

Prof. Karl Hofstetter¹

Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014

Grundlagenbericht zur Revision

Impressum

Diese Publikation erscheint in Deutsch.

Gestaltung und Produktion: typo-vieli, Marketing Kommunikation Typografie, Erlen

Druck: DAZ Druckerei Albisrieden AG, Zürich

Herausgabe: September 2014; 2. Auflage, Dezember 2014

©economiesuisse 2014

1 Der Grundlagenbericht wurde von Prof. Karl Hofstetter im Auftrag des von economiesuisse koordinierten Arbeitsausschusses und in persönlicher Verantwortung verfasst. Er soll Schlaglichter auf die Hintergründe der Revision, deren wichtigste Themen sowie die Diskussionen im Rahmen der Erarbeitung und Verabschiedung des revidierten Swiss Code durch economiesuisse und andere Trägerorganisationen werfen. Der Autor dankt Prof. Alexander Wagner (Universität Zürich) für wertvolle Hinweise zur ökonomischen Literatur.

Inhaltsverzeichnis

1	Hintergrund	2
2	Revisionsthemen	2
3	Schutz der Aktionäre und anderer Anspruchsgruppen	3
3.1	«Shareholder value», «stakeholder interests» und Corporate Social Responsibility	3
3.2	Interessenschutz verschiedener Anspruchsgruppen	4
3.2.1	Markt und Marktversagen	4
3.2.2	Vertraglicher und gesetzlicher Interessenschutz	5
3.2.3	Unternehmensstrukturelle Schutzmechanismen	5
3.2.4	Moralisches und ethisches Ermessen der Unternehmensakteure	6
3.2.5	Langfristigkeit und Nachhaltigkeit in Unternehmen	7
3.3	Offenlegung und «Triple Bottom Line»-Ansatz	8
3.4	Folgerungen für die Revision des Swiss Code	9
4	Das Postulat «one share one vote»	10
4.1	Ausgangslage	10
4.2	Praktische und wissenschaftliche Erkenntnisse	10
4.3	Folgerungen für die Revision des Swiss Code	11
5	Stärkung des VR: Unabhängigkeit, Diversität und Frauenquote	11
5.1	Allgemeines	11
5.2	Spezialthema: Frauenvertretung in Verwaltungsräten	13
5.2.1	Politisches und regulatorisches Umfeld	13
5.2.2	Perspektive der schweizerischen Corporate Governance	14
5.2.3	Empirische Untersuchungen zum Einfluss weiblicher Verwaltungsräte auf die Performance der Unternehmen	15
5.2.4	Notwendigkeit regulatorischer Vorgaben für Unternehmen?	17
5.2.5	Folgerungen für die Revision des Swiss Code	18
6	Risikomanagement und Compliance	19
6.1	Allgemeines	19
6.2	Bedeutung der Compliance	19
6.3	Aufgabe der Compliance	19
6.4	Folgerungen für den Swiss Code	20
7	Vergütung von Verwaltungsrat und Konzernleitung	20
7.1	Allgemeines	20
7.2	Themen der Anpassung	21
7.2.1	VegüV	21
7.2.2	Rolle des Verwaltungsrats und des Vergütungsausschusses	22
7.2.3	Salärarchitektur	23
7.2.4	Transparenz und Vergütungsbericht	25
8	Der Grundsatz «comply or explain»	26
8.1	Die Situation unter dem Swiss Code 2002	26
8.2	Ausbau zu «comply or explain»	26
8.3	Spielraum bei der Anwendung von «comply or explain»	27
9	Andere Themen	29
10	Zukunft der Corporate Governance in der Schweiz	30

1 Hintergrund

Der Swiss Code of Best Practice ist seit über zehn Jahren in Kraft. Er wurde 2002 erlassen und 2007 durch Anhang 1 ergänzt. Die meisten Beobachter dürften die Ansicht teilen, dass er sich in dieser Zeit alles in allem bewährt hat. Eine Überarbeitung und Nachführung drängte sich aber aus folgenden Gründen auf:

- Die Aktivitäten des schweizerischen Soveräns bzw. Gesetzgebers haben das rechtliche Umfeld verändert und verlangen zwingend nach Anpassungen des Swiss Code.² Der politische Ruf nach weiteren Veränderungen im Corporate Governance-Bereich ist zudem unüberhörbar (Diskussion um Frauenquoten in Verwaltungsräten, Corporate Social Responsibility etc.).
- Die Aktivitäten institutioneller Investoren im In- und Ausland haben zu neuen Benchmarks und Fragestellungen geführt, mit der sich die Selbstregulierung befassen muss. Dabei geht es einerseits um Forderungen der Investoren für die Corporate Governance der Unternehmen. Es geht andererseits aber auch darum, die Rolle und interne Governance der institutionellen Investoren selbst zu thematisieren. Dies war der Hintergrund des Erlasses von «*Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*»³ durch economiesuisse und andere Träger im Jahre 2013.
- Die schweizerischen und internationalen Erfahrungen mit der Corporate Governance haben zu vielfältigen neuen Erkenntnissen geführt. Als Folge davon haben sich ihre Themenschwerpunkte seit der Jahrtausendwende teilweise verschoben. Nebst praktischen Erfahrungen liegt mittlerweile eine Vielzahl von Untersuchungen zu Fragen der Corporate Governance vor. Ein relativ neues Phänomen sind die empirischen Forschungen, welche die wissenschaftliche und zum Teil auch praktische Diskussion vor allem international zunehmend prägen.

2 Revisionsthemen

Die beschriebenen Entwicklungen in der schweizerischen und internationalen Corporate Governance haben eine Vielzahl von Fragen in den Vordergrund gerückt, die im Rahmen der Revision des Swiss Code thematisiert werden mussten.⁴ Dazu zählen stichwortartig folgende:

- Zielkataloge der Unternehmen, inkl. Fragen zum «shareholder value», zum Schutz der Interessen anderer Anspruchsgruppen («stakeholders») und zur Corporate Social Responsibility;
- Rechte und Pflichten der Aktionäre, inkl. Fragen zu «one share one vote», der Funktion institutioneller Investoren und der Rolle von «proxy advisors»;
- Kompetenzen, Abläufe und Verfahren rund um die Generalversammlung, inkl. Fragen zum Einsatz elektronischer Hilfsmittel;
- Zusammensetzung, Struktur und Effektivität des Verwaltungsrates, inkl. Unabhängigkeit, Diversität und Frauenquote;
- Risikomanagement und Compliance;

2 Z. B. Minder-Initiative, Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften («VegüV»), geplante Aktienrechtsrevision.

3 Abrufbar unter: [http://www.economiesuisse.ch/de/SiteAssets/PDF%20Download%20Files/Forms/EditForm/Richtlinien_integral_\(16012013\)_d.pdf](http://www.economiesuisse.ch/de/SiteAssets/PDF%20Download%20Files/Forms/EditForm/Richtlinien_integral_(16012013)_d.pdf).

4 Vgl. z.B. Peter Böckli, Corporate Governance: Erfolg und Versagen einer Leitidee, Der Schweizer Treuhänder, 2014, S. 352 f. (im Folgenden *Böckli [2014]*); David Frick, Corporate Governance Heute – Revision des Swiss Code of Best Practice, SJZ 108 (2012), S. 233 ff.; Christoph Bühler, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance: Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklungen, GesKR 4, 2011, S. 477 ff.

- Vergütung von Verwaltungsrat und Konzernleitung, inkl. Anpassung an neue rechtliche Rahmenbedingungen;
- Fragen zur Umsetzung des Swiss Code, inkl. Einführung des Prinzips «comply or explain».

Im Rahmen der Revision 2014 des Swiss Code of Best Practice wurden all diese und weitere Fragebereiche besprochen. Für einige der diskutierten Themen wurden Anpassungen des Code vorgenommen, für andere blieb es bewusst beim Status quo. Für die Themen, die dabei besonders im Fokus standen, möchte der vorliegende Bericht konzeptionelle und praktische Hintergründe dokumentieren. Auf diese Weise soll zusätzliches Licht auf wichtige Neuerungen geworfen und die Revision verständlicher gemacht werden.⁵

3 Schutz der Aktionäre und anderer Anspruchsgruppen

3.1 «Shareholder value», «stakeholder interests» und Corporate Social Responsibility

Die Diskussion um den Stellenwert des «shareholder value» und dessen Verhältnis zu den Interessen anderer Anspruchsgruppen («stakeholders») ist so alt wie die Corporate Governance selbst. Sie wurde bereits im Zusammenhang mit dem Erlass des Swiss Code im Jahre 2002 intensiv debattiert und im Sinne des langfristigen Aktionärsinteresses, d.h. des Ziels der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts, gelöst.⁶ An der grundsätzlichen Problematik des Ausgleichs von Aktionärs- und andern legitimen Interessen im Rahmen der Unternehmenstätigkeit hat sich seither wenig geändert. Das Thema ist in den letzten Jahren aber sowohl in der Unternehmenspraxis wie in der Politik und Wissenschaft immer wieder neu lanciert und aus unterschiedlichen Perspektiven beleuchtet worden.⁷ Standen in früheren Jahren Fragen um den adäquaten Einbezug von Arbeitnehmer-, Kunden- und generellen Öffentlichkeitsinteressen im Vordergrund, drehten sich die (internationalen) Diskussionen in letzter Zeit um spezifischere Themen wie Ökologie, Menschenrechte, Korruptionsbekämpfung oder Arbeitnehmerschutz in Drittweltländern. Im Nachgang zur Bankenkrise von 2008 stellte sich darüber hinaus die Frage, inwiefern ein Gegensatz zwischen Aktionärsinteressen und dem öffentlichen Interesse an der Stabilität systemrelevanter Finanzinstitute besteht.⁸

All diese Aspekte gehören in einem weiteren Sinn zum Fragenkomplex der Corporate Social Responsibility. Das Thema hat neuerdings auch auf dem schweizerischen politischen Parkett stark an Bedeutung zugenommen. Beispielhaft erwähnt seien die Kritiken von NGOs an den Geschäftspraktiken schweizerischer Rohstoffunternehmen im Ausland⁹ oder die auch in der Schweiz auf einiges Echo gestossenen Vorschläge des «Ruggie-Berichts»¹⁰ zur Rolle transnationaler Konzerne bei der Durchsetzung von Menschenrechten in Gastländern.¹¹ Parlamentarische Vorstösse führten dazu, dass sich auch der Bundesrat intensiv mit der Thematik auseinandersetzen hatte.¹²

5 Der Bericht stützt sich zwar bei verschiedenen Fragen auf wissenschaftliche Untersuchungen, strebt aber bewusst keine wissenschaftliche Vollständigkeit an. Er soll primär dem praktischen Verständnis dienen.

6 Karl Hofstetter, Corporate Governance in der Schweiz – Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe Corporate Governance, *economiesuisse* 2002, S. 7 (im Folgenden *Hofstetter [2002]*).

7 Vgl. für die Schweiz z.B. Peter Forstmoser, Profit – das Mass aller Dinge?, in *Individuum und Verband*, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2006, S. 55 ff. (im Folgenden *Forstmoser [2006]*); von der Crone et al., Stakeholder im Aktienrecht, ZSR 2003, S. 409 ff.; Watter/Spillmann, Corporate Social Responsibility Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften, *GesKR* 2006, S. 94 ff.

8 Vgl. Becht/Bolton/Röell, Why bank governance is different, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 27, 2011, S. 437 ff.

9 Vgl. z.B. NZZ vom 2.9.2014, S. 9: «Debatte um Rohstoffregulierung konkretisiert sich», sowie den «Grundlagenbericht Rohstoffe», Bericht der interdepartementalen Plattform Rohstoffe an den Bundesrat, 27.3.2013.

10 UN Human Rights Council, Report of the Special Representative of the Secretary-General on the issue of human rights and transnational corporations and other business enterprises, 21 March 2011.

11 Vgl. Postulat von Graffenried «Eine Ruggie-Strategie für die Schweiz» vom 13.6.2012.

12 Die Aussenpolitische Kommission des Nationalrates hat jüngst z.B. eine Motion gutgeheissen, die den Bundesrat verpflichten würde, einen Vorschlag zur Einführung einer Sorgfaltspflicht für Unternehmen im Zusammenhang mit Menschenrechten und Umwelt auszuarbeiten; vgl. <http://www.parlament.ch/d/mm/2014/Seiten/mm-apk-n-2014-09-02.aspx> sowie NZZ vom 3.9.2014, S. 12, «Menschenrechte bei Investitionen beachten».

