

Peter Forstmoser

Corporate Governance

Regeln guter Unternehmensführung in der Schweiz

with English summary

Publikation 10

NIEDERER KRAFT & FREY

RECHTSANWÄLTE

2002

Schulthess 

In der **NKF-Schriftenreihe** werden in loser Folge Aufsätze und Abhandlungen publiziert, die sich mit Themen aus dem Tätigkeitsbereich von Niederer Kraft & Frey, Zürich, befassen.

NIEDERER KRAFT & FREY

RECHTSANWÄLTE

Bahnhofstrasse 13
CH-8001 Zürich

Telefon (+41-1) 217-1000

Telefax (+41-1) 217-1400

E-mail: nkf@nkf.ch

Website: www.nkf.ch

Vorwort

Kaum ein Begriff ist in der wirtschaftsrechtlichen und wirtschaftspolitischen Diskussion der letzten Jahre und Monate in der Schweiz häufiger verwendet worden als «*Corporate Governance*». Schlechte Corporate Governance war die billige Begründung für wirtschaftliche Flops aller Art, und gute Governance wurde zum Wundermittel einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit emporstilisiert.

Auseinandersetzungen über Fragen der Governance – was auch immer darunter verstanden wurde – stiessen auf ein enormes mediales Echo, und eine ganze Anzahl politischer Vorstösse fällt unter diesen Begriff. Aber auch konkrete Ergebnisse sind zu registrieren, nämlich zwei auf privater Basis entstandene Regelwerke, die beide am 1. Juli 2002 in Kraft getreten sind: der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* von economiesuisse, dem Schweizer Spitzenverband der Wirtschaft, und die *Richtlinie betreffend Information zur Corporate Governance* der Schweizer Börse, SWX Swiss Exchange¹.

Die vorliegende Publikation soll eine Übersicht zum Stand der Governance-Diskussion und vor allem auch der Realität der Corporate Governance in der Schweiz vermitteln. Sie beruht auf einer durch einen ausführlichen wissenschaftlichen Apparat vertieften Darstellung des Verfassers². Herrn Christian Habegger, Frau lic. iur. Iris Benöhr und Herrn Peter T. Hill danke ich für die Unterstützung bei den Abschlussarbeiten und der Ausarbeitung des *English summary*. Und vielen meiner Kollegin-

¹ Die Texte können bezogen werden bei economiesuisse, Hegibachstrasse 47, Postfach, 8032 Zürich. Sie sind – zurzeit – auf dem Internet wie folgt verfügbar: der *Swiss Code* unter <<http://www2.economiesuisse.ch/d/webexplorer.cfm?id=274&tlid=1>> und die *Richtlinie* unter <http://www.swx.com/admission/cg_intro_de.html>.

² Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl: Corporate Governance. Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz (Zürich 2002).

nen und Kollegen bei Niederer Kraft & Frey bin ich für anregende Diskussionen zu «Governance-Issues» zu Dank verpflichtet.

Der Text ist auf dem Stand von Anfang September 2002.

Zürich, September 2002

Peter B. Forstmoser

Inhalt

I.	Corporate Governance – ein Wort in aller Munde	7
II.	Corporate Governance – ein schillernder Begriff	9
	1. Vielfalt der Definitionen	9
	2. Beschränkung auf Publikumsgesellschaften	10
III.	Die wichtigsten Fragen	12
IV.	Fruchtbarmachung der internationalen Diskussion für die Schweiz?	14
V.	Die Ausgangslage in der Schweiz	16
	1. Die Aktienrechtsreform 1968/1991	16
	2. Einführung eines Sonderrechts für Publikumsgesellschaften durch das Börsengesetz	20
	3. Exkurs: Die Publizitätsfunktion des Handelsregisters	22
	4. Übererfüllung des Plansolls durch die Praxis	24
	5. Schlechter Lohn für gute Taten	25
VI.	Schweizer Corporate Governance – Offensiven	28
	1. Politische Anstrengungen	28
	2. Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	30
	3. Die Richtlinie SWX Swiss Exchange betreffend Informationen zur Corporate Governance	34
VII.	Exkurs: Corporate Governance bei nicht kotierten Gesellschaften	39
VIII.	Würdigung	44
	1. Swiss Code und Börsenrichtlinie: ein Paket, gefüllt mit Selbstverständlichkeiten?	44
	2. Vom Nutzen der Neuordnung	46
	English Summary	49

I. Corporate Governance – ein Wort in aller Munde

a) Noch vor zehn Jahren war Corporate Governance ein Begriff, der – obwohl die internationale Diskussion und vor allem die Auseinandersetzung im angelsächsischen Bereich längst angelaufen waren – in der Schweiz nur wenigen Fachleuten aus Wirtschaft und Recht bekannt war. Heute ist er zum «buzz word» geworden. Fragen der Corporate Governance werden in den Medien – von der Wirtschafts- bis zur Boulevardpresse – intensiv diskutiert. Sie sind Gegenstand von wissenschaftlichen Publikationen und Weiterbildungsveranstaltungen, von parlamentarischen Vorstössen und Anstrengungen der Selbstregulierung. Losgetreten wurde diese Lawine durch eine Reihe von Vorkommnissen bei Schweizer Publikumsgesellschaften. Namen wie ABB, Kuoni, Sulzer, Swissair, Vontobel, Zurich Financial Services und CS Group wecken bei den Schweizern Erinnerungen an lebhaft, engagierte und vielfach auch gehässige Diskussionen, die vor gut zwei Jahren begannen und noch andauern.

b) Betrachtet man die öffentliche Auseinandersetzung, scheint sich die Corporate Governance-Problematik freilich *auf zwei Fragen zu beschränken*.

- *Erstens: In welcher Form ist die Entschädigung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung offen zu legen? Dass offen zu legen ist, wird mittlerweile von niemandem mehr bestritten; heftig debattiert wird dagegen über die Fragen, was zu veröffentlichen ist, wobei die Vorschläge von der Bekanntgabe einer Globalzahl für Verwaltungsrat und Top-Management über die Aufgliederung nach Art der Entschädigung – festes Salär, Aktien, Optionen, andere Erfolgsbeteiligungen – und/oder nach der Gruppe der Bezieher – exekutive und nicht-exekutive Mitglieder der obersten Gesellschaftsorgane – bis hin zu einer detaillierten individuellen Berichterstattung für jeden einzelnen Begünstigten einschliesslich früherer Mitglieder der obersten Leitungsgremien reichen. Vereinzelt wird auch ein vermehrtes Mitspracherecht der Aktionäre oder gar eine Obergrenze für die Entschädigung von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern postuliert.*

- Und *zweitens*: Sind die Funktionen des *CEO, des Vorsitzenden der Geschäftsleitung*, einerseits und des *Präsidenten des Verwaltungsrates* auf der anderen Seite, zwingend zu trennen oder soll sie ein und dieselbe Person auf sich vereinigen dürfen? Die Frage der Zulässigkeit von Doppelmandaten bot in jüngster Zeit Anlass zu heftigen Debatten nicht nur in den Medien, sondern auch an Generalversammlungen. Das Bestehen von Doppelmandaten wurde massiv kritisiert, obwohl empirische Untersuchungen auch aus neuester Zeit zeigen, dass die Performance von Gesellschaften, die eine Personalunion von Verwaltungsratspräsident und CEO kennen, keineswegs schlechter zu sein braucht, als die von Unternehmen mit einer Trennung der beiden Funktionen.

c) Diese *Einschränkung des Gesichtsfeldes* ist bedauerlich, ebenso die Fokussierung der Auseinandersetzung auf einzelne, nicht repräsentative Vorkommnisse und *auf Personen statt auf Sachfragen*. Letzteres ist nicht zuletzt die Folge einer Entwicklung in der wirtschaftlichen Berichterstattung, weg von der Schilderung von «Verhältnissen» hin zu einer «Personalisierung», die auch den Reputationswettbewerb der Unternehmen erreicht hat: Das Image von Unternehmen wird immer mehr mit dem Ruf ihrer Chefetage gleich gesetzt. Immerhin ist die aktuelle Diskussion auch ein erfreuliches Beispiel dafür, wie sehr in neuerer Zeit das Interesse der Öffentlichkeit an Wirtschaftsfragen zugenommen hat.

* * *

Im Folgenden soll aufgezeigt werden, welches – über die Themen «Saläre» und «Doppelmandate» hinaus – die Kernfragen und wichtigsten Anliegen der Corporate Governance-«Bewegung» sind (Ziff. II. und III.). Nach einem kurzen Hinweis auf die Diskussion im Ausland (Ziff. IV.) soll dargelegt werden, dass die geltende schweizerische Rechts- und Wirtschaftsordnung besser ist als ihr Ruf (Ziff. V.). Schliesslich werden die aktuellen schweizerischen Aktivitäten referiert (Ziff. VI.) und – nach einem Exkurs zur Governance bei privaten Aktiengesellschaften (Ziff. VII.) – einer knappen Würdigung unterzogen (Ziff. VIII.).

II. Corporate Governance – ein schillernder Begriff

1. Vielfalt der Definitionen

Dass Corporate Governance wichtig ist, ist heute jedermann klar. Was unter dem Begriff zu verstehen ist schon weniger. In der Tat scheint jeder gerade das darunter zu subsumieren, was sein aktuelles Anliegen abdeckt.

Der Definitionen gibt es viele, wobei sich die wie Pilze aus dem Boden schiesenden nationalen und internationalen Corporate Governance-Kodizes sowie in der Literatur vertretenen Ansichten ganz grob in zwei Gruppen gliedern lassen: Die eine orientiert sich vornehmlich am *Shareholder Value*-Gedanken und ist auf die Aktionäre ausgerichtet, die andere will darüber hinaus auch *externe Interessen*, Erwartungen und «Ansprüche» (etwa der Mitarbeiter, der Gläubiger, der Konsumenten oder des Gemeinwesens) mit einbeziehen.

Eine Umschreibung sei hier herausgegriffen: diejenige des (noch zu besprechenden) «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» vom 25. März 2002:

«Corporate Governance ist die Gesamtheit der auf die Aktionärsinteressen ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben.»³.

Wesentlich sind danach die folgenden Stichworte:

- *Leitlinie* ist das Aktionärsinteresse.
- *Ziel* ist ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle (von «checks and balances»).
- *Sicherzustellen* sind Entscheidungsfähigkeit und Effizienz der Unternehmensleitung sowie Transparenz.

³ Präambel des «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» (nachfolgend zit. Swiss Code) S. 6.

2. Beschränkung auf Publikumsgesellschaften

a) Eingrenzend zu erwähnen ist, dass sich die Corporate Governance-Diskussion auf die *Publikumsgesellschaften*, bei denen *Eigentum und Geschäftsleitung auseinander fallen*, konzentriert. Sie thematisiert einen Aspekt der seit den Dreissigerjahren in der Ökonomie vielfach angesprochenen sog. «Agency»-Problematik⁴: In einer (echten) Publikumsgesellschaft fallen Eigentum und Unternehmensleitung auseinander. Die Aktionäre als «Eigentümer» («Principals») haben die Geschäftsführung an «Agents» – in der Schweiz sind dies die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung – delegiert, und sie müssen dies zwangsläufig tun. Der «Agent» arbeitet mit fremdem Geld; seine Interessen brauchen nicht mit denen des «Eigentümers» überein zu stimmen. Corporate Governance handelt von den Möglichkeiten, die in dieser Konstellation angelegten Interessenkonflikte zu mindern und sich einer Interessenkongruenz so gut wie möglich anzunähern, um so die Interessen der «Eigentümer» zu schützen. Die Corporate Governance-Diskussion hat daher auch einen engen Bezug zum Shareholder-Value-Denken⁵.

⁴ Die Urväter der «Agency»-Diskussion sind Adolf A. Berle und Gardiner C. Means, auf deren berühmtes Werk «The Modern Corporation and Private Property» (New York 1932) noch heute fast routinemässig verwiesen wird.

⁵ Die *Shareholder-Value-Diskussion* ist in den letzten Jahren bis zum Überdruß geführt worden, wobei erstaunlich ist, wie rasch sich die herrschende Meinung mit dem Ende des Börsen-Booms der Neunzigerjahre Jahre geändert hat: Am Ausgang des letzten Jahrzehnts war der Shareholder-Value-Ansatz noch unbestritten; heute – nach einem dramatischen und «nachhaltigen» Einbruch an der Börse – besinnt sich jedermann auf einen Stakeholder-Approach, wonach ein ausgewogenes Verhältnis in der Wahrung von ökonomischen, ökologischen und sozialen Aspekten anzustreben ist (sog. *Triple Bottom Line-Ansatz*).

