

Die «Lex Minder» – ein Schuss in den Ofen?

PETER FORSTMOSER*

I.	Ein Blick zurück	275
II.	Erste Erfahrungen	277
1.	Das neue Recht wird befolgt	278
2.	Kaum Auswirkungen auf die Höhe der Saläre	278
3.	Überproportionales Gewicht auf Vergütungsfragen	279
4.	Hohe Zustimmungsraten zu den Anträgen des Verwaltungsrates	279
5.	Eintreffen vorausgesagter Nebenwirkungen?	280
a)	Lohnbestandteile	280
b)	Geschäftsleitung	281
c)	Verwaltungsrat	282
d)	Verwaltungsratspräsident	282
e)	Teilnahme bzw. Vertretung der Aktionäre in der Generalversammlung	282
f)	Dekotierungen	283
g)	Fazit	283
6.	Nachteile für den Wirtschaftsstandort Schweiz?	283
III.	Missverständnisse und Illusionen	284
1.	Die Generalversammlung als Ort der Willensbildung	284
2.	Basisdemokratische Entscheidungen	284
3.	In einer schweizerischen AG haben die Schweizerinnen und Schweizer das Sagen	285
4.	Die Höhe der Saläre an der Unternehmensspitze ist für die Aktionäre von zentraler Bedeutung	285
5.	Bindend ist wirkungsvoller als konsultativ	287
6.	Der Stimmzwang für Pensionskassen sichert repräsentativere Ergebnisse	288
IV.	Begrüssenswerte Auswirkungen der Lex Minder	289
1.	Bessere Qualität der Vergütungskonzepte	289
2.	Erhöhte Transparenz	290
3.	Aktivere Aktionäre	291

* Stand der Bearbeitung: Ende Mai 2016. Die im Juni und Anfang Juli erschienenen Analysen zur GV-Saison 2016 und eine im September veröffentlichte Studie zum gleichen Thema konnten noch nachgetragen werden, nicht dagegen der vor Jahresende erwartete Entwurf des Bundesrats für die Aktienrechtsreform, der auch den Vorschlag für die Umsetzung der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» auf Gesetzesstufe enthalten wird.

V.	Problematische Auswirkungen der Lex Minder.....	291
1.	Übergewicht der Auseinandersetzung mit Vergütungsfragen	291
a)	Allgemein	291
b)	Verwaltungsrat.....	291
c)	Generalversammlung.....	292
2.	Kompetenzverschiebung weg vom Schweizer Verwaltungsrat und hin zu ausländischen Grossinvestoren.....	293
3.	Machtzuwachs der Proxy Advisors und der Berater allgemein	293
VI.	Ausblick.....	294

Seit Anfang 2015 ist die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)¹ als Übergangsregelung für die Umsetzung der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»² zwingend zu beachten. Mit dem neuen Recht konnten nun in zwei Generalversammlungssaisons Erfahrungen gesammelt werden – ein guter Zeitpunkt für eine vorläufige Würdigung. Was hat sich bewährt und was nicht? Inwieweit haben sich die Erwartungen erfüllt, was kam unerwartet?³

¹ SR 221.331.

² BBl 2009 341 f.

³ Zur VegüV und zur Umsetzung der Lex Minder allgemein besteht eine abundante Literatur, aus der hier eine Auswahl zitiert sei: *Kommentare*: GERHARD/MAIZAR/SPILLMANN/WOLF (Hrsg.), Vergütungsrecht der Schweizer Publikumsgesellschaften, GesKR-Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Zürich 2014; OSER/MÜLLER (Hrsg.), VegüV – Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, Zürich 2014; WATTER/VOGT (Hrsg.), Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Basler Kommentar, Basel 2015. – *Monographien und Aufsätze*: HANS CASPAR VON DER CRONE/DANIEL BRUGGER, Salärgovernance (Fn. 4); HANS CASPAR VON DER CRONE/ADRIANO R. HUBER, Festlegung von Vergütungen in Publikumsgesellschaften (Fn. 4); CHRISTIAN HOCHSTRASSER, Die Rolle des Vergütungsausschusses nach der Umsetzung der Minder-Initiative, Diss. Zürich 2016 (= SSW 332); KEVIN HUBACHER, Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Jusletter vom 20. Januar 2014; ADRIANO R. HUBER, Vergütungsfestsetzung nach Art. 95 Abs. 3 BV, Diss. Zürich 2015 (= ZStP 263); HEINZ KARRER, Die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) aus Wirtschaftssicht, GesKR 2014 1 ff.; ANDREAS MÜLLER, VegüV – Business As Usual?, GesKR 2015 206 ff.; MARTIN L. MÜLLER, Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Lösungsansätze für die arbeitsrechtliche Umsetzung, AJP 2014 477 ff.; ANDREAS MÜLLER/DAVID OSER, VegüV – Quo Vadis?, GesKR 2015 98 ff.; MATTHIAS OERTLE, Arbeitsrecht im Konflikt mit der Verordnung gegen übermässige Vergütungen, GesKR 2014 44 ff.; EDGAR PHILIPPIN, La mise en oeuvre de l'initiative «contre les rémunérations abusives», Semjud 2014 II 261 ff.; THOMAS U. REUTTER, Die Vergütung im Voraus: in absurdo nihil obstat, GesKR 2016 197 ff.; REMO SCHMID, Der Vergütungsbericht nach VegüV, Praktische

HANS CASPAR VON DER CRONE hat sich intensiv mit Fragen der «richtigen» Entschädigung und besonders auch mit den Konsequenzen der VegüV auseinandergesetzt.⁴ Diese kleine Berichterstattung mag daher in eine Festschrift zu seinen Ehren passen.

I. Ein Blick zurück

Man erinnert sich: Im Februar 2008 reichte THOMAS MINDER – damals in der politischen Szene unbekannt – eine Volksinitiative «gegen die Abzockerei» (im Folgenden «Initiative Minder») ein, nachdem er – ohne Unterstützung durch Parteien, Wirtschaftsverbände, Gewerkschaften oder andere Organisationen und mit minimalen finanziellen Mitteln – die für eine Volksinitiative nötigen 100 000 Unterschriften gesammelt hatte. Die Initiative platzte wie eine Bombe in die Arbeit des Parlaments, das gerade im Begriff war, sich mit einer «grossen» Aktienrechtsreform zu befassen. Es folgte ein hektischer politischer Aktionismus, bei dem es letztlich um ein einziges Thema ging: die angemessene *Antwort des Gesetzgebers auf übersetzte Saläre von Verwaltungsrat und Topmanagement in Publikumsgesellschaften*. Das Parlament und seine Kommissionen versuchten verzweifelt, einen Kompromiss zu finden, der – Schweizer Gepflogenheiten entsprechend – die Initianten zum Rückzug ihres Vorstosses hätte bewegen sollen. Das gelang nicht, obwohl der Gegenvorschlag schliesslich nur in zwei Punkten wesentlich vom Konzept der Initiative abwich⁵ und er in den Räten mit 235 Stimmen gegen eine einzige⁶ verabschiedet worden war.

Hinweise zu Umsetzungsfragen, ST 2014 1153 ff.; LUCA URBEN, La rémunération des dirigeants en droit suisse de la société anonyme, Diss. Lausanne 2015 (= CEDIDAC 97); HANS-UELI VOGT/MANUEL BASCHUNG, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»? GesKR 2013 5 ff.; FLORIAN ZIHLER, Verordnung gegen übermässige Vergütungen, ST 2014 46 ff. – Auch der *Verfasser* hat sich wiederholt zur Frage der Vergütung an der Unternehmensspitze von Publikumsgesellschaften und ihrer Umsetzung im schweizerischen Recht geäussert, vgl. insb.: Die Entschädigung der Mitglieder von Verwaltungsrat und Topmanagement, in: FS Petitpierre-Sauvin, Zürich 2009, 145 ff.; «Say-on-Pay»: Die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und der Gegenvorschlag des Parlaments, SJZ 2012 337 ff.; Die Schweiz auf dem Weg zum striktesten Aktienrecht der Welt?, BOARD 2013/2 51 ff.; Die Umsetzung der Schweizer Volksinitiative «gegen die Abzockerei», BOARD 2014/5 192 ff. Der folgende Beitrag stützt sich zum Teil auf diese Publikationen.

⁴ Vgl. etwa: Salärgovernance (zusammen mit DANIEL BRUGGER), SZW 2014 241 ff.; Festlegung von Vergütungen in Publikumsgesellschaften. Umsetzungsvorschlag für Art. 95 Abs. 3 BV (zusammen mit ADRIANO R. HUBER), SJZ 2013 297 ff.; Aktuelle Entwicklungen in der Vergütungslandschaft des Finanzplatzes Schweiz (zusammen mit VALENTIN JENTSCH), SJZ 2012 377 ff.; Salärgovernance und Markt für Führungskräfte (zusammen mit BENEDICT BURG), in: FS Weber, Bern 2011, 331 ff.; und schon: Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR NF 2000 II 236 ff., 252 ff.