Ob und gegebenenfalls wie diese Aktivitäten früher oder später zu gesetzgeberischem Handeln führen werden, ist derzeit noch offen.¹³

Die Debatten um die Ausrichtung und soziale Verantwortung von Unternehmen sind auch im Rahmen der Corporate Governance berechtigt. Sie sollten freilich den Blick nicht versperren für die grundsätzliche Tatsache, dass Unternehmen in einem marktwirtschaftlich verfassten Umfeld agieren. Dieses setzt auf das Gewinnstreben der Aktionäre als Motor des gesellschaftlichen Wohlstands und Fortschritts. Dessen Unterbindung würde das marktwirtschaftliche Gesamtsystem aus den Fugen heben. Dies kann keinesfalls das Anliegen der Corporate Governance sein. Was heisst das für den Einbezug der Interessen anderer Anspruchsgruppen bzw. «stakeholders»? Zur Beantwortung dieser Frage wird sinnvollerweise zwischen verschiedenen Mechanismen des Interessenschutzes unterschieden.

3.2 Interessenschutz verschiedener Anspruchsgruppen

3.2.1 Markt und Marktversagen

Das marktwirtschaftliche System, auf dessen Grundlagen die Corporate Governance aufbaut, unterstellt, dass die Anspruchsgruppen der Unternehmen (inkl. Aktionäre, Arbeitnehmer, Kunden, Gläubiger) ihre Eigeninteressen verfolgen und dabei ein gesellschaftliches Optimum ansteuern. Das System vertraut auf die berühmte, von Adam Smith beschworene «unsichtbare Hand»¹⁴: *«It is not from the benevolence of the butcher, the brewer or the baker that we can expect our dinner, but from their regard to their own interest.»* Vor diesem Hintergrund ist auch die ähnlich bekannte Sentenz Milton Friedmans verständlich, wonach die einzige Aufgabe der Unternehmen darin bestehe, ihre Gewinne zu maximieren.¹⁵ Selbst Friedman differenziert aber viel weitergehend, als man ihm in Diskussionen häufig unterstellt. Er betont insbesondere, dass es selbstverständlich sei, dass die Verfolgung der Gewinnziele eines Unternehmens nur im Rahmen der «Spielregeln» legitim sei, d.h. in einem Umfeld offenen und freien Wettbewerbs, ohne Tricks und Betrug.

Der bei Friedman erwähnte Vorbehalt deckt die Tatsache auf, dass das marktwirtschaftliche System auf Grundannahmen baut, die in der Praxis nicht immer gegeben sind. Reale Märkte können Systemimperfektionen (z.B. Externalitäten¹⁶) aufweisen, die sich mit privatautonomen Mitteln, insbesondere Verträgen, nicht korrigieren lassen («Marktversagen»). Ein solches Marktversagen kann auch im sogenannten «agency»-Problem gesehen werden, das im Zentrum der Corporate Governance-Diskussion steht.¹⁷ «Agency»-Probleme sind deshalb legitime Rechtfertigungen für regulatorische Eingriffe ins Unternehmensgeschehen. Die Krux des Problems liegt in der Schwierigkeit, klar zu erkennen und zu definieren, wann und wie dies zu geschehen hat. Eng damit zusammen hängt auch die Frage, welche Nebeneffekte regulatorische Eingriffe mit sich bringen und wo sie das marktwirtschaftliche System zu unterwandern drohen. Es ist unzweifelhaft, dass eine derartige Gefahr auch bei einer Überstrapazierung des Corporate Social Responsibility-Konzepts besteht. Sie wurde unter Verweis auf Adam Smith folgendermassen beschrieben: *«If the butcher signs up to the animal rights movement or the baker starts campaigning for healthy eating, the prospects for their businesses are not good.»*¹⁸

13 Der Bundesrat bereitet zurzeit einen Bericht zur «CSR-Bundesstrategie» vor, der voraussichtlich einen Aktionsplan für die Periode 2015–2019 enthalten wird. Mit seiner Verabschiedung und Publikation wird bis Ende 2014 gerechnet.

14 Adam Smith, *The Wealth of Nations*, 1776.

15 Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.

16 Eine klassische Externalität stellt z.B. die Umweltverschmutzung dar, falls private Marktakteure für sie keinen Preis zahlen müssen.

17 Als «agency»-Problem bezeichnet wird die Tatsache, dass in grossen Unternehmen typischerweise nicht die Aktionäre, d.h. die Eigentümer oder «Prinzipale», das Zepter führen, sondern «Agenten», d.h. Management und Verwaltungsrat. Dabei besteht die Gefahr, dass diese Agenten eigene Ziele verfolgen und diejenigen der Aktionäre vernachlässigen. Es ist deshalb eine zentrale Aufgabe der Corporate Governance, mittels adäquater gesetzlicher und/oder selbstregulatorischer Vorgaben sicherzustellen, dass die Interessendivergenzen zwischen Aktionären auf der einen und Verwaltungsrat sowie Management auf der andern Seite möglichst gering bleiben; vgl. zum Ganzen, Hofstetter (2002), a.a.O., S. 6 ff.

18 *Financial Times*, 20.4.2010, «Confusion clouds the shareholder value debate».

3.2.2 Vertraglicher und gesetzlicher Interessenschutz

Das primäre Schutzinstrument zugunsten wesentlicher Anspruchsgruppen, wie Arbeitnehmer, Kunden, Zulieferer oder Fremdkapitalgeber, ist der Vertrag. Soweit Funktionsdefizite im Verhandlungsprozess der Vertragspartner mit den Unternehmen verortet werden, besteht die Möglichkeit, zwingendes Vertragsrecht zur Anwendung zu bringen oder ein System von Kollektivverhandlungen einzurichten. Dies ist beispielsweise im Arbeitsrecht der Fall. Wo kein Vertragsrecht zur Verfügung steht, wie für den Schutz öffentlicher Güter oder ausservertraglicher Gläubigergruppen, stehen vielfältige Instrumente des öffentlichen Rechts oder des Haftpflichtrechts zur Verfügung. Beispiele sind das Produkthaftpflicht-, das Umweltschutz-, das Banken- oder das Anti-Korruptionsrecht. Alle diese Rechtsbereiche haben eines gemeinsam: Sie schützen Anspruchsgruppen direkt, ohne die Corporate Governance zu belasten. Diese kann sich dadurch auf ihre Primäraufgabe, den Aktionärsschutz, konzentrieren. Sie wird aber immerhin indirekt tangiert, indem im Prinzip jede Schutzgesetzgebung die Anforderungen an die Compliance erhöht. Letztere ist auch deshalb ein zentraler Baustein der Corporate Governance.¹⁹

Gesetze und Regulierungen, welche das Unternehmensverhalten über die Compliance steuern, sind der erstbeste Ansatz, um die Interessen von Anspruchsgruppen zu schützen, die sich im Markt und mittels Verträgen nicht adäquat durchzusetzen vermögen. Ob und wann dies der Fall ist, bleibt dem Gesetzgeber überlassen. Er entscheidet, wann und wo er dem Markt und den privatrechtlichen Verhandlungsprozessen vertraut bzw. wann und wo Marktdefizite eine Korrektur erfordern. Diese konzeptionelle Arbeitsteilung zwischen dem politischen Prozess und der Unternehmensführung hat den ungemeinen Vorteil, dass die Unternehmensakteure sich im Rahmen der Compliance voll auf die Verfolgung ihrer (langfristigen) Gewinnziele konzentrieren und daran gemessen werden können.

3.2.3 Unternehmensstrukturelle Schutzmechanismen

Einen Schritt weiter als der Schutz über die Compliance geht der in der Corporate Governance immer wieder diskutierte, in der Praxis aber eher seltene Schutz von «stakeholders» über unternehmensstrukturelle Massnahmen. Diese können freiwillig umgesetzt werden oder gesetzlich vorgeschrieben sein. Die in Deutschland praktizierte unternehmerische Mitbestimmung zum Schutz von Arbeitnehmerinteressen ist ein prominentes Beispiel dieser Art. Die Einsitznahme in die obersten Führungsorgane von Unternehmen ist im Prinzip auch für andere Anspruchsgruppen denkbar. Schweizerische Bankenvertreter waren in der Vergangenheit regelmässig in Verwaltungsräten anderer Unternehmen anzutreffen. Auch öffentliche Interessen lassen sich in Verwaltungsratsgremien einbringen. In der Schweiz ist dies traditionellerweise bei Kantonalbanken der Fall.

Die Zurückhaltung der Praxis (und der Politik) beim Einsatz unternehmensstruktureller Massnahmen zum Schutz von Anspruchsgruppen ist gerechtfertigt. Die Gefahr, dass ein Interessenkonflikt im Verwaltungsrat dazu führen könnte, dass das Unternehmen seinen wirtschaftlichen Kompass verliert, ist kaum von der Hand zu weisen. Die Erfahrungen mit öffentlichen Unternehmen im In- und Ausland, einschliesslich vergangener Rettungsaktionen für politisch dominierte Kantonalbanken, mögen ein Indiz dafür sein. Empirische Forschungen zu den Auswirkungen gesetzlich zwingender Mitbestimmungsrechte von Arbeitnehmern auf die Unternehmensperformance sind zwar nicht schlüssig, geben aber zumindest Anlass zur Skepsis.²⁰

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, im Verwaltungsrat spezifische Ausschüsse mit Aufgaben zu betrauen, welche «stakeholder»-Interessen schützen sollen. Das können Ausschüsse mit allgemeinen Aufgaben sein, beispielsweise das Corporate Governance Committee, das Strategy Committee oder das Audit Committee im Rahmen seiner Verantwortung für die Compliance. Eine weitere Mög-

¹⁹ Vgl. hinten 6.

²⁰ Dies schliesst nicht aus, dass in Aufsichtsgremien freiwillig eine Vertretung von Standpunkten anderer Anspruchsgruppen angestrebt wird. Das ist dann aber eine Frage der sinnvollen Diversität im Verwaltungsrat und gehört zum Entscheidungsmonopol der Generalversammlung; vgl. zum Ganzen, einschliesslich Hinweisen zu empirischen Forschungsergebnissen bezüglich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Mitbestimmung, Osterloh/Frey/Zeitoun, Voluntary Co-determination Produces Sustainable Competitive Advantage, in: Vercelli et al., Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The Contribution of Economic Theory and Related Disciplines, New York 2011, S. 332 ff.

lichkeit besteht darin, ein spezifisches «Corporate Responsibility Committee» oder ein «Sustainability Committee» einzurichten.²¹

3.2.4 Moralisches und ethisches Ermessen der Unternehmensakteure

Corporate Social Responsibility wird häufig nicht primär im Sinne von Compliance verstanden. Im Vordergrund stehen gemeinnützige Beiträge und Spenden oder die freiwillige Selbstbeschränkung der Unternehmensakteure. Von diesen wird erwartet, dass sie auf potenzielle Gewinne verzichten, die sich zuungunsten der legitimen Interessen von «stakeholders» auswirken könnten.²² Klassische Beispiele sind der Verzicht auf Entlassungen, die Bezahlung «fairer», über dem Marktniveau liegender Saläre, das Nicht-Ausnützen von Steuerschlupflöchern, die freiwillige Einhaltung von Umweltschutzstandards oder der Verzicht auf Geschäfte in Ländern, die sich der schwerwiegenden Verletzung von Menschenrechten schuldig gemacht haben. Unter welchen Titeln ist eine solche Selbstbeschränkung der Unternehmen zu begrüssen oder gar zu fordern und wo sind ihre Grenzen?

Es gibt aus Sicht der Corporate Governance im Grunde drei legitime Einfallstore für diese Art von Corporate Social Responsibility:

- Der Verzicht auf die aggressive Verfolgung (kurzfristiger) Gewinninteressen eines Unternehmens kann durchaus in dessen langfristigem Interesse sein, weil dies z.B. die unternehmerische Reputation im Markt, bei den Mitarbeitern oder in der Öffentlichkeit erhöht. Bis zu einem gewissen Grad hält sich deshalb jedes einigermaßen klug operierende Unternehmen an freiwillige Selbstbeschränkungen. Dazu gehören so banale Dinge wie die Einhaltung von Verträgen, selbst wenn es vielleicht kostengünstiger wäre, sie zu brechen. Die Einschätzung, wann beispielsweise das Ausnützen rechtlicher Spielräume den langfristigen Reputations- und Gewinninteressen des Unternehmens schadet, ist nicht immer einfach vorzunehmen. Dieselbe Schwierigkeit kann bestehen, wenn beurteilt werden muss, ob eine gemeinnützige Spende im langfristigen Interesse des Unternehmens und seiner Aktionäre erfolgt. Bei Spenden an wissenschaftliche oder kulturelle Projekte im dreistelligen Millionenbereich ist das selbst bei sehr grossen Unternehmen keine triviale Frage mehr.
- Der rechtliche Schutz der Interessen von Anspruchsgruppen kann je nach Regulierung zu massiven Transaktions- und Ungenauigkeitskosten führen. Letztere können z.B. stark überschüssig und unternehmerische Tätigkeiten unattraktiv werden lassen. Soweit solche Tätigkeiten dem Markt und der Moral überlassen würden, könnten die aufgrund der Regulierung verursachten betriebs- und volkswirtschaftlichen Kosten eingespart oder zumindest reduziert werden. Aus Unternehmenssicht kann es damit attraktiv und legitim sein, durch freiwillige Selbstbeschränkung den Gesetzgeber davon abzuhalten, in einem bestimmten Bereich (schlecht) zu regulieren.
- Der politische Gesetzgebungsprozess kann die Interessen von «stakeholders» vernachlässigen oder ganz ignorieren («Politikversagen»). Die Gefahr dürfte in Ländern mit dysfunktionalen Politsystemen besonders gross sein. Hier stellt sich dann die Frage der Substitution. Als Möglichkeiten bieten sich Regulierungen für international tätige Konzerne durch das Mutterland oder durch internationales Recht an. Internationales Recht hat den Nachteil der beschränkten Durchsetzbarkeit. Mutterlandrecht birgt die Gefahr, dass der Gesetzgeber die einheimischen Konzerne gegenüber ausländischen Unternehmen benachteiligt. Als Alternative bleibt dann nur noch die freiwillige ethische Selbstbeschränkung der Unternehmensakteure. International akzeptierte Standards (z.B. UN-Global Compact, OECD-Richtlinien für multinationale Konzerne, Ruggie-Prinzipien, PACI-Richtlinien, ISO 26000 etc.) können dabei als Orientierungshilfe dienen. Der globale Druck, sie einzuhalten, kann zudem Trittbrettfahrerverhalten einschränken.