Symptomatisch für das in Gang befindliche Umdenken in Wirtschaft, Politik und Lehre ist der in den USA zwar seit längerem gängige, im nicht anglo-amerikanischen Raum aber neu aufkommende Begriff der *Corporate Citizenship*, womit das Postulat umschrieben wird, Unternehmen hätten auch eine gesellschaftliche Verantwortung.

b) Bei der *privaten* AG, bei welcher der Unternehmensleiter die Folgen seines Wirkens direkt auch als Aktionär zu spüren bekommt, steht dieser potenzielle Interessengegensatz nicht im Zentrum. Immerhin: Ein ähnlicher Graben tut sich auf zwischen den «Unternehmeraktionären», die nicht nur mit ihrem Vermögen, sondern auch mit ihrer Arbeitskraft dem Unternehmen verhaftet sind, einerseits, und den «Investor»-Aktionären, die an der Unternehmung zwar finanziell beteiligt sind, in ihr aber kein Amt ausüben, auf der anderen Seite. Insofern kann die Diskussion zu Corporate Governance – mutatis mutandis – auch für private Aktiengesellschaften mit einem kleinen Aktionärskreis fruchtbar gemacht werden.

c) Eine schweizerische Eigenart dürften die recht zahlreichen an der Börse kotierten Gesellschaften sein, deren Kontrolle *fest in Familienhand* ist. Solche Gesellschaften unterscheiden sich von «echten» Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat gerade auch in Fragen, die für die Governance wichtig sind.

III. Die wichtigsten Fragen

Corporate Governance ist – wie gesagt – ein schillernder Begriff. Im *Kern* geht es aber um drei Themenkreise:

- Erstens: Wie wird eine Unternehmung geleitet, und wie ist insbesondere die *Unternehmensspitze organisiert*? Wie sind die Kompetenzen innerhalb der Unternehmensleitung verteilt? Welche *Kontrollmechanismen* bestehen und wie wird für einen *Machtausgleich* innerhalb der Unternehmung gesorgt?
- Zweitens: Wie ist das *Verhältnis zwischen der Gesellschaft* (insbesondere ihrem Verwaltungsrat) und den *Aktionärinnen und Aktionären* ausgestaltet? Werden diese als wirtschaftliche Eigentümer der Unternehmung ausreichend und wahrheitsgemäss orientiert? Können sie ihre Rechte umfassend wahrnehmen und stimmt ihr Einfluss – wie dies der Aktiengesellschaft als einer Kapitalgesellschaft entspricht – mit ihrer Kapitalbeteiligung überein?
- Und schliesslich drittens: Stellt sich die Unternehmung dem Wettbewerb und akzeptieren Verwaltungsrat und Geschäftsleitung die Herausforderung, *sich immer neu bewähren zu müssen*? Konkreter heisst dies:
 - Gibt es für die Aktien *Übertragungsbeschränkungen*, Vinkulierungsbestimmungen, die verhindern, dass ein aus der Sicht des Verwaltungsrates nicht erwünschter Dritter in der Gesellschaft entscheidenden Einfluss erlangen kann?
 - Gibt es *Stimmrechtsbegrenzungen* oder umgekehrt *Stimmprivilegien* für einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen?
 - Spielt die Aktionärsdemokratie – und diese ist eine «*Kapitaldemokratie*» – auch gegenüber dem Verwaltungsrat oder verhindern statutarische Regeln, dass ein Verwaltungsratsmitglied mit gewöhnlicher Mehrheit *abgewählt* werden kann? Damit verbunden ist eine Frage, die in der Schweiz in der letzten Zeit besonders intensiv und polemisch diskutiert worden ist: Bestehen «golden parachutes», die es einem Mitglied des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung erlauben,

sich mit einer Abfindung in der Höhe des Vielfachen eines Jahreslohns von der im Sinkflug befindlichen Gesellschaft zu verabschieden?

IV. Fruchtbarmachung der internationalen Diskussion für die Schweiz?

a) Ihren Ursprung hat die Governance-Diskussion im angelsächsischen Rechts- und Wirtschaftsraum. Sie führte in den Neunzigerjahren zu einer Reihe von «Reports», in welchen Grundsätze einer «good Governance» festgehalten wurden⁶. Aber auch in vielen kontinentaleuropäischen Ländern wurden Expertenberichte und Regelwerke erarbeitet, so etwa in Frankreich⁷, Belgien⁸, Italien⁹, Spanien¹⁰ und Deutschland¹¹. Auch internationale Anstrengungen sind zu verzeichnen, so etwa von der Weltbank¹² und der OECD¹³.

b) Es fragt sich, inwieweit diese ausländischen Vorbilder im Rahmen des in der Schweiz üblich gewordenen sogenannt *autonomen Nachvollzugs* umgesetzt werden sollten. Die Antwort darauf muss differenziert ausfallen:

- Zum einen ist offenkundig, dass die grundsätzlichen *Probleme* und besonders die Spannungsfelder zwischen unterschiedlichen Interes-

⁶ In England erschien 1992 der «Cadbury-Report», 1995 der «Greenbury-Report», 1998 der «Hampel-Report» und 1999 der «Turnbull-Report». In den USA wurde 1999 der «Blue Ribbon Report» veröffentlicht, der Regeln für die Anforderungen an Audit Committees und für deren Aufgaben aufstellt.

⁷ «Rapport Viénot I» von 1995, «Rapport Viénot II» von 1999.

⁸ «Cardon Report» von 1998.

⁹ «Codice di Autodisciplina» von 1999.

¹⁰ «Código de Buen Gobierno» von 1998.

¹¹ Deutscher Corporate Governance Kodex der Regierungskommission vom 26. Februar 2002. Dieser hatte Vorläufer in den Corporate Governance-Grundsätzen vom Januar 2000 und den «Grundsätzen ordnungsgemässer Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung» vom Juni 2000. Grundlage für den Kodex vom Februar 2001 war ein 321-seitiger Bericht der Regierungskommission Corporate Governance vom Juli 2001.

¹² «Corporate Governance: a framework for complementation».

¹³ «OECD Principles of Corporate Governance» vom Mai 1999.

sen in Publikumsgesellschaften im Wesentlichen überall *die selben* sind, unabhängig davon, in welchem Land die Gesellschaft ihren Sitz hat. Für Unternehmen, die in ihrer Tätigkeit *international ausgerichtet sind*, wie sie in der Schweiz besonders häufig vorkommen, trifft dies ganz besonders zu.

- Zum anderen darf aber auch nicht übersehen werden, dass die schweizerische Aktiengesellschaft nicht einfach mit der deutschen AG oder der amerikanischen Corporation gleichgesetzt werden kann: Dass es sich um unterschiedliche Spezies handelt, zeigt sich schon daran, dass es in der Schweiz rund 175'000 Aktiengesellschaften gibt, im viel grösseren Wirtschaftsraum Deutschland dagegen etwa 14'000. Dies rührt vor allem daher, dass die AG in Deutschland – auch wenn sich in den letzten Jahren vieles geändert hat – immer noch die typische Gesellschaftsform für Grossunternehmen darstellt, während die kleineren und mittleren Unternehmen meist als Gesellschaften mit beschränkter Haftung konstituiert sind. Doch auch wenn man sich auf die kotierten Gesellschaften beschränkt, sind schweizerische Eigenarten nicht zu übersehen, insbesondere der bereits erwähnte Umstand, dass eine Reihe wichtiger Publikumsgesellschaften von einer Familie oder einem einzelnen Grossaktionär kontrolliert werden, so etwa der Pharmakonzern Hoffmann-La Roche, die Schindler Holding AG, die Vontobel Holding AG, der Chemie-Konzern EMS oder die Mediengruppe Tamedia. Insofern ist dem «Sonderfall Schweiz» bei den Anforderungen an die Governance Rechnung zu tragen, welches im Rahmen des schweizerischen Kodex auch geschehen ist.

V. Die Ausgangslage in der Schweiz

Dass der Begriff Corporate Governance in der Schweiz erst seit einigen Jahren weiteren Kreisen bekannt ist, täuscht darüber hinweg, dass die *Diskussion schon seit langem und intensiv geführt* worden ist und dass sie in den gesetzgeberischen Arbeiten zum revidierten Aktienrecht wie auch zum Börsengesetz einen *konkreten Niederschlag* gefunden hat. Für eine gewisse Transparenz sorgt weiter seit jeher die Institution des Handelsregisters. Auf diesem Fundament haben die Schweizer Publikums-gesellschaften eine «Best Practice» entwickelt, die sich sehen lassen kann.

Im Einzelnen Folgendes:

1. Die Aktienrechtsreform 1968/1991

a) Die in der Schweiz während mehr als zwei Jahrzehnten geführte Diskussion über eine Reform des Aktienrechts war – nicht nur, aber auch – eine Diskussion über «Good Corporate Governance». Das Mitte 1992 in Kraft getretene Resultat ist sicher in vielem nicht optimal, und in den zehn Jahren seit dem Inkrafttreten des revidierten Rechts sind auch neue Bedürfnisse aufgetreten. Trotzdem ist das Erreichte nach wie vor respekta-bel:

b) Grundsätzlich ist das revidierte Aktienrecht – wie das frühere – *liberal ausgestaltet*, lässt es die *verschiedenartigsten Ausgestaltungen* zu. Der Schweizer Gesetzgeber hatte auch gar keine andere Wahl, ist doch die AG in der Schweiz die bei weitem häufigste Gesellschaftsform, die «bonne à tout faire», die für den kleinen Einpersonenbetrieb ebenso verwendbar sein muss wie für Novartis, Nestlé und die UBS¹⁴.

¹⁴ Das neue Aktienrecht führte allerdings eine Reihe verschärfter Anforderungen ein, so namentlich durch eine Anhebung des Mindestkapitals sowie durch erhöhte

Insbesondere lässt das Schweizer Aktienrecht grösstmögliche Freiheit in der Organisation der Leitungsfunktion: Von einer Art Selbstorganschaft, wie sie bei der Kollektiv- und Kommanditgesellschaft gesetzlich verankert ist, über das klassische französische Konzept des omnipotenten «Président Directeur Général» und das angelsächsische «Board System» mit einem «Board» aus zum Teil exekutiven, vollamtlich tätigen und zum Teil nicht exekutiven nebenamtlichen Mitgliedern, bis hin zum deutschen Aufsichtsratssystem mit seiner klaren und zwingenden Zweiteilung in ein überwachendes und ein geschäftsleitendes Gremium, sind alle Schattierungen möglich, allerdings nicht durchwegs mit der im Ausland vorzufindenden Konsequenz¹⁵.

c) Mit einigen wenigen, jedoch *kräftigen Federstrichen* wurden aber gleichzeitig grundlegende Entscheide zur Corporate Governance getroffen, freilich ohne diesen Begriff zu verwenden.

aa) Herausragend ist OR¹⁶ 716a – eine Grundregel für den *Verwaltungsrat*, deren Tragweite den gesetzgeberischen Instanzen zweifellos nicht voll bewusst war und die erst im Laufe der Zeit «entdeckt» worden ist. Mit dieser Bestimmung werden *dem Verwaltungsrat gewichtige Aufgaben unübertragbar und unentziehbar* zugewiesen, worunter die Verantwortung für die Strategie, die Ober-

Anforderungen an die qualifizierte Gründung und Kapitalerhöhung, an die Rechnungslegung und an die Revision. Dies dürfte der Hauptgrund dafür sein, dass bei Neugründungen – zumindest von Kleinunternehmen – heute fast ausschliesslich die GmbH gewählt wird, die vor der Aktienrechtsreform wegen ihres Images als schwachbrüstig und vermutlich ausländisch beherrscht, verpönt war. Die Zahlen sind eindrücklich: Ende 1991 gab es in der Schweiz knapp 2800 GmbHs, heute sind es über 55'000. Im gleichen Zeitraum hat die Zahl der Aktiengesellschaften um weniger als zehn Prozent zugenommen.

¹⁵ Weder der französische «Président Directeur Général» noch der deutsche Aufsichtsrat kann in der Schweiz artrein umgesetzt werden, zum Letzteren vgl. Anmerkung 17.

¹⁶ OR = Schweizerisches Obligationenrecht, in welchem in Art. 620 ff. die AG geregelt ist.

leitung, die Festlegung der Organisation, die grundlegenden finanziellen und personellen Entscheide und der Verkehr mit den Aktionären¹⁷.

Unterlegt ist dieser Aufgabenkatalog durch die in OR 717 I verankerte allgemeine *Sorgfalts- und Treuepflicht*, die auch eine Pflicht beinhaltet, Grundsätze einer zeitgemässen und auf die konkreten Verhältnisse angepassten Governance umzusetzen:

- So kann etwa die Erfüllung der Organisationspflicht (OR 716a I Ziff. 2) «mit aller Sorgfalt» verlangen, dass Verwaltungsratsausschüsse gebildet werden.
- Und aus der Überwachungspflicht (OR 716a I Ziff. 5) kann sich der Bedarf insbesondere nach einem Audit Committee, einem *Prüfungsausschuss*, ergeben.
- Die Pflicht, «die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen [zu] wahren», setzt dem *Selbst- und Doppelkontrahieren* Grenzen. Allenfalls – dies wäre eine nähere Untersuchung wert – könnte sie auch fruchtbar gemacht werden für die *Infragestellung übersetzter Entschädigungen* für Mitglieder des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung.

Schliesslich ist auch auf die im Wesentlichen aus dem bisherigen Recht übernommene Ordnung zur *persönlichen Verantwortlichkeit* der leitenden und prüfenden Organe hinzuweisen, die – soweit ersichtlich – über das hinausgeht, was in ausländischen Rechtsordnungen in dieser Hinsicht vorgekehrt worden ist und die – nicht zu-

¹⁷ Durch diese unentziehbaren und undelegierbaren Kernkompetenzen unterscheidet sich der schweizerische Verwaltungsrat grundlegend etwa vom *deutschen Aufsichtsrat*, auch wenn man die zurzeit im Gang befindliche Aufwertung des Aufsichtsrates nach deutschem Recht berücksichtigt.

