einen wichtigen Anreiz für Aktionäre zur Wahrnehmung ihrer Verantwortung. Aus den oben dargelegten Gründen wird eine verbesserte Transparenz allein das Engagement von Privatanlegern wohl kaum massgeblich beeinflussen können<sup>99</sup>. Institutionelle Investoren werden angesichts stark diversifizierter Portfolios und mangels ausreichender eigener Ressourcen die Ausübung ihrer Aktionärsrechte voraussichtlich zunehmend an institutionelle Stimmrechtsberater delegieren. Durch eine solche Delegation können neue Prinzipal-Agenten-Konflikte und Machtverschiebungen zugunsten von Finanzmarktakteuren entstehen, die der Gesellschaft und den anderen Aktionären noch weniger verantwortlich sind als institutionelle Investoren<sup>100</sup>.

<sup>92</sup> Im Hinblick auf mögliche Konsequenzen auch für andere Aktionärsgruppen wird die Präzisierung des Anwendungsbereichs des Art. 95 Abs. 3 lit. a S. 3 BV (neu) nach den Ausführungsbestimmungen bedeutsam sein.

<sup>93</sup> Siehe bereits EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Juni 2010, a.a.O. (FN 4), Abschnitt 5.5 (Frage 5), S. 17 f.

<sup>94</sup> Hierzu aktuell JAY W. LORSCH/JUSTIN FOX, What good are shareholders?, Harvard Business Review July–August 2012, S. 49 ff.

<sup>95</sup> Siehe grundlegend REINIER KRAAKMAN ET AL., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, 2. Aufl., Oxford 2009, S. 35 ff.; ADOLF BERLE/GARDINER MEANS, The Modern Corporation and Private Property, Chicago 1932. Zur ökonomischen Begründung siehe TIROLE, JEAN, The Theory of Corporate Finance, Princeton 2006, S. 15 ff.; MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 1976, S. 305 ff.

<sup>96</sup> Stellvertretend für viele SIMON C. Y. WONG, Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform, Global Corporate Governance Forum, 2009, S. 12 ff. (abrufbar unter SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1409370>).

<sup>97</sup> Ein verantwortungsvolles Engagement im Bereich Corporate Governance ist sehr zeitintensiv, wobei der unmittelbare ökonomische Nutzen unklar ist. Zum Kosten-Nutzen-Problem eingehend KARL HOFSTETTER, Schlüsselrolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/

Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, FS Dieter Zobl, Zürich 2004, S. 507 (511 ff.), auch unter Verweis auf empirische Studien (FN 17), wonach auf eine positive Auswirkung auf den Aktienkurs nicht eindeutig geschlossen werden kann. Faktisch würde die Verpflichtung zu einem stärkeren Aktionärsengagement bei institutionellen Investoren voraussichtlich zu einer Verkleinerung des Portfolios, einer geringeren Diversifikation und damit zu einem erhöhten Risiko führen.

<sup>98</sup> Die Erwartungen an eine Mitbestimmung der Aktionäre dürfen allerdings nicht zu hoch angesetzt werden. Zugleich muss eine möglichst umfassende Mitsprache des Aktionärs nicht unbedingt im Interesse desselben sein. Zurückhaltend und differenzierend insofern JAY W. LORSCH/JUSTIN FOX, a.a.O. (FN 94), S. 49 ff., siehe insbesondere S. 57: «Paying too much attention to what shareholders say they want may actually make things worse for them.»

<sup>99</sup> Verbesserte Transparenz wird für die Aktionäre jedoch eine «Sanktionierung» in Form der Devestition erleichtern. Ein solcher «exit» und die Ausübung des Stimmrechts («voice») stellen die wesentlichen Instrumente für Aktionäre dar, um ihre Interessen als Anteilseigner zu vertreten. Siehe hierzu auch ALBERT O. HIRSCHMAN, Exit, Voice and Loyalty: Responses to decline in Firms, Organizations and States, Cambridge 1970, passim.

<sup>100</sup> Siehe dazu auch die empirische Untersuchung von STEPHEN CHOI ET AL., Director Elections and the Role of Proxy Advisors, Southern California Law Review 82 (2009), S. 649 ff.

Vor diesem Hintergrund avisiert die Europäische Kommission eine wirksame Regulierung für institutionelle Stimmrechtsberater, um künftig eine möglichst objektive, qualitativ fundierte Stimmrechtsberatung und -vertretung im Interesse der Aktionäre zu gewährleisten. Auf mitgliedstaatlicher Ebene wird zu erwägen sein, ob zusätzlich wirtschaftliche Anreize für ein verantwortungsvolles und langfristig orientiertes Engagement der Aktionäre gesetzt werden sollten<sup>101</sup>. In der Schweiz soll die effiziente Wahrnehmung der Aktionärsverantwortung sichergestellt werden, indem die Aktionäre zur Wahrnehmung dieser Verantwortung rechtlich verpflichtet werden. Die ausnahmslose Sanktionsandrohung für eine Verletzung der neuen verfassungsrechtlichen Vorgaben erscheint im Hinblick auf das neue Pflichtenprogramm der Aktionäre jedoch wenig praktikabel und gewinnbringend<sup>102</sup>.

Angesichts dieser unterschiedlichen Konzepte stellt sich die Frage, ob eine effektive Aktivierung der Aktionäre als Kontrollinstanz eher durch eine Statuierung von Pflichten oder durch eine Ausweitung von Rechten in Kombination mit Anreizmechanismen erreicht werden kann. Unklar ist insbesondere, inwieweit eine rechtliche Verpflichtung das eigentliche Ziel einer verantwortungsbewussten und wohlinformierten Stimmrechtsausübung durch die Aktionäre zu erreichen vermag.