²¹ Das US-Unternehmen Nike hat dies beispielsweise getan; vgl. Lynn Paine, Sustainability in the Boardroom – Lessons from Nike's playbook, Harvard Business Review, July-August 2014, S. 87 ff.

²² Vgl. z.B. Peter Wuffli, Liberale Ethik, Orientierungsversuch im Zeitalter der Globalisierung, Bern 2010, S. 117 ff.

Die selektive Einschränkung des Gewinnstrebens von Unternehmen – oder ihr Pendant: die Verwendung von Unternehmensressourcen für gemeinnützige Tätigkeiten – hat somit auch aus Sicht der Corporate Governance durchaus ihren Platz. Aber wer soll innerhalb der Unternehmensorganisation dafür zuständig sein: das Management, der Verwaltungsrat oder die Aktionäre? Zwei Dinge sind klar: Erstens haben alle drei Organe innerhalb ihrer Kompetenzen bzw. ihres «Business Judgment» ein gewisses Ermessen, freiwillig Corporate Social Responsibility zu praktizieren.²³ Zweitens hat keines der drei Organe unbeschränktes Ermessen dazu.²⁴ Das gilt selbst für die Generalversammlung, da das Gewinnstreben einer AG nicht kompromittiert werden darf, solange nicht alle Aktionäre zustimmen.²⁵ Wo die Grenzen im Einzelnen liegen, lässt sich nicht generell festlegen und hängt von der Situation im Einzelfall ab. Die GV (per Statuten) oder der Verwaltungsrat (im Organisationsreglement) könnten aber Kompetenzen zur Praktizierung von Corporate Social Responsibility festlegen.

3.2.5 Langfristigkeit und Nachhaltigkeit in Unternehmen

Die Frage der Langfristigkeit ist mit der Corporate Social Responsibility eng verknüpft. Das kommt auch im Begriff der Nachhaltigkeit deutlich zum Ausdruck, der die beiden Konzepte zur Verschmelzung bringt. Der klassische, generationenübergreifend denkende Unternehmer oder die Publikumsgesellschaft, die sich glaubwürdig der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts verpflichtet, beziehen die legitimen Interessen von Arbeitnehmern, Kunden, Gläubigern oder der Öffentlichkeit in eigenen Interesse in ihre Entscheidungsfindung mit ein. Würden sie diese vernachlässigen, könnte dies langfristig negative Folgen für die Reputation, die Attraktivität und damit auch die Geschäftschancen des Unternehmens haben. Das wäre kaum mit dem Aktionärsinteresse vereinbar. Es ist aus diesem Grund nicht erstaunlich, dass sich viele Unternehmen sehr bewusst und sichtbar zu Langfristigkeit, Nachhaltigkeit und «stakeholder»-Interessen bekennen.²⁶ Dabei wird das Unternehmensinteresse statt des Aktionärsinteresses in den Vordergrund gerückt.²⁷

Ist Langfristigkeit immer das richtige Ziel in der Corporate Governance? Die Antwort fällt sehr einfach aus: Es obliegt im Prinzip den Aktionären, dies zu entscheiden. Wo die Aktionäre keine explizite Fristigkeit vorgeben, wie dies in Publikumsgesellschaften typischerweise der Fall ist, darf davon ausgegangen werden, dass Langfristigkeit im wohlverstandenen Aktionärsinteresse liegt. Alles andere hätte die frühere oder spätere Liquidation des Unternehmens vor Augen. Bei Publikumsgesellschaften mit einem liquiden Aktienmarkt haben Aktionäre überdies die Möglichkeit, ihre Beteiligungen jederzeit zu veräussern. Es gibt deshalb für das Unternehmen keinen Grund, auf langfristige Investitionen zu verzichten, die einen positiven Nettobarwert aufweisen. Daran ändert nichts, dass viele langfristige Investitionen, etwa in die Ausbildung von Arbeitnehmern, in die Forschung und Entwicklung oder in die Reputation des Unternehmens, nur schwer quantifizierbar sind. Hier müssen dann einfach der unternehmerische Instinkt und das unternehmenspraktische Ermessen an die Stelle von Finanzmodellen treten.²⁸

Wenn mit der Verfolgung langfristiger Aktionärsinteressen quasi «zwei Fliegen auf einen Schlag» getroffen werden, d.h. der Schutz der Aktionäre und derjenige anderer Anspruchsgruppen, rückt die

23 Grundlegend zum Ermessen des Verwaltungsrates, Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, *New York University Law Review*, June 2005, S. 733 ff.

24 Vgl. auch Peter Müllert, *Soziale Verantwortung von Unternehmen im Gesellschaftsrecht*, AG 2009, S. 766 ff.

25 Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4 OR.

26 Besonders ausgeprägt tut dies z.B. Unilever; vgl. *The Economist*, August 9th, 2014, S. 51, «In search of the good business.» Vgl. auch den «shared value»-Ansatz von Nestlé, den Porter/Kramer, *Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, *Harvard Business Review*, December 2006, S. 78 ff., als beispielhaft darstellen.

27 Diese Philosophie geniesst auch die volle Rückendeckung des schweizerischen Aktienrechts; vgl. Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern 1996, S. 32.

28 Die Modellierbarkeit bzw. Quantifizierbarkeit der Chancen und Risiken von Unternehmensentscheidungen ist aus Corporate Governance-Sicht zwar erwünscht: «*What gets measured, gets managed*». In der Quantifizierung liegt aber stets auch eine Gefahr, weil dabei die Tendenz besteht, den messbaren, auf die Gegenwart zurückprojizierten Unternehmensgewinn zu verabsolutieren, ohne die heuristischen Limiten der Modellierung zu beachten. Das kann gerade im praktischen Unternehmensalltag auf falsche Fährten führen.

Frage ins Zentrum, wie Langfristigkeit in der Unternehmenspraxis gefördert und gesichert werden kann. Wenn man sich die massiven Kritiken²⁹ vor Augen führt, welche seit Jahren die notorische «Kurzfristigkeit» des Denkens in Publikumsgesellschaften geisseln, fragt sich, ob dies genügend geschieht. Die Kritiker nehmen dabei nicht nur die Manager und Verwaltungsräte ins Visier, sondern zunehmend auch die Aktionäre.³⁰ Deren durchschnittliche Haltefristen sind in den letzten Jahren immer weiter gesunken und liegen inzwischen bei ein paar Monaten. Der Kay-Report in Grossbritannien hat deshalb im Nachgang zur Finanzkrise von 2008 die Kurzfristigkeit als ein Hauptproblem der Corporate Governance bezeichnet.³¹ Die Finanzindustrie wird dabei besonders ins Visier genommen. Sie ist aufgrund der Problematik des «Too big to fail» tatsächlich in einer Sondersituation. Darüber hinaus lässt sich aber weder aus empirischen Daten noch aus praktischen Erfahrungen ein eindeutiges systematisches Kurzfristigkeitsproblem von Publikumsgesellschaften herauslesen.³²

Das bedeutet nicht, dass kurzfristiges Denken und Handeln in Unternehmen nie ein Problem darstellt. Der Druck zur Erfüllung ambitionierter Gewinnerwartungen im Zusammenhang mit Quartalsberichten, falsche Anreize für Manager oder das Fehlen langfristiger Ankeraktionäre in einem Unternehmen können durchaus dazu führen, dass langfristige, nachhaltig wirkende Massnahmen und Investitionen zugunsten kurzfristiger Gewinne vernachlässigt werden. Aber das Problem scheint nicht gewichtiger als andere Corporate Governance-Risiken auch, beispielsweise die mangelnde Effektivität von Verwaltungsräten, suboptimale Gewaltenteilungen, falsche Anreizsysteme, vernachlässigte Risikokontrollen oder eine ungenügende Compliance.³³ Im Übrigen kann auch die bloss vorgegebene Langfristigkeit ein Problem der Corporate Governance sein, wenn Unternehmensakteure eine mangelnde Performance damit erklären, dass man langfristig auf dem richtigen Weg sei.³⁴ Auch Langfristigkeit darf deshalb nicht zu einem Fetisch werden. Ansonsten besteht die Gefahr, dass das Unternehmen mittelfristig gar nicht mehr existiert.

Was lässt sich aus all dem für die Corporate Governance ableiten? Langfristigkeit und Nachhaltigkeit sind Zielgrössen, die es verdienen, als Leitsterne der Unternehmensführung zu gelten. Ihre Konkretisierung muss aber den Unternehmensorganen überlassen werden. Es ist deren Aufgabe zu entscheiden, wo die langfristigen Herausforderungen des Unternehmens liegen und wie es diese angehen will. Wo die Rechtsordnung dem langfristigen Eigeninteresse der Unternehmen nicht genügend vertraut, kann sie gesetzliche Rahmenbedingungen setzen, z.B. zum Umweltschutz, zur Produktesicherheit, zur fairen Besteuerung produktiver Leistungen oder zum Schutz von Sozial- bzw. Menschenrechten. Die Unternehmensorgane haben alsdann die Pflicht, für eine adäquate Compliance besorgt zu sein. Dazu wiederum kann die Corporate Governance Beiträge leisten, indem sie die sinnvolle Zuordnung von Verantwortungen konzipiert oder «Best Practices» bei der Umsetzung der Compliance definiert.

3.3 Offenlegung und «Triple Bottom Line»-Ansatz

Eine weitere Möglichkeit, der Idee der Corporate Social Responsibility Genüge zu tun, besteht für die Unternehmen darin, über ihre Tätigkeiten und Ausgaben, die nicht eindeutig dem Gewinnstreben zugeordnet werden können, transparent Bericht zu erstatten. Ein Beispiel ist der sogenannte «Triple Bottom Line»-Ansatz, bei dem nebst der gewinnorientierten Rechnungslegung in geeigneter Weise

29 Beispielhaft Dominic Barton, «Capitalism for the Long Term», der von der «Tyranny of Short-Termism» spricht, Harvard Business Review, March 2011, S. 85 ff., oder Gautam Mukunda, The Price of Wall Street's Power, Harvard Business Review, June 2014, S. 70 ff.

30 Vgl. Leo Strine, One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, The Business Lawyer, November 2010, Vol. 66, S. 1 ff.

31 The Kay Review of the UK Equity Markets and the Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012.

32 Vgl. z.B. Mark Roe, Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom, The Business Lawyer, August 2013, Vol. 68, S. 977 ff.

33 Vgl. Karl Hofstetter, Kurzfristigkeit. Ein zentrales Problem für die Corporate Governance?, Going Public Magazin, Special «Schweiz», Dezember 2012, S. 27 ff.