Nur am Rande sei erwähnt, dass die Liste der in OR 716a zwingend dem Verwaltungsrat zugewiesenen Aufgaben an die Grenze dessen geht, was vom obersten Organ einer Publikumsgesellschaft vernünftigerweise erwartet werden darf und dass sie die Verwaltungsräte von Konzerntochtergesellschaften, die sich den Weisungen der Muttergesellschaft gerade auch in Grundsatzfragen zu unterziehen haben, vor unlösbare Probleme stellt.

letzt wegen einer Reihe von spektakulären Fällen – auch eine wichtige präventive Rolle spielt.

bb) Die *Kontrolle* im Sinne der Finanzprüfung ist durch verschärfte Anforderungen an Fachkenntnis und Unabhängigkeit der Revisionsstelle (vgl. OR 727a ff.¹⁸) markant verbessert worden.

cc) Verstärkt wurde auch – es war dies eine der zentralen Zielsetzungen der Reformarbeiten – der Aktionärsschutz und insbesondere der *Schutz von Publikumsaktionären*. Stichworte sind hier etwa die Einschränkung der Möglichkeiten der Vinkulierung (OR 685 ff., insb. 685d ff.), die Verstärkung des Bezugsrechts (OR 652b) und seine Ergänzung durch ein Vorwegzeichnungsrecht bei der Ausgabe von Obligationen mit Wandel- oder Optionsrechten (OR 653c), die Begrenzung von Stimmprivilegien (OR 693 II), die Erweiterung der Information des Aktionärs über die wirtschaftliche Lage seiner Gesellschaft (OR 662–670) sowie die Ausweitung seiner Kontrollrechte (OR 696 und 697). Unterstützt werden diese Einzelbestimmungen durch eine *Verstärkung des Rechts auf Gleichbehandlung*, das nun im Gesetz explizit verankert ist (OR 706 II Ziff. 3 und 717 II), sowie des nun ebenfalls im Gesetz ausdrücklich genannten *Gebots der Sachlichkeit* bei einer Beeinträchtigung von Aktionärsrechten (OR 706 II Ziff. 2¹⁹).

dd) Stark verbessert worden ist sodann die *Transparenz*, etwa durch Vorschriften zur Mindestgliederung (OR 663 und 663a) von Bilanz und Erfolgsrechnung sowohl bei der Einzelgesellschaft wie auch im Konzern (zu diesem OR 663e) und vor allem auch durch die Pflicht zu ergänzenden Angaben im Anhang der Rechnungen (OR 663b und 663c) sowie durch die Einschränkung des stillen Spiels mit stillen Reserven (OR 663b Ziff. 8)²⁰. Zu erwähnen ist so-

¹⁸ Für Publikumsgesellschaften insb. OR 727b.

¹⁹ Vgl. auch etwa OR 652b II, 653c III sowie 706 II Ziff. 3.

²⁰ Grob gesagt: Die Bildung stiller Reserven bleibt zwar weiterhin zulässig, ihre Auflösung muss aber offen gelegt werden, wenn dadurch das Jahresergebnis wesentlich günstiger dargestellt wird.

dann die Pflicht, über die Organisation der Geschäftsführung Auskunft zu geben (OR 716b II). Nennenswert ist – obwohl es bis heute in gerichtlichen Auseinandersetzungen kaum wirksam geworden ist²¹ – das neue Institut der Sonderprüfung, in Verbindung mit einer aktionärsfreundlichen Kostenregelung (OR 697g I).

Durch diese Neuerungen wurde die Transparenz nicht nur gegenüber den Aktionären, sondern auch gegenüber den Gläubigern und – bei Publikumsgesellschaften aufgrund erweiterter Offenlegungspflichten (OR 697h und 716b II) – der Allgemeinheit auf ein neues Niveau gehoben.

2. Einführung eines Sonderrechts für Publikumsgesellschaften durch das Börsengesetz

a) In der Aktienrechtsreform wurde erklärermassen und mit wenigen Ausnahmen von der *Einheit des Aktienrechts* ausgegangen²²: Dieses Einheitsprinzip ist durch die Einführung des Börsengesetzes²³ im Februar 1997 und besonders durch das Inkrafttreten der gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen dieses Gesetzes Anfang 1998 durchbrochen worden: Zu Recht ist das Börsengesetz als «Publikumsgesellschaftsrecht» oder «Börsengesellschaftsrecht» bezeichnet worden.

²¹ Eine Durchsicht der Judikatur drängt den Schluss auf, dass mit der Sonderprüfung ein «Papiertiger» geschaffen worden ist. Es ist dies die Folge einer gesetzlichen Ordnung, die allzu sehr darauf bedacht war, unter allen Umständen das Geschäftsgeheimnis der AG zu schützen. Wer mit der Praxis vertraut ist, kann jedoch bestätigen, dass die Drohung mit einer Sonderprüfung häufig bewirkt, dass den Aktionären Informationen gegeben werden, die ihnen ohne diesen Knüppel im Sack verweigert worden wären.

²² Das geltende Aktienrecht differenziert nur an folgenden Stellen nach der Grösse und volkswirtschaftlichen Bedeutung von Aktiengesellschaften: bei den Offenlegungsvorschriften (vgl. OR 663c, 697h), bei der Pflicht zur Konzernrechnung (vgl. OR 663e ff.), bei den Anforderungen an die Revisionsstelle (vgl. OR 727b) und bei den Vinkulierungsbestimmungen (vgl. OR 685a ff.).

²³ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995.

b) Durch das Börsengesetz und die darauf basierenden Verordnungen und durch die aufgrund der börsengesetzlichen Ordnung initiierten Regelwerke der Selbstregulierung ist die Corporate Governance in der Schweiz entscheidend verbessert worden. Einige Beispiele mögen dies belegen:

aa) Aufgrund des Kotierungsreglements²⁴ als einem Instrument der Selbstregulierung werden Publikumsgesellschaften zu einer Rechenschaftsablage nach dem Grundsatz der *«true and fair view»* verpflichtet (KR 66). Dadurch wird der in der Aktienrechtsreform in Angriff genommene Weg zu Ende gegangen und einer Bilanzkosmetik mittels einer Manipulation der stillen Reserven ein Ende gesetzt: Während bereits das revidierte Aktienrecht das *Hochstapeln* durch Auflösung stiller Reserven unterbindet (OR 663b Ziff. 8), wird nun auch das *Tiefstapeln* untersagt.

bb) Eine zeitgerechte Information der Aktionäre und der Investoren allgemein soll durch das Erfordernis eines Halbjahresberichts (KR 65 I) sowie die Ad-hoc-Publizität (KR 72) gewährleistet werden.

cc) Die *Grossaktionäre* – und die Grösse sowie die Veränderungen ihrer Beteiligungen – werden *transparent* gemacht (BEHG 20).

dd) Schliesslich stellt die *Regelung für Takeovers*²⁵ ein faires Verfahren und weitgehende Chancengleichheit für die Publikumsaktionäre im Falle von Kontrollwechseln sicher. Eine zentrale Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang neben dem *Pflichtangebot* an sämtliche Aktionäre beim Überschreiten des Grenzwertes von 33¹/₃ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft (BEHG 32)²⁶ auch

²⁴ Kotierungsreglement (KR) der SWX Swiss Exchange vom 24. Januar 1996.

²⁵ Vgl. die Bestimmungen des 5. Abschnitts des BEHG über die öffentlichen Kaufangebote sowie des 4. Kapitels der einschlägigen Verordnung der Eidg. Bankenkommision über die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes.

²⁶ Statutarisch kann freilich die Schwelle bis 49% angehoben oder die Angebotspflicht gänzlich wegbedungen werden, wobei aber die nachträgliche Anhebung oder Wegbedingung nur unter gewissen Voraussetzungen und nur aufgrund eines statutenändernden Beschlusses möglich ist.

der *Beschränkung der Abwehrmassnahmen* der Zielgesellschaft zu: Für die Dauer einer Übernahmesituation gehen wesentliche Kompetenzen des Verwaltungsrates auf die Generalversammlung über (BEHG 29).

ee) Am Rande sei auch auf die in BEHG 11 enthaltenen und durch eine von der Geschäftsführung unabhängige interne Revisionsstelle überprüften Verhaltensregeln für Effekthändler hingewiesen: die Informationspflicht (BEHG 11 I lit. a) und die Pflicht, Interessenkonflikte zu vermeiden (BEHG 11 I lit. c). Auch das aktienrechtliche Umfeld wird so einbezogen.

3. Exkurs: Die Publizitätsfunktion des Handelsregisters

a) Ein wesentliches Anliegen der Corporate Governance-Bewegung ist *Transparenz*. Dies trifft auch für die derzeitigen Anstrengungen in der Schweiz zu: Der «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» erwähnt die Offenlegungspflicht explizit. Die von der SWX Swiss Exchange ausgearbeitete Richtlinie befasst sich ausschliesslich mit Fragen der Transparenz.

b) In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, dass in der Schweiz mit dem Institut des *Handelsregisters* seit jeher ein hervorragendes Informationsinstrument besteht. Der Zweck des Handelsregisters besteht laut einem älteren Bundesgerichtsentscheid²⁷ «im Wesentlichen darin, im Interesse der Geschäftstreibenden und des Publikums im Allgemeinen die kaufmännischen Betriebe und die auf sie bezüglichen rechtserheblichen Tatsachen kund zu machen». Die Governance-Diskussion hat zwar ein anderes Schwergewicht: Nicht die «Geschäftstreibenden», sondern die Investoren (wenn man will: das «Publikum») sollen sich informieren können. Aber auch sie können sich das Handelsregister als Informationsmedium zunutze machen.

²⁷ BGE 75 I 78.

Bekanntlich ist das Handelsregister *öffentlich*, steht also jedermann – ohne dass ein Interessensnachweis verlangt würde – offen. Die durch den Eintrag bewirkte Öffentlichkeit wird noch verstärkt durch die *Publikation* der wichtigsten Informationen im an allen Werktagen erscheinenden *Schweizerischen Handelsamtsblatt*, SHAB (OR 931 I). Mehr und mehr nimmt sodann das *Internet*²⁸ eine wichtige Funktion als Publizitätsmittel ein.

c) Ergänzt wird diese amtlich verordnete Transparenz durch zum Teil offiziöse Publikationen:

- das jährlich erscheinende *Schweizerische Regionenbuch*, das die wichtigsten bei den Handelsregisterämtern verfügbaren Informationen nach eingetragenen Firmen geordnet angibt,
- das *Verzeichnis der Verwaltungsräte*, das ebenfalls jährlich erscheint und alle Personen, die ein Verwaltungsratsmandat ausüben, alphabetisch mit allen Mandaten aufführt
- und schliesslich den periodisch erscheinenden *Schweizerischen Beteiligungsatlas* mit Hinweisen zu Beteiligungen und Kreuzverflechtungen.

Viele der im Hinblick auf die Governance relevanten Angaben waren und sind daher für jedermann zugänglich, und die «Enthüllungen», die in den letzten Monaten in den Medien zu Kreuzbeteiligungen in Verwaltungsräten und Aktionariaten – und damit zum «Filz», welcher die Wirtschafts-

²⁸ Seit 1997 findet sich im Internet unter der Adresse <http://zefix.admin.ch/> mit Zefix ein zentrales Schweizer Firmenregister des Eidg. Handelsregisteramtes, mit dessen Hilfe sich die genaue Firmenbezeichnung, die Rechtsform und der Gesellschaftssitz, nicht aber die Inhaber von Verwaltungsrats- und Managementpositionen recherchieren lassen. Hyperlinks führen zu den Seiten der kantonalen Handelsregisterämter. Auch das eben erwähnte SHAB kann seit Juli 2000 neben der Printversion kostenlos im Internet unter <http://zefix.admin.ch/shab/> eingesehen werden.

Unter <http://www.teledata.ch/index.html> findet sich weiter eine – kostenpflichtige – Datenbank, welche online und laufend aktualisiert Zugriff auf sämtliche im schweizerischen Handelsregister erfassten Daten über Firmen und Personen bietet, erweitert durch Angaben über Funktionen von Kadermitarbeitern, Konzernstrukturen, Firmenkennzahlen und Nachrichten, Bonitätsdaten und alle seit 1989 im SHAB erschienenen Publikationen.

mächtigen in der Schweiz in intransparenter Weise zusammenhalten soll – gemacht wurden, entpuppen sich als aufgewärmter Kaffee.

4. Übererfüllung des Plansolls durch die Praxis

a) Über das soeben skizzierte gesetzliche Minimum hinaus – das im internationalen Vergleich keine schlechte Figur macht – haben viele Publikumsgesellschaften weitere Elemente einer guten Corporate Governance realisiert – ob aus Überzeugung oder weil sich dies an der Börse und am Kapitalmarkt lohnt, bleibe dahingestellt und ist auch nicht relevant.