⁵ *Einzelne Bestimmungen* – darunter die Zuständigkeit der Generalversammlung für die Festlegung der Vergütungen der Geschäftsleitung (nicht aber des Verwaltungsrats) – sollten *nicht zwingend* sein, sondern die Aktionäre sollten entscheiden können, ob sie bindend oder nur konsultativ ab-

Am 3. März 2013 kam es zur Abstimmung, und das Verdikt des Volkes war eindeutig wie selten: Mit einer wuchtigen Mehrheit von 68 % wurde die Initiative angenommen. Vordergründig ging es dabei um eine *Stärkung der Aktionärsdemokratie*,⁷ doch das war nicht das Thema, das im Abstimmungskampf interessierte.⁸ Vielmehr wurde die Initiative als ein *Plebiszit gegen Lohnexzesse an der Spitze von Publikumsgesellschaften* verstanden, ein Thema, das offensichtlich vielen Bürgerinnen und Bürgern unter den Nägeln brannte.⁹

Die Initiative verlangte, dass der Bundesrat für die Übergangszeit bis zum Inkrafttreten der gesetzlichen Bestimmungen die erforderlichen Regeln aufzustellen habe. Dieser hat rasch gehandelt: Schon am 20. November 2013 wurde die VegüV verabschiedet, mit *Inkrafttreten am 1. Januar 2014* und *Verbindlichkeit für die Generalversammlungen ab 2015*. Die Umsetzung der nun in der Verfassung verankerten Vorgaben durch den Bundesrat erfolgte – was der Initiant freilich bestritten hat – loyal und wortgetreu (etwas anderes kam nach dem eindeutigen Volksentscheid auch nicht in Frage), allerdings mit Augenmass, indem erstens den Aktionären bei verschiedenen Fragen die Möglichkeit erhalten blieb, innerhalb gewisser Schranken statutarische Präzisierungen vorzunehmen, und indem zweitens den drakonischen Strafandrohungen etwas von ihrem Schrecken genommen wurde, indem nur bestraft werden sollte, wer «wider besseres Wissen» gehandelt hat. Über das durch die Initiative Verlangte geht die VegüV insofern hinaus, als ein schriftlicher *Vergütungsbericht* für obligatorisch erklärt und detailliert geregelt wird.

stimmen wollten. Sodann sollten die in der Initiative vorgesehenen *Strafbestimmungen entfallen*, dafür aber die aktienrechtlichen Möglichkeiten der Rückforderung übersetzter Leistungen verstärkt werden.

⁶ Nämlich die Stimme des Initianten Minder, der inzwischen mit einem Glanzresultat in den Ständerat gewählt worden war.

⁷ Dazu sowohl grundlegend wie auch spezifisch im Hinblick auf die Vorschläge der Initiative Minder HANS-UELI VOGT, *Aktionärsdemokratie*, Zürich 2012.

⁸ Nur einigen wenigen Prozent der Stimmenden soll es um den Ausbau der Aktionärsrechte gegangen sein.

⁹ Vgl. etwa HANSUELI SCHÖCHLI in NZZ vom 30. Mai 2015, 23: «Das Volks-Ja von 2013 entsprang keinem breiten Wunsch nach Eingriffen im Machtdreieck Aktionäre – Verwaltungsrat – Geschäftsleitung, sondern war vor allem ein Protestschrei gegen mutmassliche Vergütungsexzesse auf den Chefetagen [...]. Die Initiative kanalisierte die breit zelebrierte Empörung über mutmassliche Auswüchse bei einigen Grosskonzernen, namentlich Grossbanken, Pharmakonzernen und einzelnen Versicherungen.»

II. Erste Erfahrungen

Nach zwei Saisons ordentlicher Generalversammlungen unter der Ägide der neuen Ordnung lassen sich die Erfahrungen wie folgt resümieren:¹⁰

¹⁰ Zur Umsetzung der Lex Minder und zur Entwicklung der Vergütungen von Top Management und Verwaltungsrat seit dem Inkrafttreten der VegüV gibt es zahlreiche Studien und Berichte von Stimmrechts- und Vergütungsberatern, vgl. etwa:

- Ethos, Vergütungen 2013 der Führungsinstanzen. 100 grösste in der Schweiz kotierte Unternehmen (Oktober 2014); dies., Umsetzung der Minder-Initiative (VegüV), 150 grösste in der Schweiz kotierte Unternehmen (Oktober 2014); dies., Generalversammlungen 2015, Vergütungen und Corporate Governance der Unternehmen des SPI (Oktober 2015, zitiert «Ethos-Studie 2015»); dies., Generalversammlungen, Vergütungen, Corporate Governance (September 2016, zitiert «Ethos-Studie 2016»).
- HCM (Hostettler & Company), HCM Swiss Top 100, Swiss Remuneration Study for Board of Directors 2014 (2015); dies., HCM Swiss Top 100, Swiss Remuneration Study for Executive Board Members 2014 (2015); dies., HCM Say-on-Pay Report, 2015 AGM Season & Results of the 2nd «Minder Year» (2015); dies., HCM Report on Say-on-Pay and Compensation in Switzerland vom 27. Mai 2016; dies., HCM Report on Say-on-Pay and Compensation in Switzerland, Trends and indications as of July 1st, 2016.
- PWC, Executive Compensation & Corporate Governance, Insights 2014 (Herbst 2014); dies., Executive Compensation & Corporate Governance, Insights 2015 (Oktober 2015).
- SWIPRA Swiss Proxy Advisor, Position Paper on the Implementation of the Ordinance Against Excessive Compensation: «Say-on-Pay» in Swiss Listed Companies and the Exercise of Voting Rights by Pension Funds und dazu die deutsche Kurzfassung (beide 2013); dies., Status Quo and Perspectives of Corporate Governance in Switzerland (Januar 2014); dies., AGM Season 2014 Short Analysis (Juni 2014); dies., Market Discipline and Regulation. A Survey by SWIPRA (2015); dies., Newsletter «GV Saison 2015 nach der Umsetzung der Minder-Initiative: Höhere Präsenz der Aktionäre, Schlüsseltraktanden und Einfluss von Stimmrechtsberatern» (Juli 2015); dies., Medienmitteilung «Studie 2015 zum Spannungsfeld Marktdisziplin und Regulierung» (Oktober 2015); dies., AGM Season 2016, Analysis Outline (June 2016).
- zRating, zRating 2013, Corporate Governance in Schweizer Publikumsgesellschaften, Empirische Studie (Mai 2014); dies., zRating 2015, Corporate Governance in Schweizer Publikumsgesellschaften, Empirische Studie (Mai 2015).
- Eine internationale Übersicht mit Einbezug der Schweiz findet sich in HCM (Hofstetter & Company), HCM Global 250, Remuneration Governance and Compensation Level for Board of Directors and Executive Board (Zahlen für 2013). Vgl. sodann auch HayGroup, Non-Executive Directors in Europe, Painting a picture of pay practices, structures and diversity of leading European companies (Dezember 2014).
- Die Stimmrechtsberater Ethos und SWIPRA publizieren periodisch aktuelle Informationen zu den neuesten Entwicklungen und den Erwartungen für die absehbare Zukunft, vgl. etwa SWIPRA Newsletter «GV Saison 2015 nach der Umsetzung der Minder-Initiative: Höhere Präsenz der Aktionäre, Schlüsseltraktanden und Einfluss von Stimmrechtsberatern» (Juli 2015); «Ausblick auf die Generalversammlung 2016 und Corporate Governance-Kernthemen: Verwaltungsratswahlen, Vergütungen, Corporate Social Responsibility» (Januar 2016) sowie

1. Das neue Recht wird befolgt

Die kotierten Gesellschaften reagierten rasch. 70–80 % der börsenkotierten Gesellschaften machten von der bis zur ordentlichen Generalversammlung 2015 eingeräumten Frist für die Anpassung der Statuten keinen Gebrauch, sondern nahmen diese bereits 2014 vor.¹¹ Der von der VegüV eingeräumte Spielraum wurde zwar genutzt, doch wurden die Vorschriften der Verordnung – dies bestätigt eine Reihe von Untersuchungen¹² – sowohl in der statutarischen Umsetzung wie auch in der Generalversammlungspraxis fast ausnahmslos eingehalten. Zu grossen Problemen scheint es dabei nicht gekommen zu sein.

2. Kaum Auswirkungen auf die Höhe der Saläre

Das Ziel der Initiative «gegen die Abzockerei» ist freilich nicht erreicht worden: Die neuen Regeln und das *Empowerment* der Aktionäre in der Salärfrage hatten insgesamt *keinen dämpfenden Einfluss auf die Höhe der Entschädigungen* an der Spitze von Publikumsgesellschaften. Festzustellen waren zwar in den letzten beiden Jahren gewisse *Verschiebungen*; diese hatten aber mit dem neuen Recht kaum etwas zu tun:

- 2014 blieben die Vergütungen bei den grössten Unternehmen stabil, bei den mittleren und kleineren stiegen sie deutlich an.¹³ Insgesamt erhöhten sich die kumulierten Vergütungen der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung um 4 %.¹⁴
- 2015 sind die Salärpakete insgesamt offenbar erneut leicht gestiegen, wiederum mit Differenzierungen im Einzelnen.¹⁵

Ethos, Quartalsbericht «Schweizerische Unternehmen (SPI) – 1. Quartal 2016» vom 26. Mai 2016.

¹¹ Vgl. dazu etwa ROLF WATTER/IVO VON BÜREN, VegüV: Erste Erfahrungen, GesKR 2014 302 ff.; GOTTLIEB A. KELLER, Umsetzung der Minder-Initiative, ZBJV 2014 848 ff.; MÜLLER (Fn. 3).