34 a.a.O., S. 29.

auch über die Sozial- und Umweltbilanz des Unternehmens Bericht erstattet wird.³⁵ Diese Art der Offenlegung ermöglicht es den Aktionären und anderen Anspruchsgruppen, die Anstrengungen von Management und Verwaltungsrat im Bereich der Corporate Social Responsibility zu beurteilen, sie zu einer Ausdehnung aufzufordern oder Grenzen zu ziehen. Ganz abgesehen davon kann die transparente Berichterstattung über Corporate Social Responsibility-Aktivitäten des Unternehmens auch dessen Reputation förderlich sein, getreu dem Grundsatz: «*Gutes tun und darüber reden.*»

3.4 Folgerungen für die Revision des Swiss Code

Langfristigkeit und Compliance sind die primären Standbeine einer richtig verstandenen Corporate Social Responsibility. Beide waren bereits wichtige Pfeiler des Swiss Code von 2002. Die Compliance wird im revidierten Code sogar noch stärker betont und konkretisiert.³⁶ Es stellt sich deshalb die Frage, ob es überhaupt notwendig war, zusätzliche Retuschen zur Corporate Social Responsibility vorzunehmen. Wenn neu der «*nachhaltige Unternehmenserfolg als Leitstern einer sinnvollen Corporate Social Responsibility*» erwähnt wird und der Verwaltungsrat in Ziff. 9 aufgefordert wird, sich vom «*Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung zu leiten*», sollte damit nochmals verstärkt hervorgehoben werden, dass die langfristigen Aktionärsinteressen mehr bedeuten als ein eng definierter und bloss kurzfristig ausgerichteter «*shareholder value*».³⁷

Die Betonung des Konzepts der Nachhaltigkeit bedeutet, dass Verwaltungsrat und Management im Rahmen des ihnen gewährten Business Judgment nebst den Aktionärsinteressen auch andere «*stakeholder*»-Interessen berücksichtigen und diesen vereinzelt eventuell gar Priorität einräumen können. Das darf im Prinzip aber nur geschehen, wenn zumindest plausibel dargetan werden kann, dass auch ein vernünftiger, langfristig orientierter Alleinaktionär so gehandelt hätte.³⁸ In diesem Rahmen hat dann auch eine auf breitem gesellschaftlichem Konsens beruhende ethisch motivierte Selbstbeschränkung des Unternehmens Platz, beispielsweise im Umgang mit Betriebsschliessungen oder Fragen der Menschenrechte in Ländern der Dritten Welt.³⁹

All diese Relativierungen werden freilich nie bedeuten können, dass Verwaltungsrat und Management sich gänzlich vom Aktionärsinteresse als Letztmassstab ihrer Tätigkeit verabschieden dürfen. Der Verwaltungsrat und indirekt auch das Management werden von den Aktionären eingesetzt und schulden letztlich diesen und nur diesen Rechenschaft über ihre Performance. Dabei wird immer das langfristige Aktionärsinteresse – repräsentiert und konkretisiert durch das nachhaltige Unternehmensinteresse – als Massstab im Zentrum stehen. Dessen Auslegung lässt aber Spielraum zu.

Wie sollen Unternehmen über die Nutzung dieses Spielraums Transparenz schaffen? Wenn der Swiss Code dazu keine Empfehlung abgibt, so gibt es dafür zwei Gründe. Erstens hält sich der Swiss Code bei Offenlegungsfragen generell zurück, weil diese im Rahmen der Selbstregulierung primär zur Domäne der SIX Corporate Governance-Richtlinie zählen. Zweitens ist fraglich, ob die Offenlegungspraktiken in diesem Bereich bereits so weit fortgeschritten sind, dass von eigentlichen «*Best Practices*» gesprochen werden kann. Das ändert nichts daran, dass es aus Sicht der Corporate Governance begrüssenswert ist, wenn Unternehmen über Aspekte der Nachhaltigkeit in geeigneter, ihren Aktivitäten entsprechender Form Transparenz schaffen.

35 Vgl. Forstmoser (2006), a.a.O., S. 60.

36 Vgl. hinten 6.

37 So z.B. auch Forstmoser (2006), a.a.O., S. 82.

38 Dabei kann vielleicht der von einem schweizerischen Unternehmer geäusserte Grundsatz «*Profit is not a goal, but a result*» hilfreich sein.

39 Vgl. dazu Peter Forstmoser, Schutz der Menschenrechte – eine Pflicht für Multinationale Unternehmen?, in Liber amicorum für Andreas Donatsch, Zürich 2012, S. 703 ff.

4 Das Postulat «one share one vote»

4.1 Ausgangslage

Das Thema «one share one vote» beschäftigte die Autoren und Trägerorganisationen des Swiss Code im Jahre 2002 sehr intensiv.⁴⁰ Diskutiert wurden Fragen rund um die Vinkulierung, die statutarischen Höchststimmklauseln, die Partizipationsscheine und die Stimmrechtsaktien. Im Ergebnis wurde konstatiert, dass der «*Markterfolg heterogener Kapitalstrukturen*» eine starke Vermutung dafür bewirke, «*dass die unterschiedliche Ausstattung von Kapitalinvestoren mit Stimmrechten effizient sein kann.*»⁴¹ Von einer Empfehlung im Swiss Code wurde deshalb bewusst abgesehen. Es stellt sich folglich die Frage, ob inzwischen praktische Entwicklungen eingetreten sind, welche diese Vermutung widerlegen, oder ob wissenschaftliche Erkenntnisse vorliegen, welche dafür sprechen könnten, den Grundsatz «one share one vote» in irgendeiner Weise im Swiss Code anzusprechen.

4.2 Praktische und wissenschaftliche Erkenntnisse

Im Jahre 2002 war die Diskussion in der EU rund um die Einführung eines gesetzlichen Grundsatzes «one share one vote» noch im Gange. Seither ist das Thema nach eingehenden juristischen und ökonomischen Studien ad acta gelegt worden.⁴² Die EU-Kommission kam zum Schluss, es gebe keine empirischen Beweise dafür, dass Ausnahmen zum Prinzip «one share one vote» die Aktionärsinteressen schädigten. Eine staatliche Durchsetzung des Grundsatzes würde andererseits signifikante Kosten zu Lasten von Emittenten und Kontrollaktionären mit sich führen, die so nicht gerechtfertigt seien.⁴³

Der Grundsatz wurde in der Zwischenzeit nicht nur politisch, sondern auch in der Wissenschaft und in der Kapitalmarktpraxis bis zu einem gewissen Grad entzaubert.⁴⁴ Dass er als Grundkonzept Sinn macht und dass gewichtige Marktkräfte, d.h. vor allem institutionelle Investoren, seine konsequente Umsetzung fordern, soll nicht bestritten werden.⁴⁵ Es bleibt aber dabei, dass «one share one vote» die dogmatische Verehrung, die der Grundsatz lange genoss, nicht verdient. Es gibt plausible konzeptionelle Gründe, weshalb er in vielen Fällen eingeschränkt wird. Einer dieser Gründe ist die Perpetuierung wirksamer Kontrollstrukturen, die im Hinblick auf das Wachstum und die weitere Entwicklung eines Unternehmens erhalten bleiben sollen.⁴⁶ Prominente Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit, bei denen der Grundsatz zwecks Erhalt einer bestehenden Kontrollmehrheit eingeschränkt wurde, sind Google oder Facebook. Der Kapitalmarktfähigkeit dieser Unternehmen taten die Einschränkungen keinen sichtbaren Abbruch. Das chinesische Internetunternehmen Alibaba hat sich sogar explizit gegen die Börse Hongkongs und zugunsten des amerikanischen Börsenplatzes entschieden, um Stimmrechtsprivilegien für seine Hauptaktionäre durchsetzen zu können. Hongkong überprüft vor diesem Hintergrund nun eine Liberalisierung seiner Kotierungsregeln.⁴⁷ Es ist im Übrigen nicht nachgewiesen, dass Unternehmen, die «one share one vote» ausser Kraft setzen, zwingend eine schlechtere Performance aufweisen.⁴⁸ Eine schweizerische Studie kommt sogar zum umgekehrten Schluss.⁴⁹ Zudem zeigen verschiedene empirische Untersuchungen, dass Kontrollaktionäre einen positiven Einfluss auf die langfristige Performance von Unternehmen haben können.⁵⁰

40 Hofstetter (2002), a.a.O., S. 24 ff.

41 a.a.O., S. 27.

42 Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee, Speech/07/592, Brussels, 3 October 2007.

43 Vgl. auch die Hinweise bei Daniel Daeniker, One share, one vote – Bedeutung der Debatte für die M&A Praxis, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Europa Institut Zürich, Band 137, Zürich 2013, S. 145 ff., und bezüglich der Entwicklung in der EU insbesondere S. 163 ff., 182.

44 a.a.O., passim.

45 a.a.O., S. 151.

46 Karl Hofstetter, One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for «Controlled Companies» North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Vol. 31, Spring 2006, S. 648 ff. (im Folgenden Hofstetter [2006]).

47 New York Times, 29. August 2014, «After Loss of Alibaba IPO, Hong Kong Weighs Changes to its Listing Rules».

48 Vgl. immerhin die Studie von ISS, Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review, October 2012, die gewisse negative Korrelationen aufzeigt.

49 Von der Crone/Reiser/Plaksen, Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse, SZW 2010, S. 93 ff.

50 Hofstetter (2006), a.a.O., S. 608 ff.

4.3 Folgerungen für die Revision des Swiss Code

Reinier Kraakman und seine Mitautoren halten in ihrer Monografie zur «Anatomy of Corporate Law» fest: «*There is no convincing theoretical or empirical support for a one share one vote rule*». ⁵¹ Auch die Marktpraxis lässt keinen eindeutigen Trend in Richtung des Grundsatzes erkennen. Zudem sind die politischen Initiativen, welche diesen Grundsatz vehement forderten, verflacht. Das gilt auch und gerade für die EU, welche lange Zeit am sichtbarsten auf seine Realisierung hinwirkte. Unter diesen Umständen fehlte es an einer überzeugenden Grundlage für die Aufnahme einer Empfehlung zu «one share one vote» in den revidierten Swiss Code of Best Practice.

Die im Swiss Code zum Ausdruck kommende Zurückhaltung ist auch deshalb am Platz, weil Einschränkungen bei der Gestaltung der Kapitalstrukturen von Unternehmen besonders grundlegend sind. Sie beschneiden die Autonomie der Aktionäre und je nach Ausgestaltung auch die Freiheit der Kapitalmärkte.

5 Stärkung des VR: Unabhängigkeit, Diversität und Frauenquote

5.1 Allgemeines

Der Verwaltungsrat ist das zentrale Gremium im Konzept der Corporate Governance. Er ist zwar nicht das höchste Organ – diese Ehre gebührt, wenn schon, der Generalversammlung als Letztentscheidungsinstanz für alle grundlegenden Fragen der AG. ⁵² Der Verwaltungsrat ist aber das potenziell wirksamste Überwachungsgremium des Managements in grossen Unternehmen. Die Corporate Governance hat sich deshalb seit je ganz besonders um die Definition der Aufgaben des VR, seine Zusammensetzung und seine Arbeitsweise bemüht. Das galt auch für den Swiss Code von 2002, der dem Verwaltungsrat 20 seiner 30 Empfehlungen widmete. An der Bedeutung des VR als Strategie- und Kontrollorgan hat sich seither wenig geändert. Die aufgrund der VegüV erfolgte Verschiebung von Kompetenzen vom VR hin zur GV betrifft einzig den Vergütungsbereich. Sie nimmt den Verwaltungsrat und dessen Vergütungsausschuss zudem nicht aus der Verantwortung, sondern betont diese durch die Androhung von Strafsanktionen sogar zusätzlich. ⁵³

Die Erfahrungen mit dem Swiss Code seit dessen Erlass im Jahre 2002 und Erkenntnisse der Corporate Governance während dieser Zeit gaben dazu Anlass, die Zusammensetzung des Verwaltungsrates erneut auf den Prüfstand zu heben. Daraus resultierten drei gewichtige Anpassungen des Code:

- *Unabhängige Mehrheit des Verwaltungsrates*: Die Wirksamkeit der «Checks and Balances» zwischen Verwaltungsrat und operativer Führung setzt deren sinnvolle Trennung voraus. Ziff. 12 des Code von 2002 empfahl deshalb, dass der Verwaltungsrat in der Regel mehrheitlich aus nicht-exekutiven Mitgliedern, d.h. aus Personen ohne operative Funktionen im Unternehmen, bestehen solle.

Ziff. 12 des revidierten Code erhöht vor dem Hintergrund der schweizerischen und internationalen Best Practices die Anforderungen. Er empfiehlt neu, dass eine Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrates zusätzlich die Unabhängigkeitsvoraussetzungen von Ziff. 14 erfüllt. Bisher galten die Regeln der Unabhängigkeit nur für einzelne Ausschüsse (alt Ziff. 22). Als unabhängig gelten weiterhin nicht-exekutive Mitglieder, welche der Geschäftsführung auch während der drei vorangegangenen Jahre nicht angehörten und keine bedeutenden Geschäftsbeziehungen zum Unternehmen haben.

Angesichts der Vielfalt der möglichen Abhängigkeiten, welche die Wirksamkeit von Verwaltungsräten beeinträchtigen können, wird speziell darauf hingewiesen, dass der VR weitere Kriterien der Unabhängigkeit in «*institutioneller, finanzieller und persönlicher Hinsicht*» festlegen könne. Es

51 Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, 2^d ed., Oxford/New York, 2009, S. 60.

52 Die sogenannte «Paritätstheorie» des schweizerischen Aktienrechts betont zwar die Balance zwischen VR und GV. Das sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die GV letztlich – und zu Recht – als oberstes Organ gilt; vgl. Peter Böckli, *Schweizer Aktienrecht*, 4. Aufl., S. 1336.