Das Mass an *Offenlegung* geht mittlerweile bei vielen Publikumsgesellschaften weit über das von Gesetz und Börse verlangte Minimum hinaus. Es betrifft dies zum einen den Detaillierungsgrad der Angaben zur finanziellen Lage und zum materiellen Erfolg der Unternehmung, zum andern auch Informationen über andere Aspekte, die als «soft factors» für die *Zukunftschancen* einer Unternehmung ebenso bedeutsam sein können wie die im Wesentlichen rückwärts gerichtete Finanzberichterstattung. Zu erwähnen sind *Umweltberichte*, *Sozialberichte* und seit neuestem auch die Berichterstattung über *Corporate Governance*.

Überdies sind die imposanten Bollwerke gegen feindliche Übernahmen, die noch Mitte der Neunzigerjahre bei Schweizer Publikumsgesellschaften die Regel bildeten, in vielen Gesellschaften geschleift worden: *Vinkulierungsbestimmungen* wurden beseitigt, ebenso *Quoren*, die Statutenbestimmungen *petrifizierten*, weil sie wegen der notorisch schlechten Vertretung der Stimmen in Generalversammlungen von Publikumsgesellschaften gar nie erreicht werden konnten, ferner *erschwernte Anforderungen für die Abwählbarkeit von Verwaltungsratsmitgliedern* sowie *Stimmrechtsprivilegien* für einzelne, von sogenannten «befreundeten» Aktionären gehaltene Aktien und *Stimmrechtsbegrenzungen*.

b) Hierzu gibt es freilich einen *Vorbehalt* anzubringen: Bei den in der Schweiz – wie erwähnt – häufigen «*unechten*» *Publikumsgesellschaften*, bei denen die Kontrolle bei einer kleinen Gruppe von (Familien-)Aktionären liegt, sind diese Elemente einer modernen Governance oft nur teilweise umgesetzt worden. Von einem dogmatischen Standpunkt aus mag dies stören, ein Blick auf die Börsenkurse zeigt aber, dass es den Publi-

kumsaktionären bei solchen «Patron»-Strukturen nicht schlecht ergehen muss. Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch, dass gute Corporate Governance nicht unentgeltlich zu haben ist, weshalb Kosten und Nutzen sorgfältig abzuwägen sind²⁹.

5. Schlechter Lohn für gute Taten

a) Betrachtet man die gesetzlichen Vorgaben und – vor allem – die *Unternehmensrealität*, dann braucht die Schweiz den Vergleich mit dem Ausland nicht zu scheuen: Form und Inhalt der Governance sind vielleicht «à la Suisse», zumindest der Inhalt ist aber auf einem Stand, der sich auch international sehen lassen kann.

b) Eindrücklich ist auch, *wie rasch* sich die Schweiz neuen Forderungen gestellt hat:

- In der ersten Hälfte der Neunzigerjahre hatte noch eine ganze Reihe von Schweizer Publikumsgesellschaften *mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren*: Namenaktien für die Schweizer, Inhaberaktien für Ausländer und Partizipationsscheine für Investoren auf der ganzen Welt, die sich nicht für das Stimmrecht interessierten. Und bezüglich der für die Unternehmenskontrolle massgebenden Namenaktien waren strenge Übertragungsbeschränkungen – meist eine Limite von 2%–3% pro Aktionär, oft noch verbunden mit dem Recht des Verwaltungsrates, Ausnahmen vorzusehen – die Regel³⁰.

²⁹ Verschiedene empirische Untersuchungen aus neuester Zeit zeigen freilich eindrücklich, dass sich gute Governance in besseren Geschäftsergebnissen niederschlägt und dass die grosse Mehrheit von institutionellen Anlegern bereit ist, für gute Corporate Governance eine Prämie zu zahlen.

³⁰ Die herrschende Lehre geht davon aus, dass solche Ausnahmebestimmungen grundsätzlich zulässig sind. Doch ist zu beachten, dass bei ihrer Anwendung die Grundsätze der Gleichbehandlung aller Aktionäre und der Sachlichkeit eingehalten werden müssen. Ausnahmen dürfen daher vom Verwaltungsrat nicht nach freiem Ermessen gewährt werden, sondern nur nach einheitlichen und sachgerechten Kriterien.

- Verbreitet waren auch *Beschränkungen der Stimmkraft* von Grossaktionären (was nach OR 685f II erlaubt ist) mit der Konsequenz, dass grosse Beteiligungen stimmrechtslos blieben. Gelegentlich wurde auch diesbezüglich statutarisch vorgesehen, dass der Verwaltungsrat «in begründeten Fällen» (und dies hiess im Klartext: zugunsten eines bestimmten Grossaktionärs) Ausnahmen beschliessen könne³¹.
- Blickt man noch etwas weiter zurück – auf die Zeit vor dem Inkrafttreten des revidierten Aktienrechts –, dann trifft man bei vielen Gesellschaften auf eine *Berichterstattung* an die Aktionäre, *die eine Farce war*: Der Jahresbericht erging sich in Betrachtungen zur Weltlage, er enthielt Bemerkungen zur Zukunft von Europa und der Schweiz, aber für die eigene Gesellschaft begnügte man sich mit einigen nichts sagenden Floskeln. Und für die Rechnungslegung galt, dass zwar die Tendenz stimmen solle – bei einem guten Geschäftsjahr sollte eine höhere Gewinnzahl gewählt werden als bei einem schlechteren –, aber keineswegs die effektive Zahl. In guten Jahren wurde jeweils nur ein Bruchteil – man sprach von der Spitze des Eisbergs und meinte damit auch die Grössenverhältnisse – offen gelegt, in schlechten wurde der Verlust durch Auflösung stiller Reserven geglättet und allenfalls in einen Gewinn konvertiert.

Dies sind heute – zumindest bei den «echten» Publikumsgesellschaften mit einem breit gestreuten und meist internationalen Aktionariat – *tempi passati*, auf die von den Nachgeborenen wohl mit Verwunderung zurückgeblickt wird.

³¹ Eine derartige Ausnahmeklausel mit Kompetenzdelegation an den Verwaltungsrat ist in verschiedener Hinsicht bedenklich: Einmal verstösst die selektive Ausnahme eines oder mehrerer (Gross-)Aktionäre von den geltenden Höchststimmklauseln durch den Verwaltungsrat gegen den Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre (OR 717 II), insbesondere dann, wenn die Ausnahme aufgrund persönlicher Eigenschaften erfolgt. Weiter liegt darin wohl eine unzulässige Kompetenzdelegation an den Verwaltungsrat, da die Befugnis der Generalversammlung, die Statuten und damit den Inhalt der Aktionärsrechte festzulegen, unübertragbar ist (OR 698 II Ziff. 1). Und nicht zuletzt wird durch die Entscheidelegation an den Verwaltungsrat den einzelnen Aktionären die Möglichkeit genommen, eine konkrete Ausnahme gerichtlich anfechten zu können.

c) Aber die Bemühungen und Fortschritte in den letzten Jahren wurden *schlecht belohnt*:

In der internationalen Diskussion gilt die Schweiz in Sachen Corporate Governance als rückständig; eine Studie der OECD weist ihr einen der letzten Ränge zu, was wohl weitgehend auf die mangelnden Kenntnisse der spezifisch schweizerischen Regelungen zurückzuführen ist. Und innerschweizerisch hat die (berechtigte) Empörung über einzelne Ausreisser die Anerkennung des Erreichten in der medialen Öffentlichkeit, aber auch in der Politik, überdeckt.

d) Vor diesem Hintergrund sind die Bemühungen zu sehen, «Best Practices» in einem Kodex festzuschreiben und dies durch Publizitätsvorschriften der Börse zu unterstützen: Es ging und geht nicht so sehr darum, unhaltbare Zustände zu bekämpfen und eine neue Ordnung einzuführen, als um die Festschreibung und Publikmachung dessen, was guter Schweizer Praxis entspricht und von der Mehrzahl der Spieler im Markt schon heute gelebt wird – ganz nach dem Motto «tue Gutes und rede darüber», und in der Hoffnung, die wenigen unschönen Flecken in der Schweizer Unternehmenslandschaft auch noch beseitigen zu können.

VI. Schweizer Corporate Governance – Offensiven

Schon vor dem grossen Manager- und Verwaltungsräte-«Bash» im Jahre 2001 haben Wirtschaftskreise und die Schweizer Börse die Diskussion um Corporate Governance aufgenommen, und aufgrund der Vorgänge in einigen Publikumsgesellschaften hat sich auch die Politik mit dem Thema beschäftigt.

1. Politische Anstrengungen

a) Das Parlament hat bereits in der Frühjahrsession 1998 eine Motion³² diskutiert, welche sich – freilich auf das Problem der Transparenz der Abgangsentschädigungen beschränkt – mit der Corporate Governance-Thematik beschäftigte.

b) Zwei Einzelfälle – Vorauszahlungen für das Salär mehrerer Jahre zugunsten eines Managers, der bereit war, sich auf einen Schleudersitz zu setzen und horrende Bezüge von leitenden Angestellten einer Publikumsgesellschaft nach Ablauf ihrer aktiven Zeit – haben sodann zu einer ganzen Reihe von politischen Vorstössen geführt, in einem eindrücklichen Schulterschluss von links bis rechts, und unter Einschluss von Politikern, denen aus persönlicher Erfahrung als Unternehmer und Verwaltungsräte hohe Entschädigungen sehr wohl bekannt waren.

c) Die Bundesversammlung hat sich sodann anlässlich der Herbstsession 2001, der Frühjahrsession 2002 und der Sommersession 2002 mit Vorstössen zur «good Governance» im Allgemeinen und zu Transparenz und Höhe von Bezügen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im Besonderen beschäftigt:

³² Motion *Gysin* 98.3023 «Veröffentlichung von Abgangsentschädigungen an Verwaltungsrats- und Kadermitglieder» vom 22. Januar 1998.

aa) In der Herbstsession 2001 beschloss der Nationalrat die Überweisung einer Motion³³ an den Bundesrat, in der dieser einerseits beauftragt wird, die Vereinbarkeit des geltenden schweizerischen Aktienrechtes mit den Grundsätzen der Corporate Governance zu untersuchen und allfällige Defizite aufzuzeigen und andererseits – soweit zweckmässig – Vorschläge für eine punktuelle Gesetzesrevision auszuarbeiten.

bb) In der Frühjahrsession 2002 leistete der Nationalrat einer parlamentarischen Initiative³⁴ Folge, die «Transparenz bei börsenkotierten Firmen» forderte und beschloss die Überweisung einer weiteren Motion³⁵ an den Bundesrat, welche die Schaffung gesetzlicher Grundlagen für eine volle Transparenz der Löhne der Geschäftsleitung und der Verwaltungsratsentschädigungen bezweckt, und zwar sowohl für privatrechtliche Publikumsgesellschaften wie auch für spezialgesetzliche Aktiengesellschaften und Anstalten des Bundes.

cc) Der Ständerat seinerseits hat in der Sommersession 2002 die erwähnten Motionen als Postulate überwiesen.

d) Ergiebiger als die zwar publizitätswirksame – und sicher auch meinungsbildende – politische Diskussion ist freilich, was gleichzeitig bzw. vorgängig auf privater Basis unternommen worden ist – aus Überzeugung, aber auch mit den Zielsetzungen, den Börsen- und Kapitalmarkt Schweiz attraktiv zu gestalten und unerwünschten politischen Massnahmen zuvorzukommen. Zu erwähnen ist zweierlei:

- der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance der economiesuisse und

³³ Motion *Walker* 01.3329 «Corporate Governance in der Aktiengesellschaft» vom 20. Juni 2001.

³⁴ Parlamentarische Initiative *Chiffelle* 01.424 «Transparenz bei börsenkotierten Firmen» vom 9. Mai 2001.

³⁵ Motion *Leutenegger Oberholzer* 01.3153 «Transparenz der Kaderlöhne und Verwaltungsratsentschädigungen» vom 22. März 2001.

- die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance der SWX Swiss Exchange.

2. Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance

a) Der Vorstandsausschuss des Spitzenverbandes der Schweizer Wirtschaft *economiesuisse* hat am 22. August 2000 in Absprache mit der *SWX Swiss Exchange* interessierte Mitgliedfirmen und Verbände zur Teilnahme an einer breit abgestützten Expertengruppe Corporate Governance eingeladen. Basis für deren Arbeit lieferte ein Bericht «Corporate Governance in der Schweiz» von Prof. Karl Hofstetter. Unter Berücksichtigung dieses Berichts entwickelte Prof. Peter Böckli in Zusammenarbeit mit einem von Börse und Wirtschaft gestellten Arbeitsausschuss einen *Swiss Code of Best Practice*, der am 25. März 2002 vom Vorstand der *Economiesuisse* verabschiedet wurde und am 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist.

b) Der Kodex ist recht allgemein gehalten. Er wendet sich an die *schweizerischen Publikumsgesellschaften* und soll nach eigenem Bekenntnis «Leitlinien setzen und Empfehlungen abgeben, nicht aber den Schweizer Unternehmen eine Zwangsjacke anziehen» sowie weiten Raum dafür lassen, «eigene Gestaltungsideen zu verwirklichen»³⁶. Dies wird im Text unterstrichen durch die vielen Formulierungen, die mit «soll» oder «kann» oder auch «in der Regel» eingeführt werden. Publikumsgesellschaften bleiben so in weitem Ausmass frei, vom Kodex und seinen Empfehlungen abzuweichen. Immerhin wird dann ein Erklärungsbedarf geschaffen.