In der Schweiz hat der Gesetzgeber infolge der Annahme der *Minder*-Initiative den Auftrag zum Erlass konkretisierender Gesetzgebung erhalten, um die Corporate Governance zu verbessern<sup>103</sup>. Im Hinblick auf die konkreten Vorgaben zur Implementierung des neuen Verfassungsartikels bestehen noch zahlreiche Unklarheiten, so dass dem Gesetzgeber diesbezüglich ein beträchtlicher Gestaltungsspielraum zusteht. Im Bereich der Corporate Governance sollten zwingende Normen nur ausnahmsweise erlassen werden. Zwingendes Recht entspricht für Unternehmen einem «one size fits all»-Ansatz, der zu einer undifferenzierten Gleichbehandlung führt; unternehmensspezifischen Besonderheiten wird damit nicht Rechnung getragen<sup>104</sup>. Für Aktionäre stellt zwingendes Recht ein Misstrauensvotum des Gesetzgebers dar, welches ihr Selbstbestimmungsrecht einschränkt. Unter Be-

rücksichtigung der in der Vergangenheit in der Schweiz erfolgreichen Selbstregulierung sollte dispositives Recht im Vordergrund stehen, welches von den Aktionären statutarisch umgestaltet werden kann<sup>105</sup>. Die Inpflichtnahme der Aktionäre in Form von zwingendem Recht würde einen Paradigmenwechsel im schweizerischen Aktienrecht einleiten<sup>106</sup> und könnte zu einem Attraktivitätsverlust von Aktien als Anlageform führen.

Ob und wie in der Schweiz und in Europa die gemeinsamen Reformziele, umfassende Verbesserung der Transparenz und Stärkung der Rolle der Aktionäre, erreicht werden, wird aufmerksam zu verfolgen sein. In Europa wird die konkrete Implementierung der publizierten Initiativen für einen nachhaltigen Erfolg des Aktionsplans 2012 entscheidend sein. In der Schweiz wird dies massgeblich davon abhängen, inwieweit die konkretisierende Gesetzgebung eine sinnvolle und adäquate Implementierung der neuen Ordnung ermöglicht. Dem Selbstbestimmungsrecht der Aktionäre und der Organisationsfreiheit der Unternehmen würde bestmöglich Rechnung getragen, wenn die Ausführungsgesetzgebung weitestgehend dispositive Regelungen statuier<sup>107</sup>.

Ob die Schweiz die Europäische Union angesichts der gegenwärtigen – ambitionierten – Reformen «überholt», werden die jeweilige Umsetzung der Reformen und ihre Auswirkungen auf Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zeigen. Für die Schweiz und Europa stellt sich jeweils die Herausforderung, eine angemessene Balance zwischen staatlicher Regulierung und freiwilliger Selbstregulierung zu finden.

<sup>101</sup> Vorgeschlagen wird in diesem Zusammenhang auch eine abgestufte Stimmgewichtung proportional zur Haltedauer der Aktien, um Anreize für langfristig ausgerichtete Investitionen zu setzen. Siehe JAY W. LORSCH/JUSTIN FOX, a.a.O. (FN 94), S. 49 ff. (56 f.).

<sup>102</sup> So verweist LUKAS GLANZMANN zu Recht auf die Schwierigkeiten, einen Pensionskassenverwalter für eine Stimmausübung zu bestrafen, die mit dem – objektiv allerdings kaum zu ermittelnden – Interesse der Versicherten im Widerspruch stand. Siehe DERS., a.a.O. (FN 16), S. 11 mit weiteren Beispielen.

<sup>103</sup> Hierzu ausführlich DANIEL HÄUSERMANN, a.a.O. (FN 54), S. 537 (542 ff.).

<sup>104</sup> Zur vertieften Diskussion zwingender und dispositiver Normen im Aktienrecht siehe MARKUS RUFFNER, Grundzüge der ökonomischen Analyse eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, S. 305–322; STEFAN BECHTOLD, Die Grenzen zwingenden Privatrechts, Tübingen 2010, S. 202–258.

<sup>105</sup> Im Kontext der Aktienrechtsreform so bereits KARL HOFSTETTER, a.a.O. (FN 7), S. 477 (478).

<sup>106</sup> Durch die Verankerung von Rechtspflichten würde die bisher klare Differenzierung zwischen Kapital- und Personengesellschaften aufgeweicht. Die Legaldefinition des Art. 620 Abs. 1 OR veranschaulicht die Kapitalbezogenheit und steht im Gegensatz zu den Legaldefinitionen der Personengesellschaften, wo jeweils das personelle Substrat in den Vordergrund gestellt wird (Art. 530 Abs. 1, 552 Abs. 1, 594 Abs. 1 und 828 OR).

<sup>107</sup> Zur Bedeutung von «defaults» im Gesellschaftsrecht, siehe GERARD HERTIG, Optional Rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals, *European Company and Financial Law Review* 2006, S. 341 ff.; LUCIAN ARYE BEBCHUK/ASSAF HAMDANI, Optimal Defaults for Corporate Law Evolution, *Northwestern Law Review* 96 (2002), S. 489 ff.; YAIR LISTOKIN, What Do Corporate Default Rules and Menus Do? An Empirical Examination, *Journal of Empirical Legal Studies* 6 (2009), S. 279 ff.