53 Art. 24 VegüV.

wurde aber bewusst davon abgesehen, die detaillierten und zum Teil sehr formell anmutenden Unabhängigkeitskriterien ausländischer Codes und Rechtsordnungen in den Swiss Code zu übernehmen.⁵⁴ Dazu zählt auch das Kriterium, dass Verwaltungsräte ab einer gewissen Amtszeit nicht mehr als unabhängig gelten sollen.⁵⁵ Dieses Kriterium ignoriert die Tatsache, dass gerade unabhängige Verwaltungsräte das Unternehmen und evtl. auch die Branche erst mit den Jahren profund kennen lernen und dadurch möglicherweise gar an faktischer Unabhängigkeit gewinnen.

Die pragmatische Zurückhaltung des Swiss Code bei seinen Empfehlungen zur Unabhängigkeit der Verwaltungsräte hat einen weiteren guten Grund in der Tatsache, dass unabhängige Verwaltungsräte, obwohl Symbolfiguren der modernen Corporate Governance,⁵⁶ typischerweise drei Schwächen aufweisen:

1. Sie sind über das Unternehmensgeschehen nur beschränkt informiert;
2. sie sind zwar Teilnehmer an den Sitzungen des VR und dessen Ausschüsse, darüber hinaus zeitlich aber nicht im Unternehmen engagiert; und
3. sie partizipieren typischerweise auch beteiligungsmässig und damit finanziell nur beschränkt am Unternehmenserfolg.

Diese Faktoren mögen erklären, weshalb empirische Forschungen kaum je positive Einflüsse unabhängiger Verwaltungsräte auf die Unternehmensperformance nachweisen konnten.⁵⁷ Verschiedene Studien rund um die Finanzkrise von 2008 zeigen für Banken mit «unabhängigeren» Verwaltungsräten sogar eher schlechtere Leistungsausweise.⁵⁸ Dadurch wird zumindest indiziert, dass es mit der Unabhängigkeit der Verwaltungsräte allein nicht getan ist. Verwaltungsräte müssen auch die entsprechende Erfahrung, das nötige unternehmensspezifische Wissen, das erforderliche zeitliche Engagement und eine Interessenlage mitbringen, die möglichst nahe beim langfristigen Aktionärsinteresse liegt. Es ist die Aufgabe der Verwaltungsräte und ihrer Nominationsausschüsse, sicherzustellen, dass Kandidaten, welche zur Zuwahl in den Verwaltungsrat vorgeschlagen werden, diese Voraussetzungen erfüllen. Dadurch besteht Aussicht, dass die formelle Unabhängigkeit auch faktisch wirkt.⁵⁹

- *Zusammensetzung der Ausschüsse:* Parallel zur stärkeren Betonung der Unabhängigkeit bei der Zusammensetzung des Gesamtverwaltungsrates wurden auch die Empfehlungen zur Zusammensetzung der VR-Ausschüsse angepasst. Der Code von 2002 empfahl, dass der Prüfungsausschuss aus nicht-exekutiven, vorzugsweise unabhängigen VR-Mitgliedern zusammengesetzt sein solle. Neu soll er aus nicht-exekutiven Mitgliedern bestehen, die zugleich unabhängig sind. Aufgrund der Wichtigkeit der Fachkompetenz in diesem Gremium wird zudem empfohlen, dass zumindest ein Mitglied des Ausschusses Finanzexperte ist (Ziff. 23).

Für den Nominationsausschuss bestanden bisher keine Empfehlungen des Code zur Zusammensetzung. Neu wird empfohlen, dass er sich mehrheitlich aus nicht-exekutiven VR-Mitgliedern zusammensetzt, welche zugleich unabhängig sind.

54 Vgl. für die USA z.B. Bruce F. Davis, *The Role of Independent Directors in Corporate Governance*, ABA Business Law Section, 2010, S. 205 ff.

55 Vgl. dazu Sec. B 1. 1 des UK Corporate Governance Code vom September 2012, der Erklärungen zur weiter bestehenden Unabhängigkeit verlangt, falls ein Verwaltungsratsmitglied bereits mehr als neun Jahre im Amt war; abrufbar unter: <http://www.slc.co.uk/media/78872/uk-corporate-governance-code-september-2012.pdf>.

56 Böckli (2014), a.a.O., S. 348, spricht nicht ohne Grund von der Gefahr der «Verabsolutierung der Figur des unabhängigen Verwaltungsrats».

57 Vgl. Jeffrey Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 95 *Stanford Law Review* (2007), S. 1465 ff.

58 Vgl. die Hinweise bei Becht/Bolton/Röell, a.a.O., S. 447 ff. Auch die in diesem Zusammenhang oft zitierte internationale Studie von Erkens/Hung/Matos, *Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide*, *Journal of Corporate Finance* 18, 2012, S. 389 ff., zeigt negative Korrelationen zwischen «Unabhängigkeit» der Verwaltungsräte und Aktienperformance. Dies wird aber primär damit erklärt, dass Banken mit unabhängigeren Verwaltungsräten während der Krise mehr Eigenkapital bildeten und damit einen «Vermögenstransfer» von den Aktionären zu den Gläubigern bewirkten.

59 Vgl. dazu Alexander Wagner, *Board Independence and Competence*, *Journal of Financial Intermediation* 20, 2011, S. 71 ff.

Für den Vergütungsausschuss hat sich die Wahlkompetenz aufgrund der VegüV auf die GV verschoben. Der Verwaltungsrat soll aber auch hier nur nicht-exekutive Mitglieder zur Wahl vorschlagen, die zugleich unabhängig sind (Ziff. 25).⁶⁰

- *Diversität im Verwaltungsrat*: Die Diversität ist nebst den persönlichen Kompetenzen (Fachkompetenz, Branchen- und Unternehmens-Know-how), der Unabhängigkeit, der zeitlichen Verfügbarkeit und der Identifikation mit dem langfristigen Aktionärs- und Unternehmensinteresse ein weiteres wichtiges Kriterium bei der Nomination von Verwaltungsräten. Sie wurde im neuen Code generell und bezüglich der Geschlechterdurchmischung ganz spezifisch betont (Ziff. 12).

5.2 Spezialthema: Frauenvertretung in Verwaltungsräten

5.2.1 Politisches und regulatorisches Umfeld

Die «Frauenvertretung in Verwaltungsräten» ist vor allem in Europa zu einem sehr prominenten politischen Thema geworden. Norwegen war das erste Land, welches im Jahre 2003 eine gesetzliche Geschlechterquote von 40% für alle börsenkotierten Gesellschaften einführte. Diese war bis ins Jahr 2008 umzusetzen. Inzwischen sind andere europäische Länder dem Vorbild Norwegens gefolgt und haben Quotenregelungen in der einen oder andern Form eingeführt.⁶¹ Auch in Deutschland wird ernsthaft über eine 30%-Frauenquote für Aufsichtsräte börsennotierter Gesellschaften debattiert.⁶² Weiterhin möglich, wenn nicht sogar wahrscheinlich, scheint zudem, dass die EU eine Richtlinie verabschieden wird, welche auf eine 40%ige Frauenquote in Verwaltungsräten zielt. Gemäss dem von Kommission und Parlament verabschiedeten Entwurf⁶³ sollen die Mitgliedstaaten verpflichtet werden, gesetzliche Vorschriften folgenden Inhalts einzuführen:

- Börsenkotierte Firmen sollen bei der Wahl neuer nicht-exekutiver Verwaltungsräte bis zur Erreichung einer 40%-Quote dem unterrepräsentierten Geschlecht bei gleicher Qualifikation den Vorzug geben. Unterlegene Kandidat(inn)en sollen das Recht haben, Einblick in die angewandten Auswahlkriterien zu erhalten.⁶⁴
- Die Firmen sollen sich individuell verpflichten, die 40%-Quote bis mindestens am 1. Januar 2020 zu erreichen (staatlich kontrollierte Firmen bis am 1. Januar 2018). Sie sollen jährlich Rechenschaft ablegen müssen über die Erreichung bzw. Nichterreichung der gesetzten Quotenziele.
- Die Nichterfüllung der den börsenkotierten Unternehmen auferlegten Pflichten soll zu Sanktionen, inkl. Bussen und der Nichtigkeit oder Anfechtbarkeit von Verwaltungsratswahlen führen.⁶⁵

Der Entwurf ist im EU-Ministerrat allerdings umstritten. Verschiedene Mitgliedsländer sprachen sich offenbar dafür aus, die Frage auf nationaler Ebene anzugehen.⁶⁶

In Australien und Finnland wurde das Thema selbstregulatorisch angegangen. Die australischen «Corporate Governance Principles and Recommendations» des «Australian Stock Exchange Corporate Governance Council» sehen vor, dass die Unternehmen:

60 Vgl. dazu hinten 7.

61 Vgl. die umfassende Studie des Credit Suisse Research Institute, Gender diversity and corporate performance, August 2012, S. 25; abrufbar unter: https://www.credit-suisse.com/newsletter/doc/gender_diversity.pdf.

Eine Übersicht findet sich auch in einer Studie der Firma Brugger und Partner AG z.Hd. des SECO: «Frauen in Verwaltungsräten: Situation in Schweizer Unternehmen und Lösungsansätze in Europa» vom 25.2.2014; abrufbar unter: <http://www.seco.admin.ch/themen/00385/02021/04612/?lang=de>.

62 Vgl. NZZ vom 19.11.2013: «Frauenquote in deutschen Aufsichtsräten».

63 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on improving gender balance among non-executive directors of companies listed on stock exchanges and related measures, Brussels, 14.11.2012 (COM [2012] 614 final).

64 Das Unternehmen soll die Beweislast dafür tragen, dass bei der Auswahl nicht diskriminiert wurde.

65 Das EU-Parlament wollte diese Sanktionen noch ausbauen; vgl. Press Release EU Commission vom 20.11.2013: «Cracking Europe's Glass Ceiling: European Parliament Backs Commission's Women on Board Proposal».

66 Progress Report Council of the European Union, Brussels, 4 June 2014, 9864/1/14 REV 1.

1. eine «diversity policy» erlassen und offenlegen;
2. ihre spezifischen «gender diversity objectives» deklarieren und über Fortschritte Bericht erstatten; sowie
3. Zahlen offenlegen über die Frauenquoten innerhalb der gesamten Belegschaft, auf Managementstufe und innerhalb des Verwaltungsrates.⁶⁷

Der finnische «Corporate Governance Code», welcher von der «Finnish Securities Market Association» herausgegeben wurde, sieht vor, dass Verwaltungsräte börsenkotierter Gesellschaften aus Mitgliedern beider Geschlechter zusammengesetzt sind. Wo dies nicht der Fall ist, muss das Unternehmen im Jahresbericht eine Erklärung abgeben. Der Code empfiehlt zudem explizit, dass das Geschlecht bei Neubesetzungen als ein Selektionskriterium gilt.⁶⁸

In der Schweiz ist das Thema «Diversität und Frauenquoten in Unternehmen» inzwischen ebenfalls zu einem handfesten Politikum geworden. Der Bundesrat legte am 6.11.2013 Vorgaben bei der Neubesetzung der obersten Leitungsorgane von 24 bundesnahen Betrieben fest, die seit diesem Jahr gelten. Betroffen sind z.B. die SBB und die Suva, jedoch nicht die börsenkotierte Swisscom. Nebst einer adäquaten Vertretung der Landessprachen ist für die obersten Leitungsorgane dieser Unternehmen eine Geschlechterquote von je mindestens 30% anzustreben.⁶⁹

Auch im Bundesparlament ist das Thema «Frauenquoten» seit einiger Zeit auf der Traktandenliste. Im September 2012 wurde eine parlamentarische Initiative eingereicht, welche für börsenkotierte Unternehmen eine bis ins Jahr 2017 umzusetzende Geschlechterquote von 40% fordert.⁷⁰ Unternehmen, welche diese Vorgabe nicht erfüllen, sollen dekotiert werden.

Angesichts des beträchtlichen politischen Schwungs, welcher sich vor allem in Europa rund um die Forderung nach stärkerer Vertretung der Frauen in Verwaltungsräten entwickelt hat, ist immerhin erwähnenswert, dass das Thema in den USA zwar engagiert diskutiert und wissenschaftlich vielfältig untersucht wird. Dabei wurden aber bisher weder die Einführung gesetzlicher Frauenquoten noch andere, in ähnlicher Richtung zielende regulatorische Eingriffe ernsthaft ins Auge gefasst.⁷¹

5.2.2 Perspektive der schweizerischen Corporate Governance

Es ist ein Faktum, dass die Frauen in den Verwaltungsräten schweizerischer Publikumsgesellschaften eine klare Minderheit darstellen. Gemäss einer Untersuchung im Jahr 2013 hatten bloss 41% der 229 börsenkotierten Unternehmen überhaupt eine Frau im Verwaltungsrat. Das ergab eine Frauenquote von rund 9%.⁷² Diese lag bei den 100 grössten Gesellschaften bei 12% (2014: 13%), bei den SMI-Unternehmen bei 14% (2014: 16%).⁷³

Die schweizerische Situation unterscheidet sich damit nicht grundlegend von derjenigen anderer europäischer Länder ohne gesetzliche Frauenquote. In der EU lag der durchschnittliche Anteil bei den grössten börsenkotierten Gesellschaften vor Kurzem bei etwas über 10%.⁷⁴ In den USA betrug die

67 Vgl. die Webpage der Anwaltskanzlei Paul Hastings: Breaking the Glass Ceiling: Women in the Board Room, Summary of Corporate Governance Codes; abrufbar unter: <http://www.paulhastings.com/mwg-internal/de5fs23hu73ds/progress?id=K8S56ZzWI2>.