¹² Vgl. HCM Say-on-Pay Report, 2015 AGM Season & Results of the 2nd «Minder Year» (Fn. 10), 12: «In our study, we found 98 % of the analyzed companies following this requirement [i.e. that binding votes on the compensation amounts for the Board of Directors and the Executive Board are mandatory]. The exceptions were one SPI company that will only start with a binding retrospective vote at its AGM in 2016 and two companies listed on the Berne Exchange [...]. So far, no reaction of the public has been observed with regard to these cases».

¹³ Ethos-Studie 2015 (Fn. 10): plus 1 % bei den 20 Gesellschaften des SMI (Swiss Market Index), plus 7 % bei den Unternehmen des SMIM (SMI Mid Price), plus 6 % bei kleineren Unternehmen; vgl. auch die in NZZ vom 21. Oktober 2015, 27, referierte Studie der PwC.

¹⁴ Ethos-Studie 2015 (Fn. 10), 28.

¹⁵ Vgl. HCM Report on Say-on-Pay and Compensation in Switzerland vom 27. Mai 2016. Für die Vergütungspakete der Geschäftsleitungen konstatiert SWIPRA (AGM Season 2016 [Fn. 10]) einen minimalen Rückgang, während nach anderen Studien die Vergütungen der Verwaltungsräte

3. Überproportionales Gewicht auf Vergütungsfragen

Massiv zugenommen hat dagegen das Gewicht, das den Vergütungsfragen sowohl im Verwaltungsrat wie auch in der Generalversammlung von Publikumsgesellschaften seit zwei Jahren zukommt.

In den *Verwaltungsräten* erklärt sich diese Entwicklung teils dadurch, dass die Neugestaltung der Statuten zur Anpassung an die Anforderungen der Lex Minder viel Zeit in Anspruch genommen hat. Doch werden Vergütungsfragen auch künftig von zentraler Bedeutung sein, schon wegen der Aufwertung des Vergütungsausschusses durch dessen Direktwahl in der Generalversammlung¹⁶ und der Bedeutung des Vergütungsberichts im Rahmen der alljährlichen Berichterstattung an die Aktionäre.¹⁷

Augenfällig sind die Auswirkungen auf die *Generalversammlung*: Vergütungsfragen dominieren oft die Diskussion, und zusammen mit den weiteren durch die VegüV verlangten Abstimmungen bilden sie das Schwergewicht der Traktandenliste.

In den *Medien* ist die Salärdebatte – ganz besonders jeweils in der ersten Jahreshälfte – nach wie vor omnipräsent, wegen der Eignung des Themas zur Boulevardisierung und Skandalisierung weit über die Wirtschaftspresse hinaus.

4. Hohe Zustimmungsraten zu den Anträgen des Verwaltungsrates

Angesichts der geballten Kritik in Medien, Blogs und an den Stammtischen erstaunt es, dass die Anträge des Verwaltungsrates im Rahmen der Vergütungen in den Generalversammlungen praktisch durchwegs *mit grossen Mehrheiten abgesegnet* wurden: Die Zustimmung zu den beantragten Gesamtbeträgen für die Vergütungen betrug durchschnittlich über 90 %, ¹⁸ obschon Stimmrechtsberater in etlichen Fällen die Ablehnung empfahlen. In einem einzigen Fall – und dies aufgrund einer besonderen, nicht mit der Vergütung zusammenhängenden Konstellation – erfolgte 2015 eine Ablehnung.¹⁹ Selbst in Gesellschaften, bei denen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung allgemein und

und insb. der Verwaltungsratspräsidenten bei den Grosskonzernen gestiegen sind (vgl. FuW vom 2. Juli 2016, 19). Nach der Ethos-Studie 2016 (Fn. 10) stiegen bei den 204 Gesellschaften des Swiss Performance Index (SPI) im Jahr 2015 die Gesamtbeträge für die Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung um 2 %.

¹⁶ Art. 2 Ziff. 2 VegüV.

¹⁷ Vgl. Art. 13 ff. VegüV.

¹⁸ Ethos-Studie 2015 (Fn. 10), 7: 94 % (Unternehmen des SPI); Ethos-Studie 2016 (Fn. 10): 94 % (100 grösste Unternehmen); HCM Report as of July 1st, 2016 (Fn. 10): 94 % für den Verwaltungsrat, 92 % für die Geschäftsleitung.

¹⁹ Vgl. EFLAMM MORDRELLE in FuW vom 16. Januar 2016.

besonders auch hinsichtlich der Vergütungsanträge massiv unter Beschuss waren, pasierten die Anträge schliesslich problemlos.^{20, 21}

Bemerkenswert ist, dass bei den nicht bindenden *Konsultativabstimmungen* über den Vergütungsbericht die *Ablehnung meist signifikant deutlicher* zum Ausdruck gebracht wurde als bei den bindenden Abstimmungen über die Vergütungen selbst.²² Darauf wird zurückzukommen sein.²³

5. Eintreffen vorausgesagter Nebenwirkungen?

Wie bei jedem neuen Erlass wurden auch für die VegüV Nebenwirkungen ausserhalb ihrer primären Zielsetzung in Aussicht gestellt und je nach Standpunkt erhofft oder befürchtet. Zu diesen Erwartungen²⁴ Folgendes:

a) Lohnbestandteile

Mit Bezug auf das *Salärkonzept* wurde ein Rückgang variabler Vergütungsteile und eine stärkere Betonung fester – und damit im Voraus eindeutig bestimmter – Entschädigungskomponenten prophezeit.

In der Tat ist für die Mitglieder des *Verwaltungsrates* die Bestimmung einer festen Summe im Voraus üblich geworden.²⁵ (Eine Beteiligung an Erfolg und Misserfolg wird bei etwa 40 % der Gesellschaften trotzdem dadurch erreicht, dass ein Mindestbe-

²⁰ So etwa in der Generalversammlung 2016 der Credit Suisse: Zustimmung mit 79–85 % trotz harter Kritik an Geschäftsleitung und Verwaltungsrat und ganz besonders an den Vergütungen von CEO und Verwaltungsratspräsident vor und in der Generalversammlung und trotz Ablehnungsempfehlungen durch einzelne Stimmrechtsberater, vgl. NZZ vom 30. April 2016, 16.

²¹ Auch die Wahlen in den Verwaltungsrat und den Vergütungsausschuss erfolgten mit hohen Zustimmungsraten (nach der Untersuchung der SWIPRA, AGM Season 2016 [Fn. 10], mit Zustimmungsquoten von 97–99 % [a.a.O., 20]).

²² Die Abstimmungen über die Vergütungsbeträge erreichten 2015 wie erwähnt bei den Gesellschaften des SPI eine durchschnittliche Zustimmungsqoute von 94 %, die über den Vergütungsbericht dagegen von nur 88 % (Ethos-Studie 2015 [Fn. 10], 7), ähnlich HCM Say-on-Pay Report, 2015 AGM Season & Results of the 2nd «Minder Year» [Fn. 10], 12; vgl. auch HANSUELI SCHÖCHLI in NZZ vom 16. Januar 2016). 2016 betrug bei den 100 grössten börsenkotierten Gesellschaften die Zustimmung zu den Vergütungen des Verwaltungsrates 94 %, zu denen der Geschäftsleitung 93,2 %, während sie beim Vergütungsbericht nur 87,2 % erreichte (Ethos-Studie 2016 [Fn. 10], 12). Vgl. auch die Hinweise in Fn. 42.

²³ Hinten Ziff. III. 5.

²⁴ Zu *unerwarteten* Folgen sogleich Ziff. III.

²⁵ Nach einer Untersuchung der SWIPRA zur GV-Saison 2015 nach der Umsetzung der Minder-Initiative (Fn. 10), 2, haben 2015 92 % der Unternehmen über die Verwaltungsratsvergütung prospektiv abstimmen lassen, wobei es sich grossmehrheitlich um einen festen (Maximal-)Betrag gehandelt haben dürfte.

trag – häufig sind es mindestens 40 % – in längerfristig gesperrten Aktien entrichtet wird.) Die Tendenz zu fixen Salären zeichnete sich jedoch schon seit einiger Zeit ab, sie ist keine Folge der Lex Minder, wohl aber eine der Auseinandersetzung mit Vergütungskonzepten, die durch die Initiative Minder zwar nicht angestossen, aber doch stark intensiviert wurde.