Der Kodex ist also – bewährter schweizerischer Tradition entsprechend – dem Grundsatz «substance above form» verpflichtet. Dass dieses Prinzip gerade auch im Bereich der Regulierung von Unternehmen sinnvoll ist, zeigt sich am (teilweisen) Versagen der US GAAP in den Fällen «Enron», «WorldCom», «Xerox», «Tycon» und anderen: Die (allzu) detaillierten Vorschriften des amerikanischen Rechnungslegungswerkes enthielten bei aller Ausführlichkeit Lücken, die ausgenutzt werden konnten, um mit teils legalen Methoden völlig falsche Gewinnausweise zu schaffen.

³⁶ Präambel des Swiss Code (zit. Anm. 3) S. 6.

c) Der Text gliedert sich in vier Abschnitte: «Die Aktionäre» (Ziff. 1–8), «Verwaltungsrat und Geschäftsleitung» (Ziff. 9–28), «die Revision» (Ziff. 29), «Offenlegung» (Ziff. 30).

aa) Bezüglich des *Aktionariats* wird im Einklang mit dem Gesetz (OR 698 I) klargestellt, dass den Aktionären die letzte Entscheidungskompetenz zukommt. Die Ausübung der gesetzlichen Rechte soll leicht gemacht werden, etwa dadurch, dass die Generalversammlung früh terminiert und effizient durchgeführt wird, damit sie ein Ort der Information und der Kommunikation sei und in ihr der Mehrheitswille unverfälscht zum Ausdruck komme. Überdies soll der Verwaltungsrat den Kontakt zu den Aktionären auch zwischen den Generalversammlungen suchen.

bb) Der – bei weitem längste – Abschnitt zur *Exekutive* bildet das Herzstück des Kodex. Er beinhaltet Bestimmungen über Zusammensetzung, Aufgaben und Arbeitsweise des Verwaltungsrates und wird gegliedert in Unterabschnitte:

- Hinsichtlich der *Aufgaben des Verwaltungsrates* wird im Wesentlichen das Gesetz wiedergegeben, wobei die zwingende Bestimmung von OR 716a leider nur unvollständig übernommen wurde.
- Die *Zusammensetzung* dieses Gremiums soll ausgewogen sein, der Verwaltungsrat nicht zu klein und nicht zu gross, mit den erforderlichen Fähigkeiten bestückt und – bei international tätigen Gesellschaften – auch international zusammengesetzt. Erneuerung und Weiterbildung sind zu planen.
- Zur *Arbeitsweise* und zum *Vorsitz* wird an die Organisationspflicht – und die darin eingeschlossene Pflicht zur regelmässigen Überprüfung der Organisation – des Verwaltungsrates sowie an die Leitungsfunktion des Präsidenten erinnert.
- *Interessenkonflikte* werden angesprochen und gesellschaftsinterne Regeln zur Ad-hoc-Publizität und zur Verhinderung von Insiderdelikten postuliert.
- Die Frage, ob zwischen dem Präsidenten des Verwaltungsrates und dem Vorsitzenden der Geschäftsleitung *Personal-*

union oder Trennung herrschen soll, wird zwar behandelt, aber (zu Recht) nicht im einen oder anderen Sinne geregelt. Vielmehr wird – vor allem im Hinblick auf eine Personalunion – lediglich angemahnt, dass es auch im Verwaltungsrat einen Ausgleich von Leitung und Kontrolle geben soll. In dieser Hinsicht wird vorgeschlagen, dass in der Regel eine Mehrheit des Verwaltungsrates aus Mitgliedern bestehen soll, die im Unternehmen keine operative Führungsaufgaben erfüllen (nicht-exekutive Mitglieder)³⁷ und dass im Falle eines Doppelmandates adäquate Kontrollmechanismen vorzusehen sind, etwa durch die Ernennung eines nicht-exekutiven «Lead Director».

- Dem Verwaltungsrat obliegt es, für ein angepasstes *internes Kontrollsystem* zu sorgen und die «Compliance» – die Einhaltung von Regelwerken aller Art – zu unterstützen.
- Der Verwaltungsrat soll *Ausschüsse* mit definierten Aufgaben bilden, wobei explizit genannt werden der Prüfungsausschuss («Audit Committee»), der Entschädigungsausschuss («Compensation Committee») und der Nominierungsausschuss («Nomination Committee»)³⁸.

³⁷ Mit diesem Postulat dürften freilich offene Türen eingerannt werden: In aller Regel ist in Verwaltungsräten schweizerischer Publikumsgesellschaften entweder kein Mitglied exekutiv tätig oder es ist dies ausschliesslich der Verwaltungsratsdelegierte. Ehemalige Geschäftsleitungsmitglieder werden zwar nicht selten in den Verwaltungsrat gewählt, aber auch sie sind zumeist in der Minderheit.

³⁸ In den Ausschüssen sollen die Mitglieder des Verwaltungsrates ihre besonderen Kenntnisse und Erfahrungen einbringen. Dieses Konzept unterscheidet sich grundlegend von dem in den Achtziger- und Neunzigerjahren bei vielen Gesellschaften vorgesehenen «Zweiklassensystem» im Verwaltungsrat: Das Gesamtgremium begnügte sich mit einem Minimum an Sitzungen und Aufgaben. Es bestand aus einer Vielzahl von Mitgliedern, die – zumindest teilweise – vorwiegend aufgrund ihrer Prominenz ausgewählt waren. Gearbeitet und faktisch entschieden wurde im (einzigen) Ausschuss, der aus einer kleinen Zahl von Mitgliedern bestand.

Das Konzept des Kodex sieht dagegen eine Mehrzahl von gleichwertigen Ausschüssen vor, welche bestimmte Sach- oder Personalbereiche zuhanden des Gesamtverwaltungsrates vertieft analysieren sollen.

- cc) Im dritten Abschnitt über die *Revision* wird lediglich auf das Gesetz und die Richtlinien der Berufsverbände verwiesen, und im vierten Abschnitt zur *Offenlegung* wird schliesslich verlangt, dass im Geschäftsbericht Angaben zur Corporate Governance gemacht werden, wobei im Einzelnen die Richtlinie der SWX Swiss Exchange massgebend sein soll.
- d) Vergleicht man die Postulate des Swiss Code mit den seit Jahren geltenden Anforderungen von Gesetzen, Verordnungen und Regelwerken der Selbstregulierung, dann ist unschwer festzustellen, dass das Meiste eigentlich schon bisher galt:
- OR 698 legt die grundlegenden Entscheide in einer Aktiengesellschaft – Umschreibung des Gesellschaftszwecks, Kapitalveränderungen, Bestellung der Leitungs- und Prüfungsorgane, Genehmigung der Rechnung und Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns – in die Hand der *Generalversammlung*.
 - Zum *Verwaltungsrat* ist das Gesetz teils explizit: So weist insb. OR 716a I dem Verwaltungsrat unübertragbar und unentziehbar die Führungs- (Ziff. 1) und Organisationskompetenz (Ziff. 2) und die Finanzverantwortung (Ziff. 3) zu, legt seine Nominierungs- (Ziff. 4) und Aufsichtsfunktion (Ziff. 5) im Hinblick auf die Geschäftsführung fest und überträgt ihm schliesslich die Verantwortung betreffend der Qualität der Kommunikation mit dem Aktionariat durch seine Pflicht, den Geschäftsbericht zu erstellen und die Generalversammlung vorzubereiten (Ziff. 6)³⁹. Darüber hinaus wird in OR 716a II einem wichtigen Anliegen der Good Governance dadurch Aufmerksamkeit geschenkt, dass dem Verwaltungsrat ermöglicht wird, «die Vorbereitung und die Ausführung seiner Beschlüsse oder die Überwachung von Geschäften Ausschüssen oder einzelnen Mitgliedern zu[zu]weisen». Weiter werden in OR 716b die Modalitäten und Voraussetzungen der Übertragung von Geschäftsführungskompetenzen an die Geschäftsleitung festgeschrieben, wobei OR 716b II, Satz 2 den Verwaltungsrat verpflichtet, «Aktionäre und Gesellschaftsgläubiger, die ein schutzwür-

³⁹ Ergänzt werden diese spezifisch genannten Pflichten durch die allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrates, OR 717 I.

diges Interesse glaubhaft machen, auf Anfrage hin schriftlich über die Organisation der Geschäftsführung» zu orientieren.

- Hinsichtlich der *Revision* macht der Kodex schon gar nicht den Versuch, über die gesetzliche Ordnung hinauszugehen.
- Für die *Offenlegung* schliesslich wird auf die einschlägige Richtlinie der Börse verwiesen.

3. Die Richtlinie SWX Swiss Exchange betreffend Informationen zur Corporate Governance

a) Schon 1999 hat die SWX Swiss Exchange mit der Ausarbeitung einer *Richtlinie betreffend Transparenz* im Hinblick auf Corporate Governance begonnen. Diese wurde am 17. April 2002 verabschiedet und ist am 1. Juli in Kraft getreten. Sie wird bereits für die Berichterstattung über das Geschäftsjahr 2002 verbindlich sein.

b) Die *Richtlinie selbst* ist kurz und allgemein gehalten:

In neun Abschnitten werden auf insgesamt knapp zwei Seiten die gesetzliche Grundlage (das Börsengesetz) genannt, der Zweck der Richtlinie (den Investoren bestimmte Schlüsselinformationen zur Corporate Governance in geeigneter Form zugänglich zu machen) umschrieben und der Anwendungsbereich (an der Schweizer Börse SWX kotierte Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz sowie Gesellschaften mit Sitz im Ausland, wenn ihre Beteiligungsrechte im Heimatstaat nicht kotiert sind) skizziert. Verlangt wird ein eigenes Kapitel im Geschäftsbericht, in welchem entweder die Informationen zur Corporate Governance veröffentlicht werden oder aber auf andere, leicht zugängliche Informationsquellen verwiesen wird. Massgebend sollen dabei die Verhältnisse am Bilanzstichtag sein, wobei wesentliche Änderungen bis zum Redaktionsschluss nachzutragen sind.

Materiell werden zwei Grundsätze verankert:

- das aus der Rechnungslegung bekannte Prinzip der Klarheit und Wesentlichkeit⁴⁰ und

⁴⁰ Verständliche und sachgemässe Darlegung unter Beschränkung auf das Wesentliche.

- das (freilich in einem wesentlichen Bereich durchbrochene⁴¹) Prinzip «comply or explain».
- c) In einem sehr viel ausführlicheren *Anhang zur Richtlinie* werden «Gegenstand und Umfang der Informationen zur Corporate Governance» detailliert in einer Art Checklist geregelt:
- Verlangt werden Angaben zur *Konzernstruktur* und zum *Aktionariat*, einschliesslich allfälliger Kreuzbeteiligungen.
 - Offenzulegen ist die *Kapitalstruktur*, insbesondere mit Informationen zum bedingten und zum genehmigten Kapital, zu allfälligen Genuss- und Partizipationsscheinen, zur Übertragbarkeit von Aktien – einschliesslich der Übertragung auf Nominees – und zu Wandel- und Optionsanleihen.
 - Bezüglich des *Verwaltungsrates* ist Auskunft zu geben über die Nationalität, die Ausbildung und den beruflichen Werdegang der Mitglieder, über ihre Unabhängigkeit und ihre Funktion – exekutiv oder nicht exekutiv – in der Gesellschaft sowie über ihre weiteren Tätigkeiten und Interessenbindungen, über Kreuzverflechtungen und die Amtszeit. Sodann ist die *interne Organisation* des Verwaltungsrates darzulegen und sind Angaben über die *Verwaltungsratsausschüsse* zu machen. Ähnliche Angaben werden für die *Geschäftsleitung* verlangt.
 - Ein Kernstück bildet der – umfangreichste und detaillierteste – Abschnitt über *Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen* bezüglich der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Offenzulegen ist insbesondere die Summe aller Entschädigungen (Honorare, Saläre, Gutschriften, Bonifikationen, Sachleistungen, Aktien und Optionen), und zwar in *zwei Zahlen* – getrennt für die exekutiven Mitglieder des Verwaltungsrates und die Mitglieder der Geschäftsleitung einerseits und die nicht-exekutiven Mitglieder des Verwaltungsrates auf der anderen Seite. Anzugeben sind auch die Leistungen an ehemalige Mitglieder der Führungsorgane. Zusätzlich werden diese Informationen individuell verlangt für jenes Ver-

⁴¹ Vgl. sogleich unter lit. d.

waltungsratsmitglied, das die *höchste Entschädigung* erhält. Eine Namensnennung braucht hierbei zwar nicht zu erfolgen, doch ist diese Einschränkung blauäugig, da kaum je ein Zweifel darüber bestehen dürfte, von wem die Rede ist. Zu informieren ist auch über den Aktienbesitz der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung sowie über zusätzliche Honorare und Darlehen an dieselben.