68 Ebd.

69 Vgl. NZZ vom 7.11.2013, S. 11: «Doris Leuthard muss sich auf Frauensuche machen.»

70 12.469 – Parlamentarische Initiative Leutenegger Oberholzer «Verwaltungsräte der börsenkotierten Unternehmen. Gleichmässige Vertretung von Frauen und Männern. Änderung des Börsengesetzes».

71 Vgl. die Webpage der Kanzlei Paul Hastings, a.a.O.

72 Von diesen hatten 7% mehr als ein VR-Mandat; bei den Männern waren es 12%. 58% der Frauen waren jünger als 55 Jahre (gegenüber 28% der Männer); vgl. Get Diversity, Blickfang 3: Frauenquote – Sinn oder Unsinn?, 2013; abrufbar unter: <http://www.getdiversity.ch/index.php?page=126>.

73 Schilling Report 2014, Anhang Ziff. 6.2.1; abrufbar unter: <http://www.schillingreport.ch/upload/public/5/4173/schillingreport%20Anhang.pdf>.

74 In diesem Durchschnitt enthalten waren zudem auch Länder mit Quotenregelungen, z.B. Frankreich (18.3%). Für Deutschland betrug die Zahl 14.1%, für England 12.6%, für Österreich 11.3%, für Spanien 9.5%, für Italien 8.2%; Financial Times, 24.10.2012, S. 7.

Quote rund 14%.⁷⁵ Für die Länder Asiens wurden wesentlich tiefere Zahlen ausgewiesen, für Japan und Südkorea z.B. unter 2%.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, worin die Gründe für diese ungleiche Vertretung der Geschlechter liegen und weshalb es aus Sicht der Corporate Governance sinnvoll sein könnte, an diesem Zustand etwas zu ändern. Dabei sind zwei Motive deutlich auseinanderzuhalten: das gesellschaftspolitische Motiv der Frauenförderung und das wirtschaftspolitische Motiv der Stärkung der Unternehmen. Nur das zweite ist für die Corporate Governance unmittelbar relevant. Es gehört nicht zu ihren Aufgaben, gesellschaftspolitischen Postulaten zum Durchbruch zu verhelfen. Diese Rolle liegt beim Staat und der Zivilgesellschaft. Soweit sich aus deren Aktivitäten Auswirkungen auf die Unternehmen ergeben, ist das hinzunehmen. Aber es kann im marktwirtschaftlichen Verständnis nicht die Aufgabe der Unternehmen sein, Motor für die Umsetzung gesellschaftspolitischer Postulate zu spielen, es sei denn, diese dienen direkt auch der Stärkung der Unternehmen. Dann aber stellt sich sofort die Frage, weshalb die Unternehmen solche Postulate nicht von sich aus umsetzen.

Damit sind aus konzeptioneller Sicht drei entscheidende Fragen angestossen:

1. Ist es im Interesse der Stärkung der Unternehmen, wenn Verwaltungsräte eine höhere Frauenquote aufweisen?
2. Falls dem so ist, braucht es regulatorische Vorgaben, damit sich dieser wünschenswerte Zustand einpendelt, weil der Markt in diesem Punkt nicht funktioniert?
3. Wie sollten solche regulatorischen Vorgaben aussehen? Sollten sie gesetzlicher Art sein oder genügen selbstregulatorische Antriebe, beispielsweise Empfehlungen im Rahmen des Swiss Code of Best Practice?

5.2.3 Empirische Untersuchungen zum Einfluss weiblicher Verwaltungsräte auf die Performance der Unternehmen

Empirische Studien unterschiedlicher Provenienz versuchten in den letzten Jahren, die Einflüsse weiblicher Verwaltungsratsmitglieder auf die Leistungsfähigkeit der Unternehmen zu messen. Die Resultate lassen Raum für unterschiedliche Interpretationen.⁷⁶ Positive Korrelationen wurden beispielsweise in Studien von Catalyst und McKinsey dargetan. Gemäss Catalyst wiesen Fortune 500-Firmen mit mehr Frauen im Verwaltungsrat die durchschnittlich bessere Profitabilität aus.⁷⁷ Die McKinsey-Studie fand positive Korrelationen zwischen dem Frauenanteil in Verwaltungsräten und der operativen Marge sowie der Bewertung der Unternehmen.⁷⁸ Negative Resultate zeigte dagegen z.B. die viel beachtete Studie von Ahern/Dittmar zur Situation in Norwegen nach der Einführung der gesetzlichen Frauenquote von 40%. Die Autoren diagnostizierten nicht nur eine negative Börsenreaktion nach Ankündigung des Gesetzes, sondern auch schlechtere operative Leistungsdaten und Bewertungen in den folgenden Jahren. Sie erklärten dies unter anderem damit, dass die Frauenquote zu Verwaltungsratsgremien mit durchschnittlich jüngeren und weniger erfahrenen Mitgliedern führte.⁷⁹

Eine interessante Differenzierung ergab sich aufgrund einer weltweiten Studie des Credit Suisse Research Instituts von 2360 Unternehmen über eine sechsjährige Periode von 2005 bis 2011.⁸⁰ Die Studie zeigte auf, dass die Performance von Unternehmen mit weiblichen Verwaltungsratsmitgliedern während der fraglichen Zeitspanne derjenigen von Unternehmen ohne Frauenvertretung tendenziell

75 Etwas mehr, d.h. 17% der unabhängigen VR-Mitglieder, waren weiblich; im Jahre 2012 waren überdies 26% der neugewählten VR-Mitglieder Frauen; vgl. Larcker/Tyan, *Pioneering Women on Boards: Pathways of the First Female Directors*, Stanford Rock Center for Corporate Governance, Sept. 12, 2013, S. 1.

76 Vgl. Larcker/Tyan, a.a.O., S. 1 ff., sowie die Studie des Credit Suisse Research Institute, a.a.O.

77 Lois et al., *The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards*, Catalyst Inc. (2007).

78 McKinsey, *Women Matter: Gender diversity, a corporate performance driver*, 2007.

79 Ahern/Dittmar, *The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Female Board Representation*, *Quarterly Journal of Economics*, 2012, Vol. 127, S. 137–197.

80 Vgl. auch die neue Studie des Credit Suisse Research Institute, *The CS Gender 3000 : Women in Senior Management*; abrufbar unter: <https://www.credit-suisse.com/ch/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html>.

überlegen war.⁸¹ Die Überlegenheit war vor allem während der Finanzkrise von 2008, d.h. in einem negativen wirtschaftlichen Umfeld, signifikant. Die Resultate werden von der Studie dahingehend erklärt, dass Frauen eher konservativ investieren und risikoscheuer sind. Das kann sich in einem Umfeld wie der Finanzkrise auszahlen. Es bleibt aber offen, ob und inwiefern sich höhere Risikobereitschaft, wie sie bei Männern tendenziell stärker verbreitet scheint, in Boomjahren ausgleichend auszahlen kann.

Die Credit Suisse-Studie, aber auch andere Studien, betonen zu Recht, dass bei der Interpretation von Resultaten empirischer Forschungen Vorsicht geboten sei. Dabei gilt es insbesondere zu beachten, dass die jeweils herausgefilterten «Korrelationen» nicht ohne Weiteres mit «Kausalitäten» gleichgesetzt werden dürfen. «Ursache» und «Wirkung» könnten z.B. durchaus umgekehrt gekoppelt sein: Eine positive Korrelation zwischen einem höheren Frauenanteil und einer besseren Unternehmensperformance könnte z.B. darauf hindeuten, dass Gesellschaften, die ohnehin gut geführt sind, durch die Aufnahme von Frauen in ihren Verwaltungsrat den Märkten signalisieren möchten, dass ihre Corporate Governance auf einem hohen Stand ist und bleiben soll.⁸² Empirische Forschungen lassen deshalb selten eindeutige Schlussfolgerungen zu. Das ist auch im vorliegenden Kontext nicht anders. Die verfügbaren Daten lassen es aber zumindest nicht als unplausibel erscheinen, dass Unternehmen profitieren können, wenn sie Frauen in ihren Verwaltungsrat aufnehmen. Das könnte damit zu tun haben, dass auf diese Weise zusätzliche Diversität geschaffen wird. Dadurch können Denk- und Verhaltensmuster aufgebrochen werden, die sich über «groupthink»-Mechanismen reiner Männergruppen einschleichen können. Teamforschungen haben überdies aufgezeigt, dass Diversität zu höherer Anstrengung der Gruppenmitglieder führt.⁸³

Ganz abgesehen davon, besteht durch höhere Diversität die Chance, dass zusätzliche Standpunkte und zusätzliches Wissen in die Diskussionen einer Gruppe einfließen. Frauenvertretungen im Verwaltungsrat ermöglichen dadurch z.B., die Kundenpräferenzen von Frauen direkter und stärker in die Entscheidungsfindung einzubeziehen. Nebst unterschiedlichen Risikopräferenzen weisen Frauen tendenziell aber auch andere Gruppenverhaltensweisen auf als Männer. Machtstreben und Wettbewerb sind aufgrund wissenschaftlicher Studien bei Frauen weniger ausgeprägt als bei Männern.⁸⁴ Dadurch kann die Präsenz von Frauen in Verwaltungsräten durchaus zu mehr und besserer Kooperation beitragen.⁸⁵

Wie könnten andererseits negative Korrelationen zwischen der Vertretung von Frauen in Verwaltungsräten und der Performance erklärt werden? Diversität kann Gruppen bereichern und stärken, sie kann aber auch zu zusätzlichen Spannungspotenzialen führen.⁸⁶ Die Studie von Ahern/Dittmar zu Norwegen hat darüber hinaus aufgezeigt, dass ein forsches Vorgehen bei der Umsetzung von Frauenquoten mit der Tatsache konfrontiert wird, dass nur ein beschränkter Pool von Frauen mit langjähriger Unternehmenserfahrung zur Verfügung steht. Weil solche Erfahrungen zu Recht als gewichtiges Kriterium bei der Auswahl von Kandidatinnen und Kandidaten für den Verwaltungsrat gelten, könnte die Leistungsfähigkeit von Verwaltungsräten als Folge aggressiv forcierter Frauenquoten negativ tangiert werden.⁸⁷

Das Problem des beschränkten Frauenpools zeigt auf, dass Frauenförderung in Unternehmen nicht auf die Frage der Vertretung in Verwaltungsräten reduziert werden kann. Sie hat sich, vielleicht

81 Ein Vergleich des Return on Equity ergab z.B. 16% gegenüber 12%, a.a.O., S. 14.

82 Ebd., S. 17.

83 Ebd., S. 17, 20 ff.

84 Eingehend zum Ganzen Margit Osterloh, Homo Faber – Homo Oeconomicus, in: Jakoby/Liebig/Peitz/Schmid/Zinn (Hrsg.), Männer und Männlichkeiten. Disziplinäre Perspektiven, Zürich 2014.

85 Die Vorteile von Geschlechterdiversität für Verwaltungsratsgremien wurden auch in Interviews mit US-Verwaltungsräten und -rätinnen getestet. Das sich daraus ergebende Bild erlaubt freilich keine eindeutigen Schlussfolgerungen: 34% der Frauen und 57% der Männer erwähnten, dass Frauen neue Perspektiven und Gedanken in die Diskussion einbringen würden. 29% der Frauen und 3% der Männer erwähnten, dass Frauen eher gewillt seien, den Status quo in Frage zu stellen. 20% der Frauen und 3% der Männer erwähnten, Frauen seien kooperativer und integrativer als Männer. 8% der Frauen und 11% der Männer lobten die besseren sozialen Kompetenzen der Frauen und deren grössere Empathie; vgl. Harvard Business Review, June 2013, The Benefits of Diversity, S. 92 f.