Auf der Ebene der *Geschäftsleitung* könnten die neuen Regeln eine gewisse Tendenz zur stärkeren Betonung des fixen Salärbestandteils befördert haben, wobei jedoch die teils im Ausland eingeführten Schranken für variable Salärbestandteile in Einzelfällen bei Weitem nicht überschritten werden, ebenso die von einzelnen schweizerischen Aktionärsberatern wie Ethos postulierten.

b) **Geschäftsleitung**

Da die Generalversammlung lediglich über die Gesamtsumme der Entschädigung eines *Gremiums* entscheidet, nicht aber über deren Verteilung auf die einzelnen Mitglieder, hätte es sein können, dass die *Geschäftsleitungen schrumpfen*, weil dann der genehmigte Entschädigungstopf auf weniger Köpfe verteilt werden kann. Eine entsprechende Entwicklung lässt sich aber nicht erkennen.²⁶

Vereinzelt hört man immerhin von Fällen, in denen ein Manager seine *Beförderung* in die Geschäftsleitung dankend *ablehnte*, weil sich auf der Ebene darunter mehr verdienen liess, und dies erst noch ohne die Kritik der Öffentlichkeit.²⁷

²⁶ Dies gilt auch für den *Verwaltungsrat*. In der Ethos-Studie 2015 (Fn. 10) wird zwar kritisiert, dass insgesamt 36 Unternehmen des SPI Verwaltungsräte mit weniger als fünf Mitgliedern hätten, darunter freilich 24 unter den kleinsten Unternehmen. 18 Unternehmen hätten sogar nur drei oder weniger Mitglieder, was «bei weitem ungenügend» sein soll (a.a.O., 41). Die Ethos-Studie 2016 (Fn. 10), 48, zeigt ähnliche Zahlen: 35 Gesellschaften hätten einen Verwaltungsrat mit weniger als fünf Mitgliedern, davon 22 unter den kleinsten Unternehmen. Auch diese Unterbesetzung (so jedenfalls die Ansicht von Ethos) dürfte aber in keinem Zusammenhang mit der Lex Minder stehen.

²⁷ Durch die Lex Minder erfasst sind bekanntlich – neben einem allfälligen, in der Praxis bei den Publikumsgesellschaften meines Wissens ausgestorbenen Beirat – nur die beiden Gremien «Verwaltungsrat» und «Geschäftsleitung» (Art. 2 Ziff. 4 VegüV). Nur deren Vergütungstopfe sind von der Generalversammlung zu beschliessen und nur über sie muss rapportiert werden. Dabei ist es ein offenes Geheimnis, dass – insb. in der Branche der Finanzdienstleister – die höchsten Saläre oft nicht von den Angehörigen der beiden obersten Führungsgremien bezogen werden.

c) Verwaltungsrat

Die durch die Lex Minder zwingend eingeführte nur *einjährige Amtszeit* für die Mitglieder des Verwaltungsrates wurde als Einladung zu kurzfristigem Denken kritisiert. Bisher ist derlei jedoch nicht zu spüren.²⁸ Auch zeichnet sich ab, dass sich die routinemässige Wiederwahl für die Mitglieder des Verwaltungsrats genau so einbürgert wie sie seit vielen Jahren ohne negative Auswirkungen für die Revisionsstelle üblich ist. Verwaltungsräte werden deswegen ihre Planung nicht auf einen Jahresrhythmus umstellen.

Einen ungewollten Effekt könnte die Wiederwahl im Jahrestakt freilich haben: In einer Unternehmenskrise wird es Verwaltungsratsmitgliedern leichter fallen, das sinkende Schiff zu verlassen, weil das Odium des Rücktritts vermieden werden kann, indem man sich einfach nicht für die Wiederwahl zur Verfügung stellt. Konkrete Fälle sind jedoch bisher nicht bekannt.

d) Verwaltungsratspräsident

Auch durch die zwingende Wahl des *Verwaltungsratspräsidenten durch die Generalversammlung* (statt – wie es bisher die Regel war – durch den Verwaltungsrat selbst) hat sich materiell nichts geändert, da auch schon bisher anlässlich der Wahl der Verwaltungsratsmitglieder klar war, wer von den Gewählten Präsident werden oder bleiben sollte.

e) Teilnahme bzw. Vertretung der Aktionäre in der Generalversammlung

Eine positive Auswirkung der Lex Minder wurde mit Bezug auf die *Präsenz bzw. Vertretung* der Aktionäre in der *Generalversammlung* vorausgesagt, da die Aktionärsversammlung wegen ihrer vermehrten Kompetenzen ein stärkeres Gewicht erlangt hat und weil überdies die Pensionskassen nun zur *Ausübung des Stimmrechts verpflichtet* sind.²⁹ Auch in dieser Hinsicht ist aber kein signifikanter Einfluss auszumachen: Die Präsenz hat sich schon vor dem Inkrafttreten der Lex Minder stark verbessert, und von 2014 bis 2016 blieb sie praktisch unverändert.³⁰

²⁸ Weit einschneidender ist in dieser Hinsicht die von vielen Gesellschaften eingeführte, weil von Teilen des Marktes geforderte Quartalsberichterstattung.

²⁹ Eine Verbesserung der Präsenz nimmt etwa SERGIO AIOLFI an, vgl. NZZ vom 30. April 2016, 16.

³⁰ Ethos-Studie 2015 (Fn. 10), 10: Erhöhung der Präsenzquote in den Generalversammlungen der Unternehmen des SMI Expanded von 2008 bis 2015 von 49 % auf 62 %, dagegen keine Veränderung zwischen 2014 und 2015. – Für 2016 stellt SWIPRA, AGM Season 2016 (Fn. 10), aufgrund einer anderen Datenbasis eine leichte Erhöhung von 68 % auf knapp 70 % fest (a.a.O., 6), während in der Ethos-Studie 2016 (Fn. 10), 11, für die 100 grössten kotierten Gesellschaften eine Stabilisierung bei 66 % rapportiert wird.

f) Dekotierungen

Festzustellen ist in neuerer Zeit eine Tendenz von Unternehmen, sich *von der Börse zurückzuziehen*. Der Anreiz zur Dekotierung ist durch die neuen Vergütungsregeln zweifellos verstärkt worden, und in der Tat hat 2013 eine kleine Gesellschaft, deren Aktien an der Berner Börse gehandelt wurden, mitgeteilt, sie ziehe sich wegen des Mehraufwandes, der durch die Lex Minder drohe, von der Börse zurück und wechsle zum ausserbörslichen Handel. Entsprechende Auswirkungen bei den an der Schweizer Börse SIX kotierten Gesellschaften lassen sich nicht nachweisen. Gewichtiger dürften für Dekotierungsüberlegungen von SIX-kotierten Gesellschaften die stetig steigenden und kostspieligeren Anforderungen an Rechnungslegung und Publizität und die damit verbundenen Einschränkungen des Handlungsspielraums sein.

g) Fazit

Die indirekten Auswirkungen der Lex Minder, die – positiv wie negativ – während des Abstimmungskampfs dramatisiert wurden, sind also – jedenfalls bis heute – bescheiden geblieben.

6. Nachteile für den Wirtschaftsstandort Schweiz?

Im Abstimmungskampf um die Lex Minder wurde die Gefahr an die Wand gemalt, die Schweiz könnte künftig das starrste und unflexibelste Aktienrecht der Welt haben und sie werde sich so einen Standortnachteil auferlegen. Das war – nach geschlagener (und verlorener) Schlacht muss man es sagen – masslos übertrieben. Auch künftig bleibt das schweizerische Aktienrecht flexibel, und dies auch für die knapp 300 Publikumsgesellschaften, welche dem Sonderrecht der Lex Minder unterstehen.

Nicht zu verleugnen ist freilich die Tatsache, dass sich seit einiger Zeit der Zuzug ausländischer Unternehmen in die Schweiz verlangsamt. Die Einführung der neuen Regeln zum *Say-on-Pay* dürfte dafür – das bestätigt sich in Diskussionen mit Entscheidungsträgern – nur einer von mancherlei Gründen sein.

Es bleibt jedoch die Mahnung, bei künftigen Reformen des Schweizer Wirtschaftsrechts das Fuder nicht zu überladen, und das gilt besonders auch für die bevorstehende Anhebung der Lex Minder auf die Gesetzesstufe.

III. Missverständnisse und Illusionen

Dass die Umsetzung der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» nicht die erhofften salärdämpfenden Wirkungen zeitigte, hat nicht zuletzt mit einer Reihe von falschen Vorstellungen und Erwartungen zu tun. Einige seien hier erwähnt:

1. Die Generalversammlung als Ort der Willensbildung

Das schweizerische Aktienrecht geht davon aus, dass die Generalversammlung – «oberstes Organ der Aktiengesellschaft»³¹ – der Ort der Meinungsbildung durch die Aktionäre ist. Das mag für private Aktiengesellschaften oft stimmen. Bei Publikums-gesellschaften dagegen sind die *Entscheidungen* anlässlich der Generalversammlung *längst gefällt*. Die im Saal präsenten *Kleinaktionäre* dominieren zwar das Rednerpult, sie vertreten aber kaum je mehr als *ein bis zwei Prozent* der Aktienstimmen. Die über-wältigende Stimmenzahl liegt bei den Stellvertretern von *Grossaktionären* und – dies vor allem – beim *unabhängigen Stimmrechtsvertreter*, der seit dem Inkrafttreten der VegüV fast durchwegs die Stimmenmehrheit in der Hand hat, falls nicht – was in der Schweiz oft vorkommt – ein Ankeraktionär die Generalversammlung dominiert.³² Da-mit stehen die Resultate lange vor der Versammlung fest, die Diskussionen und Ab-stimmungen werden zur Farce.^{33, 34}

2. Basisdemokratische Entscheidungen

Einher mit der Vorstellung der Generalversammlung als physischem Ort der Willens-bildung geht die Gleichsetzung der Generalversammlung mit einer *Landsgemeinde*, in der alle die gleichen Rechte haben. Das trifft zwar für das Recht zur Meinungsäusse-

³¹ Art. 698 Abs. 1 OR.