- Zu den *Mitwirkungsrechten der Aktionäre* sind Angaben zu machen, die sich allesamt aus den Statuten ergeben (Stimmrechts- und Vertretungsbeschränkungen, statutarische Quoren, Einberufungsvorschriften, Traktandierungsregeln), mit Ausnahme der Information zum Stichtag, bis zu welchem ein Namenaktionär im Aktienbuch eingetragen werden muss, damit er an der Generalversammlung teilnehmen kann⁴².
- Zu informieren ist über besondere Regeln zum *Kontrollwechsel* und zu *Abwehrmassnahmen*. Über den obligatorischen Statuteninhalt hinaus gehen diesbezüglich die Auskünfte über allfällige «golden parachutes» oder andere Vereinbarungen bzw. Pläne zugunsten der Mitglieder des Verwaltungsrates und/oder der Geschäftsleitung sowie weiterer Kadermitglieder im Falle eines Wechsels des beherrschenden Aktionärs.
- Zur *Revisionsstelle* und zum *Konzernrechnungsprüfer* sind Angaben zu machen, die teilweise nicht aus öffentlich zugänglichen Dokumenten zu eruieren sind, insbesondere bezüglich der Revisions- und der übrigen Honorare.
- Endlich soll auch über die *Informationspolitik* informiert werden, mit Hinweisen, die schon heute bei Publikumsgesellschaften gesetzlich verlangt oder zumindest in der Praxis selbstverständlich sind.

⁴² Schon heute entspricht es guter Praxis, entsprechende Informationen bekannt zu geben – in den Statuten oder in der publizierten Einladung zur Generalversammlung.

d) Für die verlangten Angaben gilt der Grundsatz *«comply or explain»*: Eine Gesellschaft kann von der Offenlegung bestimmter Informationen absehen, sie muss dies jedoch im Geschäftsbericht *«einzeln und substantziell»* begründen.

Zu dieser flexiblen Ordnung gibt es freilich *eine* Ausnahme – ein weiteres Exempel dafür, wie sehr Normsetzung zeitgebunden und von der jeweils gerade aktuellen öffentlichen Diskussion abhängig ist: *Zwingend* zu veröffentlichen sind die Angaben zu den Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen von Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Diesbezüglich ist Transparenz für die Aktionäre und das Publikum sicherlich zu begrüßen. Ob gerade damit die Schlüsselinformationen erfasst sind, auf die Aktionäre und Publikum schlechthin nicht sollen verzichten müssen, kann zwar bezweifelt werden. Immerhin lassen sich daraus Schlüsse ziehen zu den Aufwendungen der Gesellschaft für die Funktion *«Unternehmensführung»*.

e) Auch für die Richtlinie gilt, was schon zum Swiss Code festgestellt werden konnte: Weit überwiegend wird *referiert und kodifiziert, was schon heute aufgrund von Gesetz und guter Praxis mehr oder weniger selbstverständlich* ist. Eine *Ausnahme* gilt mit Bezug auf die *Offenlegung der Bezüge*. Diese ist – zumindest für den Verwaltungsrat – um so mehr gerechtfertigt, als die Mitglieder des Verwaltungsrates in der seltenen und beneidenswerten Lage sind, ihre eigenen Bezüge selber festzulegen. Im Ausland ist dies zum Teil anders⁴³.

Eine andere Frage ist freilich, wie detailliert die Offenlegung der Entschädigungen zu sein hat:

Bekanntlich hat der Verwaltungsrat die Aufgabe, *sich selbst zu organisieren*, eine Pflicht, die ihm auch durch die Generalversammlung nicht entzogen werden kann (OR 716a I Ziff. 2). Aufgrund dieser Kompetenzordnung wäre es ausreichend, wenn *eine* Gesamtzahl veröffentlicht würde, da den Aktionär letztlich nur zu interessieren braucht, welchen Preis er für die Dienstleistung *«Geschäftsführung»* bezahlt. Darüber hinaus gehende Informationen dienen in erster Linie der Befriedigung der Neugier.

⁴³ So etwa in der Bundesrepublik Deutschland, wo nach § 113 Abs. 1 des Aktiengesetzes die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder entweder in der Satzung festgesetzt oder von der Hauptversammlung bewilligt werden müssen.

Die politische Diskussion zielt freilich in die gegenteilige Richtung, hin zu einer individuellen Bekanntgabe der Einzelbezüge aller Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Man mag dies als eine Art indirektes Disziplinierungsmittel akzeptieren, obwohl auch die offenbar durch empirische Untersuchungen in den USA belegte Auffassung geäußert wird, die Offenlegung führe letztlich zu einem «race to the top», zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Entschädigungen. Ob dies auch in der Schweiz der Fall sein wird, wo nach den auf blosser «anecdotal evidence» beruhenden Kenntnissen des Autors in der Branche der Finanzdienstleister heute salärmässig in einer anderen Liga gespielt wird als in der übrigen Wirtschaft und daher von dieser eine Angleichung nach oben gefordert werden könnte, bleibt abzuwarten.

Nach Ansicht des Verfassers sind aus diesem Grund individuelle Angaben zur Entschädigung eines jeden einzelnen Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieds von einem Governance-Aspekt aus betrachtet nicht dringend verlangt⁴⁴ (mit dieser Position schwimmt man wie erwähnt gegen den Strom, und die in der Presse rapportierten Exzesse tragen nicht dazu bei, sie zu stärken). Wohl aber sind *detaillierte Informationen* zur Frage wichtig, *wie sich die Entschädigung* der obersten Leitungsgremien *zusammensetzt*, welcher Teil der Salarierung etwa in Form von – für eine gewisse Frist gesperrten – Aktien bzw. von entsprechenden Optionen bezogen wird. Daraus kann der Aktionär Schlüsse ziehen zur Frage, ob die Interessen von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern mit den seinen gleich laufen, in dem Sinne, dass alle am Wohlergehen der Gesellschaft und an nachhaltigen Wertsteigerungen der Aktie gleichermaßen interessiert sind.

⁴⁴ Auch diesbezüglich sollte eine *Interessenabwägung* erfolgen und sind Fragen des Daten- und Persönlichkeitsschutzes, aber auch Sicherheitsaspekte der Betroffenen nicht ausser Acht zu lassen.

VII. Exkurs: Corporate Governance bei nicht kotierten Gesellschaften

a) Wie gesagt: Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance wendet sich an die Publikumsgesellschaften, und bezüglich der Richtlinie der Schweizer Börse ist dies per definitionem der Fall.

Doch wird im Vorwort zum Swiss Code erklärt, es könnten «auch *nicht kotierte* volkswirtschaftlich bedeutende Gesellschaften... dem «Swiss Code» zweckmässige Leitideen entnehmen».

b) Dem ist beizupflichten, doch darf nicht übersehen werden, dass die *Interessenlage* und die legitimen *Bedürfnisse der Aktionäre wie auch der Gesellschaft* bei *privaten Aktiengesellschaften mit einem kleinen und geschlossenen Aktionärskreis* in vielem *anders* sind:

- Bei Publikumsgesellschaften ist der Interessengegensatz zwischen «Agents» und «Principals» (Verwaltungsrat und Geschäftsleitung auf der einen Seite, [Publikums-]Aktionäre auf der anderen) zu überbrücken, während bei privaten Gesellschaften ein Interessengegensatz *innerhalb* des Aktionariats besteht – zwischen Unternehmeraktionären auf der einen Seite und «blossen» Geldgebern auf der anderen.
- Bei Publikumsgesellschaften hat der Aktionär die Alternative zwischen «Exit» und «Voice»: Er kann sich bemühen, mit seiner Stimmkraft und seinen übrigen Mitwirkungsrechten auf die Gesellschaft einzuwirken. Er kann aber auch – und dies ist bei unzufriedenen Publikumsaktionären der Regelfall und angesichts der geringen eigenen Einflussmöglichkeiten die rational gebotene Entscheidung – seine Aktien veräussern und neu in eine Gesellschaft investieren, von deren Strategie und Führung er mehr überzeugt ist. So erstaunt es denn auch nicht, dass bei Abstimmungen in den Generalversammlungen von Schweizer Publikumsgesellschaften fast immer Mehrheiten erreicht werden, die an die politische Meinungsbildung im früheren Ostblock erinnern: Wer mit der Führung oder der Performance einer kotierten Gesellschaft nicht zufrieden ist, der verkauft eben seine Aktien, da er nicht willens und meist auch nicht fähig ist, die Geschicke der Gesellschaft zu verändern.

Bei der privaten AG fehlt es dagegen meist an *Käufern*, die bereit sind, das Aktienpaket eines unzufriedenen Aktionärs zu einem *angemessenen Preis* zu erwerben. Die Segnungen des revidierten Aktienrechts – Einschränkung der Vinkulierung (OR 685 ff., insb. 685d ff.) und vor allem die *escape clause* (OR 685b I) – greifen ins Leere, wenn sich kein aussenstehender Käufer finden lässt und der Mehrheitsaktionär seine «Monopolstellung» als potenzieller Interessent gnadenlos ausnutzt. Oft verunmöglichen aber auch die in Aktionärbindungsverträgen vereinbarten Bewertungsregeln ein Ausscheiden zu fairen Bedingungen.

- Bei privaten Gesellschaften dürften sodann *angemessene Ausschüttungen* weit wichtiger sein als bei Publikumsgesellschaften: Der Aktionär einer privaten AG hat oft keine Möglichkeit, durch eine Veräusserung eines Teils seiner Aktien die in der Gesellschaft thesaurierten Gewinne zu realisieren, nicht nur wegen des Fehlens von Käufern, sondern auch, weil die Stimmverhältnisse sorgfältig austariert sind und jede Veräusserung auch nur einzelner Aktien diese Balance zerstören könnte, indem Sperrminoritäten aufgegeben würden. Gleichzeitig ist er aber allenfalls dringend auf liquide Mittel angewiesen, nicht aus Geldgier oder zur Befriedigung von Verschwendungssucht, sondern nur schon, um die Vermögenssteuer auf seiner Beteiligung bezahlen zu können⁴⁵.
- Bei nicht kotierten Gesellschaften ist bei der Zusammensetzung des Verwaltungsrates nicht nur auf *Fachkompetenz* und *Erfahrung* zu achten, sondern auch darauf, dass *sowohl aktive wie auch passive Aktionäre im Verwaltungsrat vertreten* sind. Und vielfach kann es sinnvoll sein, (familien-)externe Verwaltungsratsmitglieder als Zünglein an der Waage hinzuzuwählen.

⁴⁵ Ein «bewährtes» Mittel von Mehrheitsaktionären im Kampf gegen Minderheiten besteht denn auch darin, durch die Verweigerung von Dividenden die Minderheitsaktionäre mürbe zu klopfen und schliesslich zur Veräusserung ihrer Titel zu zwingen. Dies kann zwar wegen OR 661 rechtsmissbräuchlich sein, doch sind die Gerichte diesbezüglich zurückhaltend (an sich zu Recht, denn Richter sollten sich nur in extremis in die Finanzierungspolitik einer Unternehmung einschalten).

- Zu beachten ist weiter, dass private Aktiengesellschaften ihre Aktionäre weit *intensiver einbeziehen* können als dies in Publikumsgesellschaften möglich ist:

Nach einem ehernen aktienrechtlichen Grundsatz hat bekanntlich ein Aktionär keinerlei Mitgliedschaftspflichten, mit Ausnahme derjenigen, seine Aktien zu liberieren (OR 680 I)⁴⁶. Er kann und darf daher seine Rechte auch zum Nachteil der Gesellschaft einsetzen, was der Gesetzgeber etwa bei den Informationsrechten berücksichtigt hat: OR 697 II setzt den Informationsrechten des Aktionärs in zweierlei Hinsicht Schranken: Zunächst ist Auskunft nur «insoweit zu erteilen, als sie für die Ausübung der Aktionärsrechte erforderlich ist», und weiter kann selbst in diesem Rahmen die Auskunft verweigert werden, «wenn durch sie Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdigen Interessen der Gesellschaft gefährdet werden».

Dieser systemimmanenten Schwäche des Aktienrechts kann in einer privaten Aktiengesellschaft durch eine Ergänzung der gesellschaftsrechtlichen Ordnung mittels *Aktionärbindungsverträgen* begegnet werden. So können den Aktionären mannigfache Pflichten – etwa Konkurrenzverbote und Schweigepflichten – auferlegt werden, auch wenn sie in der Gesellschaft kein Amt ausüben. Im Gegenzug können ihnen umfassende Informationsrechte eingeräumt werden. Auch eine Mitentscheidung in Bereichen, die nach Aktienrecht unentziehbar dem Verwaltungsrat zugewiesen sind (OR 716a), ist aufgrund von Aktionärbindungsverträgen möglich⁴⁷.

- Während bei Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat ein Grossaktionär bereits mit einer Beteiligung von wenigen

⁴⁶ Dieser Grundsatz ist zwar durch die Offenlegungs- und Angebotspflichten des Börsengesetzes für kotierte Gesellschaften aufgeweicht worden; bei privaten Aktiengesellschaften gilt er aber nach wie vor.

⁴⁷ Nur am Rande sei erwähnt, dass diese Probleme einer Einbindung der Gesellschafter bei der GmbH nicht gegeben sind, was vielleicht nach Abschluss der zurzeit hängigen GmbH-Reform dazu führen könnte, dass für private Unternehmungen noch konsequenter, als dies heute schon der Fall ist, die GmbH anstelle der AG gewählt wird.