86 Credit Suisse Research Institute, a.a.O., S. 18.

87 Eine aufschlussreiche neuere empirische Studie unterstreicht die zentrale Bedeutung von industrie- und unternehmensspezifischem Erfahrungswissen bei der Auswahl von Verwaltungsräten; vgl. von Meyerinck/Oesch/Schmid, Is Director Experience Valuable?, 2013; abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2051063.

sogar primär, auf die Vertretung innerhalb der verschiedenen Managementstufen zu konzentrieren. Eine McKinsey-Studie aus dem Jahr 2012 hat z.B. aufgezeigt, dass in 60 grossen amerikanischen Unternehmen die Eintrittsgeneration aus 53 %, die mittlere Managementstufe aus 27 % und die höhere Managementstufe noch aus 19 % Frauen besteht.⁸⁸ Die Gründe für diese Abnahme sind Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen und der laufenden gesellschaftspolitischen Diskussion.⁸⁹ Die diesbezüglichen Fragen gehören aber nicht zum Kernbereich der Corporate Governance, die sich auf Fragen der «Checks and Balances» auf oberster Unternehmensebene zu beschränken hat.

5.2.4 Notwendigkeit regulatorischer Vorgaben für Unternehmen?

Als legitimes Problem der Corporate Governance muss die Frage gelten, ob im heutigen Umfeld Hürden bestehen, welche verhindern, dass Frauen nicht in Verwaltungsräte gewählt werden, obwohl dies zur Stärkung der Unternehmen beitragen würde. Falls keine Hürden auszumachen sind, besteht aus Sicht der Corporate Governance keinerlei Grund, irgendwelche regulatorischen Vorgaben zu unterstützen. Können solche Hürden dagegen plausibel dargetan werden, ist die Frage eines regulatorischen Anstosses zur Förderung von Frauenvertretungen in Verwaltungsräten auch aus Sicht der Corporate Governance legitim.

Grundsätzlich ist zu konstatieren, dass der Vertretung von Frauen in schweizerischen Verwaltungsräten zumindest keine gesetzlichen oder regulatorischen Hürden im Weg stehen. Frauen können unter denselben Voraussetzungen in Verwaltungsräte gewählt werden wie Männer. In jüngerer Zeit ist offensichtlich, dass dies auch vermehrt geschieht. Von den neugewählten VR-Mitgliedern bei den 100 grössten Unternehmen in der Schweiz waren beispielsweise im Jahr 2013 23 % weiblich, im Jahr 2014 waren es 22 %.⁹⁰ Prima facie besteht somit der Eindruck, dass die Marktkräfte sich auch in diesem Punkt frei entfalten können. Dennoch stellt sich die Frage, ob nach wie vor soziale und/oder psychologische Hürden vorhanden sind, welche diesen Prozess zurückhalten.

In der Literatur wird die These vertreten, dass tatsächlich subtile Mechanismen am Werk seien, welche einer suboptimalen Vertretung von Frauen in Verwaltungsräten Vorschub leisteten. Margit Osterloh⁹¹ nennt als entscheidenden Punkt die Stereotypisierung und Selbststereotypisierung von Frauen. Frauen treten gemäss ihrer These am Markt nicht mit gleichen Spiessen auf, weil nicht nur Männer, sondern auch sie selbst sich als eine Spezies einschätzten, die (unter sonst gleichen Bedingungen) weniger robust, leistungs- und wettbewerbsfähig sei. Die Autorin tritt aus diesem Grund für «flexible Quoten» ein, um dazu beizutragen, solche Stereotypen abzubauen.⁹²

Auch die Studie der Credit Suisse verweist auf mögliche soziale und verhaltenspsychologische Hürden, welche einer vollumfänglichen Verwertung der Frauenpotenziale für Verwaltungsräte im Weg stehen können.⁹³ Nebst den als typisch bezeichneten Charakterzügen der Frauen (geringeres Selbstbewusstsein, geringere Ambitionen) werden auch informelle (Männer-)Netzwerke genannt, die Frauen potenziell benachteiligen.⁹⁴ Besonderes Augenmerk kommt aber auch hier den Stereotypen zu. Dabei wird insbe-

88 Harvard Business Review, September 2013, S. 87.

89 Credit Suisse Research Institute, a.a.O., S. 26 ff.; vgl. auch Ibarra/Ely/Kolb, Women Rising: The Unseen Barriers, Harvard Business Review, September 2013.

90 Schilling Report, a.a.O.

91 Osterloh, a.a.O.

92 Sie verweist dafür unter anderem auf Feldstudien in Indien, welche aufgezeigt haben, dass Frauen, die ursprünglich als für die Dorfpolitik ungeeignet erschienen, aufgrund von Quotenregelungen die Möglichkeit erhielten, selbst hartgesottene Männer erfolgreich vom Gegenteil zu überzeugen; vgl. Pande/Ford, Gender Quotas and Female Leadership: A Review, 2011; abrufbar unter: <http://www.hks.harvard.edu/fs/rpande/papers/Gender%20Quotas%20-%20April%202011.pdf>.

93 Credit Suisse Research Institute, a.a.O., S. 26 ff.

94 Vgl. in diesem Zusammenhang die Ergebnisse einer neueren Untersuchung von Groysberg/Bell. Sie basiert auf Interviews mit US-Verwaltungsräten. Auf die Frage, weshalb nicht mehr Frauen in Verwaltungsräten vertreten seien, erwähnten 33 % der befragten männlichen Verwaltungsräte die fehlenden sozialen Netzwerke. 28 % erwähnten den Mangel an Erfahrung und Unternehmens-Know-how. 22 % nannten bestehende Vorurteile und 14 % erwähnten, dass Frauen relativ mehr beweisen müssten als Männer, um professionell anerkannt zu werden. Harvard Business Review, June 2013, Gender and Board Dynamics, S. 94 f.

sondere auf eine Studie von Bohnet u.a. hingewiesen.⁹⁵ Diese zeigte aufgrund von Laborexperimenten auf, dass Frauen in Bewerbungsinterviews relativ zu Männern besser abschnitten, wenn die Interviews nicht individuell, sondern gemeinsam mit den männlichen Konkurrenten durchgeführt wurden.

5.2.5 Folgerungen für die Revision des Swiss Code

Welche Folgerungen können aus diesen Analysen für die schweizerische Corporate Governance und die Revision des Swiss Code gezogen werden? Die vermehrte Einsitznahme von Frauen in Verwaltungsräten ist grundsätzlich zu begrüßen. Aus der marktwirtschaftlich-liberal ansetzenden Perspektive der Corporate Governance fehlt aber eine überzeugende Rechtfertigung für regulatorisch festgelegte Quoten. Die Gründe und Theorien für Frauenquoten in Verwaltungsräten sind für einen derart weit gehenden Eingriff in die Gestaltungsautonomie der Unternehmen nicht stark genug.⁹⁶ Es gilt zudem zu beachten, dass Verwaltungsräte geschwächt werden könnten, falls in zu kurzer Zeit zu viele neue Mitglieder eines Geschlechts auf den Schild gehoben werden müssten.⁹⁷ Die empirischen Forschungsergebnisse zur Einführung der Frauenquote in Norwegen mögen als Indiz für diese Gefahr gesehen werden.⁹⁸

Es soll immerhin nicht unerwähnt bleiben, dass selbst namhafte norwegische Unternehmensvertreter der Frauenquote positive Aspekte abzugewinnen vermögen.⁹⁹ Genannt werden z.B. die damit verbundene Verjüngung der Verwaltungsräte, die Ausweitung des Kandidatenpools und der dadurch verbesserte durchschnittliche Bildungsgrad der Verwaltungsräte.¹⁰⁰ Beobachter stellen zudem fest, dass die Diskussionen im Zusammenhang mit der Frauenquote die in der Praxis angewandten Qualifikationskriterien für Verwaltungsratsmitglieder, aber auch andere Fragen rund um die Praktiken und die Effektivität der Verwaltungsräte, in fruchtbarer Weise auf den Prüfstand gebracht hätten.¹⁰¹

Die Argumente für die Einführung von Frauenquoten sind aus Sicht der Corporate Governance zwar nicht genügend stark. Für eine Empfehlung zur Förderung der Aufnahme von Frauen in Verwaltungsräte reichen sie aber allemal. Die entscheidende Anschlussfrage lautet deshalb: Wie? Genügt es, die Entscheidungsfindung den Aktionären und Verwaltungsräten zu überlassen oder rechtfertigt sich ein «nudging» (sanftes Schubsen) durch den Swiss Code of Best Practice?

Art.12 des revidierten Swiss Code reflektiert den Entscheid für Letzteres. Er empfiehlt explizit, dass dem Verwaltungsrat weibliche und männliche Mitglieder angehören sollen, verbunden mit der Verpflichtung zu «comply or explain». Er betont im gleichen Atemzug aber auch, dass Kandidaten beider Geschlechter die erforderlichen Fähigkeiten für eine eigenständige Willensbildung mitbringen müssen, welche ihnen den kritischen Gedankenaustausch mit der Geschäftsleitung ermöglicht. Der Code verzichtet zudem bewusst auf die Nennung von Zahlen.

Der Swiss Code hat sich damit für einen Weg entschieden, welcher der finnischen Lösung gleicht, einem Land, das mit rund 27% eine der höheren Quoten für Frauen in Verwaltungsräten aufweist.¹⁰² Auch die OECD empfahl der Schweiz in ihrem neuesten Länderbericht 2013 diese Lösung.¹⁰³

95 Bohnet/van Geen/Bazermann, When Performance Trumps Gender Bias: Joint Versus Separate Evaluation, 2012; abrufbar unter: http://scholar.harvard.edu/files/iris_bohnet/files/when_performance_trumps_gender_bias_final.pdf.

96 Es ist überhaupt fraglich, ob solche Quoten verfassungsrechtlich zulässig wären; vgl. dazu auch Papier/Heidebach, Die Einführung einer gesetzlichen Frauenquote für die Aufsichtsräte deutscher Unternehmen unter verfassungsrechtlichen Aspekten, ZGR 2011, S. 305 ff.

97 Würde beispielsweise eine 30%-Quote für alle börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz eingeführt, müssten gemäss Berechnungen rund 300 neue Verwaltungsrätinnen gesucht werden; vgl. Get Diversity, a.a.O.

98 Nebst den wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Unternehmen ist zudem zu berücksichtigen, dass Quotenregelungen im Namen kollektiver Gleichstellung immer auch auf Kosten anderer Gruppen oder Individuen gehen, die sich gerade dadurch zurückgestellt und diskriminiert sehen. Im Falle von Zwangsquoten für Frauen wären dies z.B. besser qualifizierte Männer.

99 Financial Times, 24.10.2012, S. 7: «Norway has a déjà-vu over female executive trauma».

100 So beispielsweise Svein Rennemo, Chairman von Statoil, dem grössten börsenkotierten Konzern Norwegens, anlässlich einer vom Autor dieses Berichts veranstalteten Lehrveranstaltung an der Harvard Law School im Herbstsemester 2013.

101 Rasmussen/Huse, Corporate Governance in Norway: women and employee-elected board members, in Mallin, Handbook on International Corporate Governance, 2^d ed., 2011, S. 144.

102 Vgl. Larcker/Tyan, a.a.O., S. 6.

103 Vgl. OECD Economic Survey of Switzerland 2013, S. 89 ff.; abrufbar unter: <http://www.oecd.org/eco/surveys/switzerland-2013.htm>; vgl. auch Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, PRESSEROHSTOFF (Auszüge aus dem OECD-Bericht, November 2013), S. 3 ff.; abrufbar unter: <http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/32798.pdf>.

6 Risikomanagement und Compliance

6.1 Allgemeines

Die Finanzkrise 2008, aber nicht nur sie, haben die zentrale Bedeutung des Risikomanagements in modernen, international tätigen Unternehmen deutlich vor Augen geführt. Der revidierte Code betont deshalb die Wichtigkeit eines unternehmensspezifischen Risikomanagements, das sowohl finanzielle wie operationelle und reputationsmässige Risiken adäquat überwacht und einzudämmen versucht. Dazu gehört auch ein internes Kontrollsystem, das den Besonderheiten des Unternehmens und branchenspezifischen Standards entspricht (Ziff. 20). Zusätzlich hervorgehoben wird zudem die Compliance (Ziff. 21).