³² Nach einer Untersuchung der SWIPRA (AGM Season 2016, [Fn. 10]) wurden bei den hundert grössten kotierten Gesellschaften im Durchschnitt 63 % der Stimmen durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter abgegeben (a.a.O., 7). In einem Einzelfall – der Generalversammlung der CS von 2014 – lagen über 99 % der Stimmen in der Hand des unabhängigen Stimmrechtsvertreter. – Nach der Ethos-Studie 2016 (Fn. 10) waren bei den SPI-Gesellschaften mit einem Ankeraktionär (der über mindestens ein Drittel der Stimmen verfügt) durchschnittlich 77 % aller Aktien in der Generalversammlung vertreten, 53 % im Saal und 24 % durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter. Bei Unternehmen ohne Ankeraktionär war die Präsenz 59 %. 42 % der Aktien wurden durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter vertreten, nur 17 % durch im Saal anwesende Aktionäre.

³³ Wollte man mit der Aktionärsdemokratie ernst machen, dann müsste man nach Wegen suchen, den Meinungs-austausch unter den Aktionären und den Kampf um Stimmen *vor* die Generalver-sammlung zu verlegen, etwa nach dem Vorbild des amerikanischen *Proxy Voting*.

³⁴ Grossaktionäre dürften sodann ihren Einfluss auf die Gesellschaft zunehmend informell – in Gesprächen mit dem Präsidenten des Verwaltungsrates und dem CEO – wahrnehmen, vgl. dazu etwa SWIPRA, Medienmitteilung vom 21. Juni 2016, 2.

nung zu, aber abgestimmt wird nicht nach Köpfen, sondern nach der Kapitalbeteiligung. Die einen reden, die andern entscheiden, die aktienrechtliche Demokratie ist eine *Kapitaldemokratie*, die von den Grossaktionären – bei den grosskapitalisierten Gesellschaften meist überwiegend Institutionelle – beherrscht wird.

3. In einer schweizerischen AG haben die Schweizerinnen und Schweizer das Sagen

Wo das Wort «schweizerisch» in der Firma steht, da ist ein Unternehmen auch schweizerisch beherrscht! Diese Vermutung könnte für die schweizerischen Publikumsgesellschaften verfehler nicht sein:

Eine Untersuchung der NZZ vom August 2015 führte zum überraschenden Ergebnis, dass ein überwältigender Anteil von 82,2 % der schweizerischen Börsenkapitalisierung in ausländischen Händen liegt:

«Nur noch 17,8 % des Schweizer Aktienmarktes sind in den Händen von heimischen institutionellen Investoren. Der grösste Anteil von Anlegern kommt mit 43 % aus den Vereinigten Staaten von Amerika. Danach folgen Investoren aus der Schweiz, Luxemburg (8,5 %), Grossbritannien (6,5 %), Norwegen (6 %), Kanada (2,2 %), sowie Schweden (2 %) und Deutschland (2 %).»³⁵

Mit Ausnahme der nicht so seltenen Publikumsgesellschaften, die noch durch die Gründerfamilien kontrolliert werden, sind daher die Schweizer Aktiengesellschaften ausländisch dominiert, wobei grosse Investoren aus den USA herausragen.³⁶

4. Die Höhe der Saläre an der Unternehmensspitze ist für die Aktionäre von zentraler Bedeutung

Es ist offensichtlich und durch den überwältigenden Sieg der Lex Minder an der Urne bestätigt: Die Höhe der Saläre an der Unternehmensspitze ist *gesellschaftspolitisch*

³⁵ NZZ vom 21. August 2015, 30 (analysiert wurden die 30 führenden Schweizer Unternehmen, deren Kapitalisierung 90% des Schweizer Aktienmarktes ausmacht). SWIPRA (AGM Season 2016 [Fn. 10]) vermutet, dass der Anteil Aktien, die von ausländischen Investoren gehalten werden, künftig noch weiter zunehmen wird (a.a.O., 8). – Auch die Aktivitäten der grossen Schweizer Konzerne spiegeln deren Internationalität: Ausser der Swisscom erwirtschaftet kein einziges Unternehmen des SMI die Mehrheit des Umsatzes in der Schweiz, NZZ vom 16. Oktober 2015, 31.

³⁶ So ist der US-Vermögensverwalter Blackrock in der Schweiz der bei weitem grösste Investor, mit Anteilen von zumeist 3–5 % bei den 20 grössten börsenkotierten Gesellschaften. Die Pensionskassen als bedeutendste Gruppe institutioneller Schweizer Anleger dürften in ihrer Gesamtheit das Investment dieses einzigen ausländischen Investors niemals erreichen.

eines der wichtigsten Themen der Wirtschaft. Aber hat sie die gleiche Bedeutung auch für die *Aktionäre*?

Dazu ist in Erinnerung zu rufen, dass ein Aktionär typischerweise in erster Linie *am Gewinn interessiert* ist. Exzessive Saläre sind für ihn dann ein Problem, wenn durch die Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Reingewinn erheblich geschmälert wird. In dieser Hinsicht ist aber die Höhe der Topsaläre zumindest bei den grösseren Publikumsgesellschaften kein grosses Thema: Bei den im SMI vertretenen Gesellschaften dürfte die Entschädigung von Topmanagement und Verwaltungsrat in «normalen» Jahren in aller Regel – gemessen am Reingewinn – weniger als 2 % betragen. So viel ist also zu bezahlen für die «Dienstleistungen» Strategieentwicklung, Organisation, Überwachung und Unternehmensführung.³⁷ Etwas anders sind die Verhältnisse bei kleineren kotierten Gesellschaften, bei denen der Anteil des Bruttoertrages, der an die Unternehmensspitze fliesst, oft bis zu 5 % beträgt und gelegentlich auch 10 % übersteigt.³⁸ Aber auch in diesen Fällen hätte eine Reduktion der Entschädigungen für Topmanagement und Verwaltungsrat – selbst wenn sie erheblich ausfallen würde – nur einen bescheidenen Einfluss auf den Gewinn pro Aktie.

Grossaktionäre dürften sich daher um die *Salärkosten* an der Unternehmensspitze wenig Gedanken machen³⁹, und sie werden nicht das Risiko eingehen, aufgrund von Salärrestriktionen auf Topshots – was immer sie dann bringen – verzichten zu müssen.

Wichtig ist dagegen aus Sicht rational agierender Aktionäre die *konkrete Ausgestaltung der Vergütungen*, das Verhältnis zwischen Fixum und variablen Lohnbestandteilen und die Ausgestaltung der letzteren.⁴⁰ Denn dadurch werden – so jedenfalls die Annahme – die richtigen oder auch falschen Anreize für die unternehmerische Tätigkeit gesetzt und damit der unternehmerische Erfolg beeinflusst. Für eine Mitbestimmung in dieser Hinsicht bietet aber die *Lex Minder* – zu Recht – keine Handhabe, die Kompetenz bleibt in der Hand des Verwaltungsrates.

³⁷ Bei Novartis, einer Gesellschaft, die wegen des übersetzten Salärs des CEO besonders in der Kritik stand, waren es gar nur 0,7 %.

³⁸ Vgl. die Aufstellung in NZZ am Sonntag vom 13. April 2008, 37.

³⁹ Bemerkenswert ist übrigens, dass es die Aktionäre schon vor der Einführung der *Lex Minder* in der Hand gehabt hätten, die Saläre der Mitglieder des Verwaltungsrates (als den von ihnen Beauftragten) zu bestimmen (PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 28 N 128). Gebrauch gemacht wurde davon – jedenfalls in Publikumsgesellschaften – nicht!

⁴⁰ Zur Aufteilung zwischen fixen und variablen Lohnbestandteilen bei den Salären von Verwaltungsratspräsidenten und CEOs vgl. HCM Report as of July 1st, 2016 (Fn. 10) 19, 21.

5. Bindend ist wirkungsvoller als konsultativ

Es entspricht dem *common sense*, dass eine bindende Entscheidung mehr Wirkung zeigt als eine lediglich konsultative Meinungsäusserung. Dieser Ansicht war offenbar auch das Schweizer Volk, als es die Initiative Minder mit grossem Mehr annahm und dadurch mittelbar den indirekten Gegenvorschlag – er hätte es den Gesellschaften erlaubt, für die Festlegung der Gesamtvergütung der Geschäftsleitung⁴¹ auch eine lediglich konsultative Abstimmung vorzusehen – bachab schickte.

Die Erfahrungen mit der Lex Minder aus den ersten zwei Jahren haben nun aber gezeigt, dass bei Gesellschaften, bei denen Vergütungsfragen umstritten sind, der Anteil an *Nein-Stimmen bei der Konsultativabstimmung* über den Vergütungsbericht jeweils deutlich *höher ist als bei den bindenden Abstimmungen* über die Gesamtvergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.⁴² «Die Aktionäre haben bei bindenden Abstimmungen tendenziell mehr Beisshemmungen» als bei konsultativen.⁴³ Der Grund liegt auf der Hand: Die institutionellen Aktionäre wollen das Risiko nicht eingehen, dass eine Geschäftsleitung wegen der Ablehnung der vorgeschlagenen Vergütung den Bettel hinwerfen könnte und das Unternehmen Knall auf Fall führungslos dastehen würde. Der Fingerzeig einer konsultativen Meinungsäusserung wird daher einem verbindlichen Veto vorgezogen.