Prozent Einfluss nehmen kann⁴⁸ und in der Praxis gelegentlich eine ungeschriebene Regel vertreten wird, dass Aktionärsgruppen, die 20% der Stimmrechte auf sich vereinigen, einen «Anspruch» auf Vertretung im Verwaltungsrat haben, kann bei einer Gesellschaft mit engem Aktionariat allenfalls selbst mit einer Beteiligung von 50% eine *Vertretung im Verwaltungsrat nicht erzwungen* werden, wenn statutarisch der Stichtscheid des Präsidenten in der Generalversammlung vorgesehen ist. Ohne eine solche Vertretung aber kann keinerlei Einfluss auf den laufenden Geschäftsgang und die gemäss OR 716a dem Verwaltungsrat zwingend vorbehaltenen Aufgaben genommen werden.

- Schliesslich ist auf einen Aspekt guter Governance *im Interesse der Gesellschaft selbst* hinzuweisen: auf die saubere Trennung von persönlichen und geschäftlichen Beziehungen der Aktionäre und Familienmitglieder. Eine Schwäche vieler Familiengesellschaften liegt darin, dass eine «Sphärenvermischung» zwischen familiären und aktienrechtlichen Banden besteht: Verwandtschaftliche Zugehörigkeit vermittelt – losgelöst von Ausbildung, Fähigkeit und Erfahrung – einen Anspruch auf Beschäftigung im Unternehmen oder zumindest auf Vertretung im Verwaltungsrat. Und verwandtschaftliche Interessenkonflikte – etwa im Erbfall – werden auf dem Rücken des Unternehmens ausgetragen.

Ist die Loyalität der Familienaktionäre zu «ihrem» Unternehmen eine Stärke, die insbesondere auch ein langfristiges Denken und Handeln erlaubt, kann die *Vermischung von Familie und Geschäft* umgekehrt zu sachfremden Entscheidungen und insbesondere einer verfehlten Personalpolitik führen. Diesem genuinen Problem von Gesellschaften, die in Familienhand sind, ist durch geeignete Massnahmen zu begegnen. Stichworte sind etwa:

- Besetzung aller Positionen in Management, Geschäftsleitung und Verwaltungsrat strikte nach *Fähigkeitskriterien*,

⁴⁸ Davon geht auch der Gesetzgeber aus: BEHG 20 I verlangt eine Offenlegung von Beteiligungen, die den Grenzwert von 5 % erreichen oder überschreiten, und bei Überschreitung des Grenzwertes von 33¹/₃ % der Stimmrechte besteht eine Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots zum Erwerb sämtlicher Aktien, weil der Gesetzgeber offenbar (und aufgrund der Erfahrungen in Generalversammlungen von Publikumsgesellschaften zu Recht) annimmt, dass ein Drittel der Stimmrechte in der Regel genügt, um eine Publikumsgesellschaft zu beherrschen.

- allenfalls *Zuwahl von Aussenstehenden* in den Verwaltungsrat, die bei Konflikten schlichten und – auf das Unternehmensinteresse allein verpflichtet – Zünglein an der Waage bilden können,
- im Extremfall: Rückzug der Familie auf die *Eigentümerposition*
- und schliesslich *Zwischenschaltung einer Holdinggesellschaft*, damit Familienfehden sich nicht direkt auf das Unternehmen auswirken.

c) Governance in Publikumsgesellschaften und Governance in privaten Aktiengesellschaften sind daher zwei Paar Schuhe; die legitimen Bedürfnisse von *Minderheits-Aktionären*⁴⁹ einer privaten Aktiengesellschaft und von *Klein-Aktionären* in Publikumsgesellschaften sind durchaus verschieden und bedürfen einer unterschiedlichen Regelung.

Aber es gibt auch *Gemeinsamkeiten*, vor allem im Hinblick auf die *Information*. Insoweit ist namentlich hinsichtlich der Transparenzerfordernisse der Aussage im Vorwort zum Kodex zuzustimmen, wonach der Kodex auch zweckmässige Leitlinien für private Aktiengesellschaften (und zwar nicht nur – so ist zu ergänzen – für die volkswirtschaftlich bedeutenden unter ihnen) enthält.

Im Übrigen könnte es ein reizvolles Unterfangen sein, einen «*Code of Best Practice*» für *private Aktiengesellschaften* aufzustellen und diesen mit einem Gütesiegel, wie es für die Publikumsgesellschaften durch die Börse erteilt wird, zu versehen. Ob sich dafür angesichts des Fehlens medialen und politischen Interesses Volontäre finden werden, bleibt abzuwarten.

⁴⁹ Da für die Entscheidungen in der Generalversammlung das Mehrheitsprinzip gilt und für die Wahl des Verwaltungsrates das Majorzsystem massgebend ist, kann ein Minderheitsaktionär mit bis zu 50 % an einer Gesellschaft beteiligt sein, ohne massgebenden Einfluss nehmen zu können, wenn nicht – im Sinne einer guten Governance – Massnahmen zur Verbesserung seiner Stellung getroffen werden. Zu denken ist etwa an qualifizierte Quoren für Generalversammlungsbeschlüsse, welche die Zustimmung des Minderheitsaktionärs benötigen und diesem so eine Sperrminorität einräumen, aber auch an Rechte auf eine Vertretung im Verwaltungsrat, wie sie durch unterschiedliche Aktienkategorien oder auch durch das Recht einer Minderheit, ein oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder verbindlich vorschlagen zu können, oder endlich durch die statutarische Einführung des Proporzwahlsystems gesichert werden können.

VIII. Würdigung

1. Swiss Code und Börsenrichtlinie: ein Paket, gefüllt mit Selbstverständlichkeiten?

a) Der *Swiss Code* der *economiesuisse* – dies hat eine kursorische Überprüfung bestätigt – enthält kaum mehr als das, was das Gesetz und insbesondere die in OR 717 I verankerte Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrates fordern und was heute bei gut geführten Publikumsgesellschaften ohnehin Wirklichkeit ist.

Und aus der *Richtlinie der Börse* ergeben sich Offenlegungspflichten, gegen die – von der Veröffentlichung der Bezüge der Topleute einmal abgesehen – auch niemand etwas einwenden wird.

b) Die *Schritte, die über das* schon heute mehr oder weniger *Selbstverständliche hinaus gemacht werden, sind klein:*

- Verankerung von Ausschüssen, deren Bildung sich freilich in den letzten Jahren bei praktisch allen Publikumsgesellschaften bereits eingebürgert hat,
- Verbesserung der Information zur Corporate Governance, wobei daran zu erinnern ist, dass der Verwaltungsrat schon heute von Gesetzes wegen verpflichtet ist, über die Organisation der Geschäftsführung Auskunft zu geben (OR 716b II),
- Präzisierungen hinsichtlich von Aktionärsrechten und Publizität.

Über das allgemein Anerkannte hinaus geht einzig die *Offenlegungspflicht betreffend die Entlohnung* der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Auch in dieser Hinsicht haben freilich viele Publikumsgesellschaften schon im Geschäftsbericht, der im Jahre 2002 für das Geschäftsjahr 2001 veröffentlicht worden ist, in vorauseilendem Gehorsam die für Aktionäre und Börse relevanten Angaben publiziert⁵⁰.

⁵⁰ Da die definitive Fassung der Richtlinie der Swiss Exchange erst nach der Publikation der meisten Geschäftsberichte veröffentlicht worden ist, erfolgte die Bekanntmachung freilich nicht in der künftig verlangten Form und Ausführlichkeit.

- c) Aufschlussreich ist, was der Swiss Code *nicht geregelt* hat:
- Er äussert sich nicht zu *Stimmrechtsaktien*, setzt also den einer Kapitalgesellschaft entsprechenden Grundsatz «one share one vote» nicht durch⁵¹.
 - Ebenso wenig werden *Stimmrechtsbeschränkungen* untersagt, und auch *qualifizierte Quoren* und andere Massnahmen, die eine Übernahme praktisch verunmöglichen können, sind weiterhin zulässig.
 - Der Kodex spricht sich auch nicht für eine zwingende *Trennung der Präsidien von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung* aus.
 - Und die durch die Börsenrichtlinie verlangte *Transparenz* geht – mit Ausnahme der Offenlegung der Entschädigungen – nicht über das heute weitgehend Selbstverständliche hinaus.

Damit kein Missverständnis aufkommt: Es soll *keineswegs postuliert werden, diese Punkte hätten geregelt werden müssen*, im Gegenteil:

- Die zahlreichen «Familiengesellschaften mit Publikumsbeteiligung» wären wohl nie mit einer Beseitigung von Stimmrechtsprivilegien und anderen Schutzmassnahmen einverstanden gewesen. Und eine Abschaffung der entsprechenden Privilegien durch den «Federstrich des Gesetzgebers» bzw. Schweizer Spitzenverband der Wirtschaft und durch Börse würde allenfalls auch «wohlerworbene» Rechte verletzen und Drittaktionären Vorteile verschaffen, mit denen sie nicht gerechnet und für die sie nicht bezahlt haben.
- Und die in den Medien unisono geforderte Aufteilung der Spitzenfunktionen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung mag zwar von einem dogmatischen Gesichtspunkt aus richtig sein. Empirische Untersuchungen zeigen aber, dass das *duale System für die Aktionäre keineswegs zwangsläufig besser ist*.

⁵¹ Anders der Deutsche Corporate Governance Kodex vom 26. Februar 2002, der vorsieht, dass jede Aktie grundsätzlich eine Stimme gewährt und weder Aktien mit Mehrstimmrechten oder Vorzugsstimmrechten («golden shares») noch Höchststimmrechte bestehen sollen, und das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), welches Höchststimmklauseln explizit verbietet.

d) Das Duo von Kodex und Richtlinie ist im Ergebnis ein typisch schweizerischer *Kompromiss*:

- Niemand hat von der Neuordnung etwas zu befürchten, und es wird sich daher auch niemand vehement dagegen zur Wehr setzen.
- Es wird aber auch nicht zu neuen Ufern aufgebrochen, sondern nur (aber immerhin) auf gesichertem Weg vorsichtig ein Schritt weiter gegangen.

2. Vom Nutzen der Neuordnung

a) Trotzdem ist das neugeschaffene *Soft Law* aus manchen Gründen zu begrüßen:

- Einige in Sachen Governance rückständige Unternehmen werden den Anschluss suchen müssen, andere können dem Swiss Code den oder jenen nützlichen Tipp entnehmen.
- Es wird *Transparenz* geschaffen über die mit der Unternehmensleitung verbundenen *Personalkosten*, und dies – abgesehen von der Pflicht, das Salär des Verwaltungsratsmitgliedes mit der höchsten Entschädigung auszuweisen – unter Wahrung des Persönlichkeitsschutzes der Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.
- Wichtig erscheint sodann die *Signalwirkung*: Besonders durch die Pflicht zur Offenlegung der Governance-Grundsätze wird klargestellt, dass Fragen der Governance für ein Unternehmen und seine Aktionäre ebenso wichtig sind wie (im Wesentlichen rückwärts gerichtete) Angaben zum finanziellen Erfolg.
- Die Neuordnung dürfte auch – und die letzten Monate haben dies bereits im Vorfeld des Inkrafttretens bestätigt – die *Diskussion anregen* und so bei allen, die guten Willens sind, mehr bewirken als ein eng geschnürtes Korsett des Gesetzgebers.
- Vor allem aber: Das *Licht wird künftig nicht mehr unter den Schefel gestellt*, was national und besonders auch international von Vorteil sein wird:
 - Auf nationaler Ebene mag die Selbstregulierung – und dies war zweifellos ein wichtiges Motiv für ihre Ausarbeitung – unüberlegte gesetzgeberische Schnellschüsse verhindern.

- Und international dürfte die auf freiwilliger Basis geschaffene Ordnung mithelfen, das bis anhin zu Unrecht schlechte Ansehen der Schweiz im Hinblick auf Corporate Governance zu verbessern. Damit ergänzen die Bemühungen von *economiesuisse* und Schweizer Börse die hängigen gesetzgeberischen Vorstösse, durch eine Abkehr von der «Rütli»-Mentalität Schweizer Unternehmen für internationale Investoren attraktiver zu machen⁵².

Der Grundsatz «*comply or explain*» ist diesbezüglich hilfreich: Durch Publizitätserfordernisse wird sichergestellt, dass über das Gute, das getan wird, auch gesprochen wird und dass Unterlassungen (medial wirksam) an den Pranger gestellt werden, wenn sie nicht überzeugend begründet werden können («Naming and Shaming»).

b) Insgesamt ist daher das neue Regelwerk – in bewährter Schweizer Manier im Verbund von Politik und Wirtschaft entwickelt und auf das Machbare und Mehrheitsfähige beschränkt – ein richtiger Schritt in die richtige Richtung: Schaden tut es niemandem, Fortschritte bringen wird es da und dort. Und im Übrigen gilt: *Auch Placebo kann heilen.*

⁵² Zu erwähnen ist zweierlei:

- einerseits die realisierten und anvisierten Abschwächungen der Erwerbsverbote des Bundesgesetzes über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland («lex Koller»);
- andererseits der bundesrätliche Vorschlag, durch eine ersatzlose Streichung von OR 708 die *Nationalitäts- und Domizilerfordernisse* für Mitglieder des Verwaltungsrates zu beseitigen. Nach künftigem Recht soll nur noch verlangt sein, dass *ein vertretungsbefugtes Organ* (und zwar nicht notwendig ein Mitglied des Verwaltungsrates) *in der Schweiz Wohnsitz* haben muss.