Und ein solcher Fingerzeig ist – das zeigt die Erfahrung – keineswegs wirkungslos, sondern veranlasst den Verwaltungsrat regelmässig dazu, seine Salärpolitik für die Unternehmensspitze zu überdenken. Dabei braucht es keineswegs eine ablehnende Mehrheit – sie ist bisher praktisch nie zustande gekommen. Schon eine erhebliche Anzahl Nein-Stimmen gilt als Weckruf und veranlasst den Verwaltungsrat, über die Bücher zu gehen: Ein Zustimmungswert von weniger als 80 % gilt als schlecht,⁴⁴ ein Ja-Stimmenanteil von knapp 85 % zumindest als Denkmittel.⁴⁵

⁴¹ Nicht aber des Verwaltungsrates.

⁴² Vgl. Pressemitteilung SWIPRA vom 21. Juni 2016, 2: Die Ablehnung des Vergütungsberichts war mit 10,5 % (Median) mehr als doppelt so hoch wie die der Vergütungsanträge für die Geschäftsleitung mit 4,1 %. Ähnlich der HCM Report as of July 1st 2016 (Fn. 10): Differenz zwischen der Ablehnung im Rahmen von Konsultativabstimmungen einerseits und von bindenden Abstimmungen andererseits: 5,8 % (bindend betreffend Verwaltungsrat) bzw. 4,5 % (bindend betreffend Geschäftsleitung). Mit Bezug auf den Verwaltungsrat war in 25 % der Fälle die Zustimmung bei bindenden Abstimmungen über 10 % höher als bei konsultativen (a.a.O., 7). – Vgl. auch vorn Fn. 22.

⁴³ HANSUELI SCHÖCHLI in NZZ vom 16. Januar 2016, 42.

⁴⁴ So der Vergütungsberater STEPHAN HOSTETTLER gemäss FuW vom 16. Januar 2016.

⁴⁵ Vgl. Berichterstattung des TA zur Generalversammlung der UBS vom 11. Mai 2016, 9. Dass 2016 der Vergütungsbericht in 48 % der Generalversammlungen der SPI-Gesellschaften mit we-

6. Der Stimmzwang für Pensionskassen sichert repräsentativere Ergebnisse

Die VegüV verpflichtet die dem Freizügigkeitsgesetz unterstellten Vorsorgeeinrichtungen dazu, das Stimmrecht der von ihnen gehaltenen Aktien bei den im Rahmen der VegüV wesentlichen Abstimmungen auszuüben.⁴⁶ Diese *Stimmpflicht* ist im Sinne einer Belebung der Aktionärsdemokratie *gut gemeint*, könnte sich aber *kontraproduktiv* auswirken:

Pensionskassen erachten die aktive Ausübung der Aktionärsrechte nicht als ihre Kernaufgabe und oft als eine nutzlose Bürde.⁴⁷

Vor allem aber sind die kleineren und mittleren Einrichtungen gar nicht in der Lage, sich bei all ihren Aktieninvestitionen selbst eine Meinung zu den Generalversammlungstraktanden zu bilden. Sie verlassen sich daher mehr oder weniger blind auf die Empfehlungen von *Stimmrechtsberatern*.⁴⁸ Breiter abgestützt sind die Entscheidungen dadurch nicht, im Gegenteil.⁴⁹

Weitergehend sind vor allem kleinere Kassen dazu übergegangen, die *Stimmpflicht* gänzlich zu *vermeiden*, indem sie keine Direktanlagen in Aktien mehr tätigen, sondern *nur noch indirekt über Fondanteile investieren*.⁵⁰ Das war nicht im Sinne des Erfinders!

Markant ist dagegen das *Engagement der institutionellen Vermögensverwalter*.⁵¹ Diese sind zur Ausübung ihrer «*Voice*» dann faktisch gezwungen, wenn sie – was in letzter Zeit zugenommen hat – passiv in einen Index investieren, da ihnen dann die Alternati-

niger 90 % der Stimmen genehmigt wurde, soll nach Ethos von einer «signifikanten Ablehnungsquote» zeugen (Ethos-Studie 2016 [Fn. 10], 44).

⁴⁶ Art. 22 Abs. 1 VegüV.

⁴⁷ Nach einer Studie der SWIPRA (in Zusammenarbeit mit einem Forscherteam des Instituts für Banking und Finance der Universität Zürich), an welcher 58 Unternehmen aus dem Swiss Performance Index und 95 Pensionskassen sowie institutionelle Investoren teilgenommen haben, ordnet weniger als die Hälfte der Pensionskassen der Ausübung der Stimmrechte einen Mehrwert zu, und 38,7 % halten das Ausüben von Stimmrechten als unnötig; Studie 2015 zum Spannungsfeld von Marktdisziplin und Regulierung (Fn. 10), 2.

⁴⁸ Dazu hinten bei Ziff. V. 3. a.

⁴⁹ Nach einer Studie der NZZ vom 21. August 2015 (Fn. 35) ist die Zahl der Aktien in der Hand von Pensionskassen freilich im Vergleich zu denen, die bei Anlagegesellschaften liegen, äusserst klein.

⁵⁰ 2014 waren 54 % des in Schweizer Aktien investierten Vermögens der Schweizer Pensionskassen in kollektiven Anlagen angelegt, 2012 waren es dagegen nur 42 % (HANSUELI SCHÖCHLI in NZZ vom 22. Juni 2016, 25, gestützt auf die Pensionskassenstatistik des Bundes).

⁵¹ Nach der SWIPRA Studie 2015 zum Spannungsfeld Marktdisziplin und Regulierung (Fn. 10), 2, sehen 70,4 % von ihnen in der Stimmrechtsausübung einen Mehrwert; vgl. auch CLAUDIA GABRIEL, «Minder» greift, in NZZ vom 28. Mai 2016, 29.

ve eines «Exit» verschlossen ist.⁵² Die an sich erfreuliche⁵³ Zunahme langfristig engagierter aktiver Aktionäre verstärkt freilich auch den in Ziff. 3 erwähnten dominierenden Einfluss ausländischer Investoren in den Schweizer Publikumsgesellschaften.

Welches sind nun – abgesehen von den bereits in Ziff. II erwähnten – die bisherigen Auswirkungen der Initiative Minder? Es gibt sowohl positive (Ziff. IV) wie auch negative (Ziff. V) Aspekte zu vermelden:

IV. Begrüssenswerte Auswirkungen der Lex Minder

1. Bessere Qualität der Vergütungskonzepte

Vorstehend⁵⁴ wurde darauf hingewiesen, dass sich die Vergütungen innerhalb der verschiedenen Anspruchsgruppen an der Unternehmensspitze zwar verändert haben, sich jedoch daraus in den beiden letzten Jahren insgesamt ein Nullsummenspiel oder gar ein leichter Anstieg ergab. Insofern brachten die erhöhten Kompetenzen der Aktionäre nicht den erwünschten Erfolg als Waffe gegen die «Abzockerei».

Der Lex Minder oder – genauer – der durch sie geförderten intensiven Auseinandersetzung mit Vergütungsfragen ist es aber zu verdanken, dass sich die *Qualität der Vergütungskonzepte* stark verbessert hat. Ausreisser, wie sie vor einigen Jahren mit einer Entschädigung von CHF 70 Mio. für den CEO einer Grossbank vorkamen, dürften

⁵² Dazu etwa PETER FORSTMOSER, Exit oder Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren, in: FS Wiegand, Bern 2005, 785 ff.

⁵³ In der Regel wird man davon ausgehen dürfen, dass die Interessen der Verwalter grosser Indexfonds im Einklang mit denen der Publikumsaktionäre sind. Das muss aber nicht immer der Fall sein: Neuerdings wird vermehrt darauf hingewiesen, dass grosse Indexfonds oft in mehreren Unternehmen derselben Branche gleichzeitig investiert sind und dann allenfalls ihren Einfluss geltend machen, um Wettbewerb innerhalb dieser Branche auszuschalten. Vgl. JOACHIM VOTH, Indexfonds und Monopolbildung, in FuW vom 4. Juni 2016, 3: «In ganzen Industrien in den USA besitzen die Indexfonds mittlerweile so viele Aktien, dass sie «ihre» Unternehmen überreden können, doch weniger in den Wettbewerb zu treten», mit Beispielen aus der Luftfahrt- und der Finanzbranche. Das wirkt sich negativ für die Konsumenten aus (höhere Preise von Fluggesellschaften, welche dieselben Grossinvestoren haben und dieselben Routen bedienen, höhere Gebühren und tiefere Sparzinsen, wenn dominante Banken von denselben Grossinvestoren beherrscht sind). Es kann aber auch die Rendite eines einzelnen Unternehmens zum Schaden seiner Publikumsaktionäre negativ beeinflussen, wenn dieses in seinem Marktverhalten auf das Wohlergehen von Konkurrenten Rücksicht nehmen muss.

⁵⁴ Ziff. II. 2.

heute ausgeschlossen sein,⁵⁵ und insgesamt scheinen sich die Gesamtvergütungen von Managern mit vergleichbaren Aufgaben einander anzunähern.⁵⁶

Soweit ersichtlich wird heute durchwegs, eine *Obergrenze für variable Vergütungen* vorgesehen,⁵⁷ und oft wird diese auch nach aussen bekanntgegeben.⁵⁸ Für den Verwaltungsrat sind inzwischen feste Vergütungen *best practice*⁵⁹ und ist die Zuerkennung von Boni verpönt.

2. Erhöhte Transparenz

Mit Bezug auf die Rechenschaftsablage und Transparenz wurde ein wesentlicher Fortschritt durch die – in der Initiative Minder nicht vorgesehene, aber vom Bundesrat mit der VegüV eingeführte – Pflicht zu einem schriftlichen *Vergütungsbericht* erzielt.⁶⁰ Damit knüpft die VegüV an ein Instrument an, das von internationalen Investoren erwartet wird und das sich in der Schweiz in der Praxis bei einer Reihe von Gesellschaften bereits bewährt hat. Mit dem Vergütungsbericht wird auch – von der VegüV zwar nicht verlangt, inzwischen aber verbreitet – die Möglichkeit einer *konsultativen Abstimmung* zu diesem und so einer Meinungsäusserung zum Vergütungskonzept⁶¹ geschaffen.⁶²

⁵⁵ So SERGIO AIOLFI in NZZ vom 2. Oktober 2015, 11.

⁵⁶ So NATALIE GRATWOHL in NZZ vom 21. Oktober 2015, 36.

⁵⁷ Dass eine solche obere Begrenzung vergessen ging, war der Grund für einige absurd hohe Entschädigungen in der Vergangenheit.

⁵⁸ Ethos-Studie 2015 (Fn. 10), 28 und Fig. 32. Gemäss der Ethos-Studie 2016 (Fn. 10), 37, veröffentlichte 2015 mehr als die Hälfte der SPI-Gesellschaften eine Obergrenze. Eine solche ist schon deshalb erforderlich, weil die Vergütungen insgesamt die von der Generalversammlung vorgesehene Limite nicht überschreiten dürfen.

⁵⁹ S. vorn Ziff. II. 5. a.

⁶⁰ Wie erwähnt (Ziff. I a.E.) war dieser in der Initiative nicht vorgesehen. – Allgemein zur Verbesserung der Transparenzwerte in neuerer Zeit – und ihrer Stagnierung in den letzten zwei Jahren – Ethos-Studie 2016 (Fn. 10), 35.

⁶¹ Dies allerdings nur im Sinne einer generellen Annahme oder Ablehnung. Differenzierte Äusserungen sind bilateralen Gesprächen von grossen Investoren sowie Stimmrechts- und Entschädigungsberatern mit Geschäftsleitungen und Verwaltungsräten vorbehalten – eine subkutane Form der Einflussnahme, die aktienrechtlich nicht ganz problemlos, aber praktisch wirksam ist.

⁶² Dazu vorn Ziff. III. 5. Ein Vorbehalt ist insofern zu machen, als sich die Vergütungsberichte einzelner Gesellschaften zu äusserst umfangreichen und komplizierten Präsentationen entwickelt haben, die – wie übrigens auch einzelne Vergütungskonzepte selbst – für Nichtfachleute nur schwer verständlich sind.

3. Aktivere Aktionäre

Die rege Kommunikation und Diskussion rund um die Vergütungsfragen hat auch dazu geführt, dass die Aktionäre allgemein engagierter und interessierter geworden sind. Insofern hat die Lex Minder in der Tat einen *Beitrag zur Förderung der Aktionärsdemokratie* geleistet.

Ob darüber hinaus das Verständnis der Allgemeinheit für Wirtschaftsfragen gefördert wurde, mag angesichts der Personalisierung und Skandalisierung des Themas zumindest in einzelnen Medien offen bleiben.

V. Problematische Auswirkungen der Lex Minder

Die Einführung der Lex Minder hatte aber auch Auswirkungen, die – jedenfalls aus Sicht des Verfassers – problematisch sind:

1. Übergewicht der Auseinandersetzung mit Vergütungsfragen

a) Allgemein

Aus aktienrechtlicher und unternehmerischer Sicht ist – es wurde bereits darauf hingewiesen⁶³ – das Kernthema der Lex Minder von beschränkter Bedeutung: Es geht um die Entschädigung der Personen an der Spitze von Publikumsgesellschaften, einer Gruppe von jeweils etwa 10 bis 30 Personen. Die für diesen Kostenblock einzusetzenden Mittel und damit auch die Einsparmöglichkeiten sind im Vergleich zu anderen Ausgaben des Unternehmens in der Regel gering.

Aus der Sicht rational agierender Aktionäre müsste anderen Fragen ein mindestens gleiches oder grösseres Gewicht zukommen: dem Entschädigungskonzept als Ganzem und weit darüber hinaus der Entwicklung und Umsetzung einer erfolversprechenden *Strategie*. Die Fokussierung auf *ein* Thema geht zwangsläufig auf Kosten von anderen, sowohl im Verwaltungsrat wie auch in der Generalversammlung:

b) Verwaltungsrat

Im *Verwaltungsrat* ist diese Überbetonung eines einzelnen – im Hinblick auf die Kommunikation freilich besonders wichtigen – Aspekts der Vergütungsfragen hoffentlich zeitlich begrenzt: Nach der Ablösung der VegüV durch Gesetzesrecht sollte die Frage der Vergütungen an der Unternehmensspitze – sieht man von der Arbeit im Ver-

⁶³ Vom Ziff. III. 4.

gütungsausschuss ab – wieder zu einem von vielen Themen werden, mit denen sich die Verwaltungsratsmitglieder zu befassen haben.⁶⁴

c) Generalversammlung

In der Generalversammlung wirken sich die neuen Regeln vor allem durch eine *Zunahme der Formalitäten auf Kosten des Gehalts* aus: Hatten Generalversammlungen früher in der Regel etwa zehn bis zwölf Mal abzustimmen, tun sie es nun 25 Mal und mehr, weit überwiegend zu Anträgen, die gänzlich oder weitgehend unbestritten sind.⁶⁵ Bedauerlich ist dies deshalb, weil die dafür erforderliche Zeit oft dadurch eingespart wird, dass die Referate von Verwaltungsratspräsident und CEO gekürzt oder gar gestrichen werden. Dabei sind es gerade diese Präsentationen, die dafür sorgen, dass Generalversammlungen ohne umstrittene Traktanden nicht zur blossen Pflichtübung verkommen. Bei dieser Gewichtsverschiebung dürfte es auch in Zukunft bleiben.

Dass der Vergütungsfrage aus Sicht der professionellen Aktionäre ein zu hohes Gewicht eingeräumt wird, zeigt eindrücklich eine Studie zur GV-Saison 2015.⁶⁶

Lediglich 2,8 % der befragten institutionellen Investoren und Unternehmen erachteten die Abstimmungen zum Vergütungsbericht oder zu den Vergütungsbeträgen im Vergleich zu anderen Traktanden der Generalversammlung als die für die Wertschöpfung wichtigsten. In der Vorbereitung auf die Generalversammlung wurde aber von 45,5 % der befragten Unternehmen und Investoren die meiste Zeit für den Vergütungsbericht aufgewendet. 46,8 % der Befragten massen den Wahlen des Verwaltungsrates die grösste Bedeutung zu, doch musste für dieses Thema nur 20,2 % der Vorbereitungszeit aufgewendet werden.

Am Rande sei nochmals daran erinnert, dass die öffentliche Debatte um übersetzte Saläre nur *hinsichtlich der kotierten Aktiengesellschaften*, also von etwa 0,15 ‰ aller Unternehmen in dieser Rechtsform, geführt wird⁶⁷ und dass es auch bei ihnen vornehmlich um einige wenige Gesellschaften an der Spitze des SMI geht. Dabei geht

⁶⁴ Vgl. MONICA HEGGLIN in FuW vom 2. Juli 2016, 19, welche die Expertenmeinungen wie folgt referiert: «Der laufende Aufwand bleibe zwar beträchtlich, da sich die Prozesse zur Festlegung der Vergütung stark entwickelt haben [...]. Aber neuerdings bleibt wieder mehr Zeit für neue Themen.»

⁶⁵ Nach der Ethos-Studie 2016 (Fn. 10), 13, hat sich die Zahl der zu behandelnden Traktanden zwischen 2011 und 2016 verdoppelt. Eine Untersuchung von ALEXANDER F. WAGNER (Universität Zürich) zum Stimmverhalten an den Generalversammlungen 2014 von 40 der grössten Schweizer Unternehmen ergab, dass bei den geprüften Gesellschaften nur gerade bei sechs von fast 870 Traktanden die Anträge des Verwaltungsrates abgelehnt wurden (referiert von HANSUELI SCHÖCHLI in NZZ vom 14. Juni 2014).

⁶⁶ SWIPRA Studie 2015 zum Spannungsfeld Marktdisziplin und Regulierung (Fn. 10), 1.