English Summary

Corporate Governance – an Ambiguous Term

The concept of Corporate Governance, unknown in Switzerland ten years ago, is currently the subject of intensive debate. The term as such is fuzzy and used to cover quite a variety of ideas, concepts and proposals. Among the many definitions is the following from the “Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance”, that came into force on July 1st, 2002:

“Corporate governance encompasses the full range of principles directed towards shareholders’ interest seeking a good balance between direction and control and transparency at the top company level while maintaining decision-making capacity and efficiency.”

Corporate Governance covers three main subject areas: (1) How is a company organized, in particular how is *a company’s top management organized*? (2) How is the *relationship between the company and its shareholders* arranged? (3) Is the company open to competition, and do the Board of Directors and Executive Management accept the challenge of *proving themselves again and again*?

The Corporate Governance discussion is limited in the sense that it focuses on *public companies* in which there is a *separation between ownership and management*. Corporate Governance is concerned with ways of reducing conflicts between shareholders and management, with the aim, as far as possible, of achieving congruence of interests and thus protecting shareholders’ interests.

In the case of privately owned companies, however, there is a similar divide between the “entrepreneur-shareholders” on the one hand, whose commitment involves not only their wealth, but also their labour, and the “investor-shareholders” on the other, who are financially involved but hold no office in the firm. To that extent, the ongoing discussion about Corporate Governance can also be a fruitful one for companies whose shares are not listed.

How to make the International Discussion Productive for Switzerland

The origins of the discussion about Corporate Governance are to be found in Anglo-Saxon legal and business circles. During the 1990s, this discussion resulted in a series of reports which defined principles of good governance. In continental European countries too, for example in France and Germany, comprehensive bodies of self-regulation or legislation have evolved. Moreover, there have been parallel efforts by various international organizations. An example is, the OECD's Principles of Corporate Governance.

The question arises as to how far these foreign models are applicable in the context of the *autonomous implementation and application* of international standards – in particular those of the EU – that have become the norm in Switzerland. The answer must be a differentiated one. On the one hand, the *problems* faced by different kinds of public companies are essentially *the same ones all over the world*, particularly with regard to the activities of *internationally operating companies*. On the other hand, the Swiss stock corporation is not necessarily comparable with its counterpart in other countries: the Swiss form is multi-purpose, serving not only public companies, but also small enterprises and micro-companies. Moreover, a Swiss particularity is that a number of major companies with publicly listed shares are dominated by a single family or a single major shareholder. This must be taken into account in the discussion about Corporate Governance, and this has in fact been achieved in the formulation of the above-mentioned Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.

The Legal Situation in Switzerland

Although the term Corporate Governance is new to this country, the issues surrounding it have had a *concrete impact* on the recent revision of the Swiss law on stock corporations and on the elaboration of a Swiss stock exchange law. Furthermore, a certain degree of transparency has always been ensured by the institution of the Commercial Register. On this foundation, Swiss public companies have developed a “best practice” that meets international standards.

Reform of the Swiss law on stock corporations 1968/1991

Basically, the revised Swiss law on stock corporations – like the previous statute – is *liberally framed*, allowing the most various specifications. In particular, the Swiss law on stock corporations allows the widest possible freedom of action with regard to the organization of top management functions.

At the same time, however, with a few *powerful strokes of the pen*, fundamental decisions about Corporate Governance have been taken:

- Noteworthy is that, pursuant to article 716a of the Swiss Code of Obligations (hereinafter “CO”), the Board has certain key duties which are *non-transferable and inalienable*, including responsibility for the ultimate management of the company, establishment of the organization, basic financial and personnel decisions, and communication with shareholders.
- Underlying this catalogue of duties is the general *duty of care and loyalty* embodied in article 717 para. I CO, which implicitly entails a duty to apply the principles of modern Corporate Governance (e.g. the establishment of Committees of the Board of Directors and in particular of an Audit Committee, as well as a bar on self- and double-contracting). Finally, the rules on personal liability of the members of the Board of Directors and the Executive Management and of the Auditors – essentially adopted from previous law – go far beyond the provisions of most foreign legal orders.
- *Auditing* in the sense of financial examination is now much stronger thanks to stricter requirements in terms of the expertise and independence of the auditors.
- The protection of shareholders, in particular the *protection of small shareholders*, was also strengthened, inter alia through, stronger pre-emptive rights, complemented by the right to advance subscription for bonds issued with conversion or option rights. Underlying these individual regulations was strengthening of *the right of equal treatment*, which is now explicitly embodied in the law, as well as the explicitly mentioned *requirement of objectivity* in any limitation of shareholders’ rights.
- There has also been a great improvement in *transparency* towards shareholders, obligees and the general public, through regulations

concerning minimum structuring of the balance sheet and income statement in annual and consolidated financial statements and above all through the duty to add explanatory notes in the annex to the financial statements and through a limitation of “creative accounting” in financial statements through such devices as hidden reserves.

Introduction of a Special Law for Public Companies – the Swiss Stock Exchange Law

Through the introduction of the first Swiss stock exchange law in February 1997 and especially the coming into effect of the company-law-related regulations of that legislation at the beginning of 1998, the *principle of unity* in Swiss law on stock corporations was swept aside through the introduction of important special rules for listed companies. This represented a significant improvement in Corporate Governance in Switzerland.

According to the Listing Rules, as an instrument of self-regulation, public companies are duty bound to render accounts on the principle of a “*true and fair view*”. Regular information for shareholders and investors generally is ensured by the requirement to *publish an interim financial report at least every six months* as well as *ad-hoc publicity* in specific situations. Finally, *transparency* in regard to major shareholders and regulations governing *takeovers* ensure a fair deal for small shareholders in the case of takeovers.

Excursus: The Role of the Commercial Register in Publicity

Transparency is an important issue for Corporate Governance. In Switzerland the *Commercial Register* has for many years provided an excellent medium of information, affording a high standard of transparency. The Commercial Register is *public* and open to anybody, without the requirement to prove an interest. The publicity achieved through entry in the register is enhanced by the publication of the salient details in the *Swiss Commercial Gazette* (Schweizerisches Handelsamtsblatt, SHAB) every weekday. This publicity is given further transparency by official or semi-official reference works such as the “*Schweizerisches Rationenbuch*” (an official reference work giving basic details on Swiss companies), the

“*Verzeichnis der Verwaltungsräte*” (Register of Directors) and the “*Schweizerischer Beteiligungsatlas*” (Atlas of Holdings).

Exceeding Targets through Practice but Poor Rewards for “Good Deeds”

In practice, the level of *disclosure* in many Swiss public companies goes far beyond the minimum required by the law and the stock exchange. Close scrutiny of standards in this country proves that Switzerland stands up well in an international comparison. It is also noteworthy that Swiss publicly-owned corporations have made a major leap forward during the last ten years. Amongst other advances, many companies have eliminated the impressive bulwarks against hostile takeovers that existed until the mid-nineties (e.g. restricted transferability of the shares, voting rights, privileges and restrictions, protection of members of the Board against voting-out).

Regarding the legal stipulations and *corporate practice*, Switzerland can hold its own with countries abroad: the form and content of governance may be “à la Suisse”, but substantively it is at a standard which readily bears international comparison. It is impressive *how quickly* Switzerland has measured up to the new requirements.

However, there has been *poor reward* for all this effort and progress, as international opinion still regards Switzerland as backward in matters of Corporate Governance. At the same time, there has been outrage at home about the few black sheep, and the salaries and golden handshakes paid out to top managers, taking the shine off all the achievements in the view of media and political circles.

Corporate Governance – offensives in Switzerland

Political Efforts

In mid-2001, 40 parliamentarians signed a motion on the Corporate Governance issue, calling upon the Federal Council: “...to investigate and report to parliament on the question of the compatibility of the Swiss law

on stock corporations with the principles of Corporate Governance, and any deficiencies in the existing law” and “...the extent to which it seems appropriate, ...to proceed in a second step to a selective reform of the statute [on corporations]”.

More productive than the high-profile political discussion however are the steps undertaken on a private basis, notably the *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* and the *Directive on Information Relating to Corporate Governance (DCG)* of SWX Swiss Exchange.

The Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance

A group of experts appointed by *economiesuisse*, the umbrella organization of Swiss business enterprises, in August 2000 made an intensive study of Corporate Governance. On the basis of their work and a report entitled “Corporate Governance in Switzerland”, a working party developed a *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (hereafter Swiss Code)*, which was approved by the governing body of *economiesuisse* on March 25, 2002 and come into effect on July 1th 2002⁵³.

The Swiss Code is couched in general terms. Its self-proclaimed goal is “to set out guidelines and recommendations, but not force Swiss companies into a straightjacket”. Public companies are left plenty of scope to diverge from the Swiss Code and its recommendations. However, a company that does not comply with the recommendations might have to provide an explanation.

The text is divided into four sections: Shareholders, Board of Directors and Executive Management, Auditing and Disclosure. With regard to the *shareholders*, it is made clear – in accordance with the law – that the final decision in fundamental issues lies within the shareholders’ area of responsibility. The section on the *Board of Directors and Executive Management* – by far the broadest one – includes stipulations on the functions

⁵³ <<http://www2.economiesuisse.ch/d/webexplorer.cfm?id=274&tlid=1>>, August 29, 2002.

of the Board, a well-balanced composition of the Board, procedures and chairmanship, and it deals with conflicts of interest, the internal control system and the organization of the Board in committees. The third section on *Auditing* simply refers to the provisions of the law and guidelines of trade associations; and finally the fourth section on Disclosure requires that the annual report contain information on Corporate Governance, with the specific SWX Swiss Exchange Directives being decisive.

The Directive on information relating to Corporate Governance of SWX Swiss Exchange

On April 17, 2002, the *Directive on Transparency* in Corporate Governance was passed by SWX Swiss Exchange. It became effective on 1 July 2002 and will be binding on reporting for the 2002 financial year.

While the directive as such is quite short and uses mostly general language, its annex is a kind of checklist which details the “scope and extent of the information relating to Corporate Governance”: it requires disclosure of information on group structure and shareholders, including cross-shareholdings, as well as the capital structure. Exact details must be provided on the development, independence, functions and total compensation of the Board of Directors. Information must be given on the internal organization and the Committees of the Board of Directors and on the Executive Management. Further information that must be submitted includes, details on the participation rights of the shareholders, defence measures in the event of takeover bids, and the statutory and group auditors must be submitted.

The basic principle underlying these duties of disclosure is “*comply or explain*”: a company may decline to disclose certain information, but this must be justified “separately and substantially” in the annual report. However, *mandatory* publication is required in regard to the total compensation of the Board of Directors and Executive Management. The sum must be broken down into two separate figures, for the members of the Board of Directors on the one hand, and those of the Executive Management on the other. Individual details must be given on the member receiving the highest compensation; in addition, any royalties or loans received by members of the Board of Directors must be published.

Excursus: Corporate Governance of Non-listed Companies

The Swiss Code relates to public companies, and with regard to the SWX Swiss Exchange directive this is by definition the case. However, the Swiss Code declares that it can also provide relevant guidelines for *non-listed* economically significant companies. This may well be the case, but it should not be overlooked that the interests and requirements of shareholders in private limited companies, with their small and closed shareholder circles, are different in many ways.

Here, above all, the conflict of interest between majority and minority shareholders must be taken into account, whereby a minority shareholder can hold up to 50% of the capital stock and in the case of shares bearing voting rights, may actually hold a majority of the capital. In addition, care must be taken in family-owned companies that a clear separation is made between the interests of the family and those of the company.

Appreciation of the Governance Situation in Switzerland

Swiss Code of Best Practice and Stock Exchange Directive: a Package Filled with the Obvious?

The *Swiss Code from economiesuisse* contains little that is not already stipulated by the law and follows from the legally embodied duty of care that is binding on Boards of Directors and is meanwhile also a matter of course at well-run public companies. And the *Directive on Information Relating to Corporate Governance* includes duties of disclosure, to which – aside from the obligation to disclose the remuneration of the Board and the top management – no one will have any objections.

The steps that go beyond what is more or less taken for granted today are small ones: establishment of committees in the Boards, improvement of the information on Corporate Governance and precise details regarding shareholders' rights and publicity. Over and above what is already generally accepted, there is only the *duty of disclosure concerning the salaries* of members of the Board of Directors and the Executive Management.

The dual instrument of Swiss Code and Stock Exchange Directive is therefore a typical Swiss *compromise*. No one has anything to fear from the “new order”; accordingly, it will not excite any vehement opposition. It is not an invitation to take a journey into the unknown, but is rather a prudent step further along a well-trodden path.

Benefits of the New Order

Nevertheless, there are several reasons for welcoming the newly created *soft law*. Certain companies lagging behind in matters of Corporate Governance will have to catch up; others will be able to pick up useful tips from the Swiss Code. *Transparency* will be created in regard to the *remuneration* of the members of company management and the Board. An important aspect would seem to be the *symbolic effect* and *prompting of the discussion*. But above all, *the light will no longer be hidden under a bushel*, something that is of advantage on a national and particularly an international level. Nationally, self-regulation will obviate ill-considered “knee-jerk” legislation, and internationally this should help to improve the undeservedly tarnished reputation of Switzerland in matters of Corporate Governance, and thus make Switzerland more attractive for investors.

Overall, the new rules and regulations are the right step in the right direction.