⁶⁷ Das Salärproblem beschränkt sich nicht auf diese, die öffentliche Diskussion aber schon.

vergessen, dass bei der Mehrzahl der kotierten Gesellschaften die Differenz zwischen den tiefsten und den höchsten Salären durchwegs in der Spanne liegt, die auch von Sozialethikern als akzeptabel erachtet wird. Bei ihnen stellt sich nicht nur kein aktienrechtliches, sondern auch kein allgemeines gesellschaftspolitisches Problem.⁶⁸

2. Kompetenzverschiebung weg vom Schweizer Verwaltungsrat und hin zu ausländischen Grossinvestoren

Durch die Lex Minder sollte – im Sinne eines *Empowerment* der Aktionäre – eine Macht- und Kompetenzverschiebung weg vom Verwaltungsrat und hin zu den Aktionären erfolgen. Da aber – wie gezeigt – die grossen Schweizer Unternehmen (von der Gruppe der von einer Gründerfamilie dominierten Gesellschaften abgesehen) mehrheitlich von ausländischen Investoren beherrscht sind, bedeutet die neue Ordnung nicht etwa eine Aufwertung der Schweizer Aktionäre einschliesslich der Pensionskassen, sondern eine *Machtverschiebung hin zu angelsächsischen Grossinvestoren* wie etwa Blackrock und zu *amerikanischen Pensionskassen* wie Calpers, für die schweizerische Besonderheiten wenig zählen.

3. Machtzuwachs der Proxy Advisors und der Berater allgemein

Die Stimmpflicht für Vorsorgeeinrichtungen hat dazu geführt, dass diese – soweit sie nicht in indirekte Anlagen ausgewichen sind – mehrheitlich auf die Empfehlungen von Proxy Advisors⁶⁹ angewiesen sind. Deren Einfluss hat auch aus anderen Gründen mas-

⁶⁸ Eine Einschränkung der Spanne zwischen dem höchsten und dem tiefsten Salär wurde knapp neun Monate nach der Annahme der Initiative «gegen die Abzockerei» in der Abstimmung über die sog. 1:12-Initiative mit 65 % Nein-Stimmen ebenso massiv abgelehnt wie zuvor die Initiative Minder angenommen wurde.

⁶⁹ Zu diesen neuestens TANJA GUSTINETTI HENZ, Die Rolle und Rechtsstellung von Stimmrechtsberatungsunternehmen (Proxy Advisors) im schweizerischen Recht, Diss. Basel 2016 (= BStR, Reihe A 128), sodann etwa: URS BERTSCHINGER, Proxy Advisors – Fluch oder Segen in der Corporate Governance?, SZW 2015 506 ff.; PETER BÖCKLI, Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, SZW 2015 209 ff.; DIETER GERICKE/OLIVIER BAUM, Corporate Governance: Wer ist der Governor? Stimmrechtsberatung als Folge und Katalysator eines Paradigmawechsels, SZW 2014 345 ff.; KEVIN M. HUBACHER, Gewerbmässige Stimmrechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften, Diss. Luzern 2015 (= LBR 97), Zürich 2015; CHRISTIAN RIOULT, Regulierung von Stimmrechtsberatern, AJP 2014 1176 ff.; CHRISTOPHE VOLONTÉ/SIMON ZABY, Stimmrechtberatung, Eine kritische Betrachtung, ST 2013 499 ff.; ALEXANDER F. WAGNER, Generalversammlung und Stimmrechtsberater nach der Minder-Initiative, ST 2014 590 ff.; ALEXANDER F. WAGNER/CHRISTOPH WENK BERNASCONI, Aktionäre und Stimmrechtsberater im Jahr 1 nach der Minder-Initiative, ST 2014 1147 ff.; HERBERT WOHLMANN/ALEXANDRA J.B. GERBER, Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014 284 ff. – Eine gute Übersicht über den Markt und Einfluss der Stimmrechtsberater findet sich bei MARTIN LÜSCHER, Die Macht der Stimmrechtsberater, FuW vom 30. April 2016, 5.

siv zugenommen, und ein Branchenkenner vermutet, dass in Generalversammlungen von Schweizer Unternehmen mit einem breiten Aktionariat durchschnittlich *jede dritte Stimme von Stimmrechtsberatern beeinflusst* sein dürfte.^{70,71}

Auf die sich mit Bezug auf ihre Aktivitäten – sie sind keineswegs nur negativ einzustufen und im Hinblick auf die Stimmrechtsausübung durch institutionelle Investoren unerlässlich – stellenden Fragen kann hier nicht eingegangen werden. Zu kritischen Aspekten stichwortartig nur Folgendes:

- fehlende Legitimation durch Aktienbesitz und fehlendes finanzielles Engagement,
- fehlende interne demokratische Kontrolle bei den Stimmrechtsberatern selbst,
- regelbasiertes Vorgehen, «*box ticking*»,⁷²
- mangelndes Verständnis ausländischer Berater für schweizerische Besonderheiten.

Ebenfalls nur am Rande sei erwähnt, dass die Lex Minder zu einem massiv angestiegenen *Bedarf an weiteren Beratern* – insb. Juristen und Vergütungsberatern – und zu entsprechenden Kosten geführt hat.

VI. Ausblick

Diese Übersicht hat gezeigt, dass die Volksinitiative Minder zwar ihr Hauptziel – eine Reduktion der Topsaläre an der Spitze von Publikumsgesellschaften – nicht erreicht hat, dass sie aber das Spielfeld der Schweizer Publikumsgesellschaften massiv verändert hat. Die Einflüsse waren zum Teil erwartet worden, zum Teil überraschten sie. Teils sind sie erwünscht, teils unerwünscht oder zumindest problematisch.

Die nächste Etappe wird nun die Ablösung der VegüV durch Gesetzesrecht sein. Dazu aus Sicht des Verfassers Folgendes:

Während sich der Bundesrat als Verordnungsgeber an das im Verfassungstext Verlangte zu halten hatte, steht es dem Parlament frei, im Gesetzgebungsprozess zusätzliche

⁷⁰ DOMINIQUE BIEDERMANN, zitiert in FuW vom 30. April 2016, 5. Ähnlich HANSUELI SCHÖCHLI in NZZ vom 22. Juni 2016, 25, aufgrund einer Analyse der Generalversammlungen 2016: Beeinflussung von bis zu 30 % der Stimmen. Auch SWIPRA (AGM Season 2016 [Fn. 10]) spricht von einem Einfluss von «up to almost 30 % of the votes for certain agenda items» (a.a.O., 24).

⁷¹ Schweizerische Stimmrechtsberater sind insb. Ethos, zRating, actares und SWIPRA. Auch in der Schweiz einflussreich sind sodann internationale Proxy Advisors, in erster Linie ISS und in zweiter Glass Lewis.

⁷² Ein regelbasiertes Vorgehen ist üblich und wird mit der Voraussehbarkeit der Entscheidungen begründet. Eine Ausnahme ist SWIPRA, deren Empfehlungen auf individuellen, ökonomisch-empirisch basierten Gutachten (Beurteilung unter dem Aspekt einer langfristigen Wertsteigerung) beruhen.

Vorschriften aufzupacken. Davor ist zu warnen, und es ist zu empfehlen, die inzwischen in der Unternehmenspraxis erfolgreich umgesetzte *Regulierung der VegüV im Wesentlichen unverändert* in das künftige Gesetz zu übernehmen, dies aus mancherlei Gründen:

- Die Praxis konnte die neuen Vorschriften vernünftig umsetzen, die Lehre hat für offene Fragen Antworten gefunden.
- Ein Schildbürgerstreich wäre das noch im Vorentwurf des Bundesrats zur Aktienrechtsreform vorgesehene *Verbot prospektiver Abstimmungen*⁷³ und damit der von mehr als Zwei Dritteln aller Gesellschaften gewählten Form der Entscheidung über die Vergütungsbeträge gewesen. Im Entwurf zur Aktienrechtsreform soll auf diese unsinnige Einschränkung verzichtet werden.⁷⁴
- Die über den Verfassungstext hinausgehende Verpflichtung zu einem alljährlichen detaillierten *Vergütungsbericht* hat sich bewährt und sollte beibehalten werden. Die Bedeutung des Berichts könnte noch verstärkt werden, wenn die *konsultative Abstimmung* über den Bericht zur Pflicht gemacht würde. Die Möglichkeit für die Aktionäre, zum Vergütungskonzept Stellung zu nehmen, wäre so sichergestellt, und dies in einer Weise, die ausländischen Investoren geläufig ist und die inzwischen auch in der Schweiz zur *best practice* geworden sein dürfte.⁷⁵
- Tiefere Saläre an der Spitze von Publikumsgesellschaften werden durch das *Empowerment* der Aktionäre freilich auch künftig nicht gewährleistet sein. Aber das ist in Kauf zu nehmen, wenn man die Beteuerung, es gehe um eine Verstärkung der Aktionärsdemokratie, nicht zum Etikettenschwindel verkommen lassen will.

Man darf gespannt sein.

⁷³ Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom November 2014, Art. 735 Abs. 3 Ziff. 4.

⁷⁴ KARIN POGGIO/FLORIAN ZIHLER, Weiterer Meilenstein in der Aktienrechtsrevision, ST 2016 79 ff., 82.

⁷⁵ 2016 führten 59 % der hundert grössten kotierten Schweizer Gesellschaften eine Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht durch (HCM Report of July 1st, 2016 [Fn. 10], 5), Tendenz steigend.

Rolf H. Weber | Walter A. Stoffel | Jean-Luc Chenaux |
Rolf Sethe (Hrsg.)

Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts

Festschrift für Hans Caspar von der Crone
zum 60. Geburtstag

Schulthess § 2017