6.2 Bedeutung der Compliance

Die Sicherstellung einer unternehmensadäquaten Compliance gehört zu den Aufgaben des Verwaltungsrats. Diese Organisationsverantwortung wurde bereits im Swiss Code von 2002 ausdrücklich erwähnt. Ihre Bedeutung ist in den letzten Jahren zusätzlich gewachsen. Das hängt auch damit zusammen, dass die Compliance-Risiken für Unternehmen weltweit massiv gestiegen sind. Bussen im dreistelligen Millionenbereich für Kartell- oder Bestechungsdelikte bzw. gar im Milliardenbereich für Delikte im Finanzsektor scheinen fast an der Tagesordnung.¹⁰⁴ Compliance ist der wirksamste Schutz zur Verhinderung solch massiver Schäden für die Unternehmen und deren Aktionäre. Sie ist auch ein entscheidendes Instrument zur Förderung einer auf Integrität bauenden Unternehmenskultur und damit ein zentraler Baustein der Corporate Social Responsibility.¹⁰⁵

6.3 Aufgabe der Compliance

In einem 1986 in der Harvard Business Review publizierten Artikel wurden aufgrund von Umfragen vier Gründe festgestellt, weshalb Mitarbeiter im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Gesetze missachteten: Sie glaubten erstens nicht, dass ihr Handeln illegal sei. Sie nahmen zweitens an, dass sie im Interesse des Unternehmens agierten. Sie gingen drittens davon aus, dass ihre Rechtsverletzungen ohnehin nicht aufgedeckt würden, und sie glaubten, viertens, dass sie selbst bei Entdeckung nicht sanktioniert würden. Dieser Rückblick in die Unternehmenskultur früherer Jahre zeigt auf, weshalb die Compliance zu einer derart zentralen Aufgabe in den Unternehmen geworden ist und werden musste. Sie setzt, richtig verstanden, direkt bei den vier Missverständnissen an, welche die damaligen Recherchen aufdeckten. Man kann diese Stossrichtung der Compliance unter dem Titel «*Educate, Examine, Enforce*» zusammenfassen (die drei «E»):

- *Educate*: Compliance hat sicherzustellen, dass Mitarbeiter sich der anwendbaren Gesetze sowie der geltenden Unternehmensnormen bewusst sind und deutlich verstehen, dass deren Missachtung das Unternehmensinteresse verletzt.
- *Examine*: Compliance beinhaltet eine wirksame unternehmensinterne Aufsicht, die mittels geeigneter Instrumente (inkl. Anreize für Whistleblower, Compliance Audits etc.) darauf hinwirkt, dass Rechts- und Normverletzungen aufgedeckt und verfolgt werden.
- *Enforce*: Compliance sichert ihre Glaubwürdigkeit dadurch, dass einmal entdeckte Rechts- oder Normverletzungen adäquat sanktioniert werden, sei dies mittels unternehmensinterner Sanktionen (inkl. Entlassungen und «claw backs»¹⁰⁶) oder gegebenenfalls auch dem Einschalten von Behörden und Gerichten.

Die operative Umsetzung der Compliance ist unternehmens- und branchenspezifisch. In regulierten Branchen, wie dem Finanzsektor, können ausserdem spezifische Vorgaben der Aufsichtsbehörden existieren.¹⁰⁷ Nicht jedes Unternehmen einer Branche ist zudem in denselben Marktsegmenten und in

¹⁰⁴ Vgl. z.B. The Economist, August 30th 2014: «Corporate Settlements in the United States, The Criminalisation of American Business».

¹⁰⁵ Vgl. vorne 3.2.

¹⁰⁶ Vgl. hinten Ziff. 7.2.3.

¹⁰⁷ Vgl. z.B. das FINMA-Rundschreiben 2008/24: Überwachung und interne Kontrolle Banken.

denselben Ländern tätig. Auch daraus ergeben sich verschiedene Risikoprofile. Es bestehen überdies Unterschiede in der Grösse und in der Komplexität der Unternehmen, die Einfluss auf die optimale Struktur von Compliance-Organisationen haben.

Die Einrichtung einer adäquaten Compliance bedingt in grossen Unternehmen deren Spezialisierung und Ausgliederung in eine Stabsorganisation. Das ändert aber nichts an der Tatsache, dass die praktische Umsetzung von Compliance immer auch eine Aufgabe der zuständigen Linienorganisation bleibt. Die Verantwortung für Integrität im Unternehmensalltag und die Sicherstellung der Einhaltung rechtlicher sowie interner Normen des Unternehmens kann und soll nie vollständig an Spezialisten delegiert werden. Sie muss über entsprechende Strukturen und Prozesse immer in die operative Verantwortung des Managements eingebettet sein.¹⁰⁸

6.4 Folgerungen für den Swiss Code

Die Wichtigkeit der Compliance als Teil der Corporate Governance wurde bereits im Swiss Code von 2002 deutlich betont. Auch die Aufgaben des Verwaltungsrats und des Audit Committee bei der Einrichtung und Umsetzung der Compliance wurden darin hervorgehoben. Zur operativen Umsetzung der Compliance, d.h. zu den als «Best Practice» geltenden Strukturen, Prozessen und Instrumenten, wurde aber kaum etwas festgehalten. Angesichts der branchen- und unternehmensspezifischen Unterschiede, die diesbezüglich zu berücksichtigen sind, wäre dies schwierig gewesen. Trotzdem stellte sich im Zusammenhang mit der Revision die Frage, ob nicht mindestens generelle Leitlinien für die Umsetzung der Compliance erlassen werden könnten.¹⁰⁹ Die von economiesuisse und SwissHoldings gleichzeitig mit dem revidierten Swiss Code publizierte Broschüre «Grundzüge eines wirksamen Compliance-Managements»¹¹⁰ erfüllt diese Funktion. Der revidierte Swiss Code verweist deshalb explizit auf dieses Dokument, welches «Compliance als Unternehmensprinzip» folgendermassen beschreibt:

«Die Schweizer Wirtschaft ist stark globalisiert und ihre Wertschöpfungsketten werden immer komplexer. Diese Entwicklung wird durch zunehmende staatliche Regulierung und Rechtsdurchsetzung überlagert. In diesem Umfeld ist integriertes unternehmerisches Handeln ein fundamentales Gebot sorgfältiger Unternehmensführung. Unternehmen müssen, wenn sie langfristig erfolgreich sein wollen, eine Kultur der Compliance pflegen. Der Begriff der «Compliance» umfasst regelmässig die Einhaltung von Rechtsvorschriften sowie interner Verhaltensrichtlinien (Codes of Conduct, Weisungen); heute ist darin typischerweise auch eine Selbstverpflichtung zur Integrität enthalten. Damit eine Compliance-Kultur in einem Unternehmen entsteht, müssen auf allen Ebenen verschiedene Massnahmen getroffen werden (Compliance Management System). Compliance ist dabei ganz wesentlich das Resultat guter Führung; umgekehrt sind Compliance-Verstösse oft das Ergebnis mangelhafter oder fehlender Führung. [...] Wirksames Compliance-Management ist deshalb unabdingbarer Bestandteil sorgfältiger Unternehmensführung. Durch gute Compliance und integriertes Verhalten leisten die Unternehmen einen Beitrag an ihre gesellschaftliche Verantwortung.»

7 Vergütung von Verwaltungsrat und Konzernleitung

7.1 Allgemeines

Der im Jahre 2007 verabschiedete Anhang 1 zum Swiss Code befasste sich in seinen Empfehlungen¹¹¹ detailliert mit den Corporate Governance-Aspekten der Entschädigung von Verwaltungsrat und Topmanagement in Publikumsgesellschaften. Diese lassen sich aufgrund des einschlägigen Grundlagenberichts in vier Kardinalprobleme aufteilen:

¹⁰⁸ Vgl. grundlegend dazu Ben Heineman, High Performance with High Integrity, Boston 2008.

¹⁰⁹ Vgl. z.B. das Kompendium der International Chamber of Commerce: The ICC Antitrust Compliance Toolkit, 2013.

¹¹⁰ Abrufbar unter: http://www.economiesuisse.ch/de/themen/reg/wirtschaftsstrafrecht/seiten/_detail.aspx?artID=web-news_compliance_20100412.

¹¹¹ Als Wegleitung wurden dem Anhang zusätzlich praktische Erläuterungen beigelegt, die von Prof. Peter Böckli verfasst wurden.

1. Das Kompetenzproblem;
2. das Bemessungsproblem;
3. das Transparenzproblem; und
4. das Aussenwirkungsproblem.¹¹²

Letzteres, d.h. das Problem der Auswirkungen der Managersaläre auf die politische Öffentlichkeit, hat mit der Corporate Governance im engeren Sinne eigentlich gar nichts zu tun. Diese hat sicherzustellen, dass die Entschädigungen von Verwaltungsrat und Topmanagement optimale Anreize für die Unternehmensführung setzen und nicht zu einer Übervorteilung der Aktionäre führen.¹¹³ Trotzdem hat gerade das Aussenwirkungsproblem die Managersalärdebatte in der Schweiz während der letzten Jahre dominiert. Dabei standen Fragen des gesellschaftspolitisch akzeptierten Masses, der Verhältnis-mässigkeit und der Gerechtigkeit im Vordergrund.¹¹⁴ Das Resultat waren die Annahme der Minder-Initiative und eine zumindest anfänglich hohe Unterstützung für die 1:12-Initiative.

Die Corporate Governance hat die politischen Rahmenbedingungen im Prinzip als gegeben zu akzeptieren. Für die Corporate Governance in der Schweiz bedeutet dies in der momentanen Situation insbesondere, dass die Minder-Initiative umzusetzen ist. Die diesbezügliche «Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften» (VegüV) ist seit 1. Januar 2014 in Kraft. Der Gesetzgeber wird im Rahmen der Aktienrechtsrevision die endgültige Umsetzung an die Hand nehmen. Innerhalb der gesetzlichen Schranken wird aber auch in Zukunft Spielraum für die Corporate Governance bestehen. Die Frage von «Best Practices» für den Bereich der Kompensation von Verwaltungsrat und Konzernleitung stellt sich deshalb weiterhin. Der entsprechend angepasste Anhang 1 zum Swiss Code behält dadurch seine Bedeutung.

7.2 Themen der Anpassung

7.2.1 VegüV

Die aufgrund der VegüV vorzunehmenden Anpassungen betrafen in erster Linie die Verschiebung von Kompetenzen vom Verwaltungsrat zur Generalversammlung, die Prozesse bei der Festlegung der Vergütungen und die Vergütungsstruktur. Den Unternehmen bleibt aber auch im neuen regulatorischen Umfeld einiger Spielraum, z.B. bei der Frage, ob die Vergütungsabstimmungen in der GV prospektiv oder retrospektiv durchzuführen seien.¹¹⁵ Es wäre im Prinzip denkbar gewesen, dass der Swiss Code dazu Empfehlungen abgibt.¹¹⁶ Auch bezüglich der neuen Restriktionen für bestimmte Vergütungsformen hätte der Swiss Code Empfehlungen abgeben können, z.B. zur Frage, wie Antrittsprämien oder Entschädigungen beim Austritt sinnvoll strukturiert werden können. Das hätte dann möglicherweise auch der Auslegung durch die Praxis geholfen. Es gibt aber gute Gründe dafür, zuerst die weiteren Entwicklungen in diesem Bereich abzuwarten. «Best Practices» sollten sich bis zu einem gewissen Grad in der Praxis bewährt haben und nicht einfach nur «Best Ideas» sein.

112 Karl Hofstetter, Fünf Jahre Swiss Code of Best Practice: Sonderbericht zur Frage der Entschädigung von Verwaltungsrat und Management in Publikumsgesellschaften, SwissHoldings/Bern 2007, S. 8 ff.

113 Im Rahmen der «Too Big To Fail»-Problematik, welche vor allem den Finanzsektor betrifft, kommt noch die Frage der Auswirkung der Managerentschädigungen auf das Risikoverhalten der betroffenen Unternehmen hinzu. Dieser Aspekt bildet die Grundlage für regulatorische Eingriffe der Aufsichtsbehörden in die Salärpolitik. Vgl. dazu das FINMA-Rundschreiben 2010/1, Vergütungssysteme: Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten.

114 Vgl. dazu Karl Hofstetter, A Theory of Justice for Management Compensation, in: Osterloh/Rost, Der Anstieg der Management-Vergütung: Markt oder Macht?, Die Unternehmung, Sonderband 1/2011, S. 25 ff. (im Folgenden Hofstetter [2011]).

115 Vgl. Art. 12, 18 Abs. 2 VegüV.

116 Es gibt z.B. ökonomische Überlegungen, die für die prospektive Abstimmung sprechen könnten; vgl. Alexander Wagner, Regulierung von Managervergütungen. Empirische Evidenz zu Wirkungen, Risiken und Nebenwirkungen, Der Schweizer Treuhänder, 2014/5, S. 422 (im Folgenden Wagner [2014]).

7.2.2 Rolle des Verwaltungsrats und des Vergütungsausschusses

Die VegüV regelt vor allem die Rolle der Generalversammlung neu. Die Vorbereitung der Generalversammlungsbeschlüsse und deren Umsetzung liegen aber nach wie vor beim Verwaltungsrat und seinem Vergütungsausschuss. Deren zentrale Rolle verdient auch unter dem neuen Kompetenzregime der VegüV betont zu werden. Verschiedene der bisherigen Empfehlungen in Anhang 1 des Swiss Code haben diesbezüglich wenig von ihrer Aktualität verloren. Andere wurden aufgrund des neuen Kompetenzregimes obsolet.

Bei der Neudefinition der Aufgaben des Verwaltungsrats und des Vergütungsausschusses können auch neuere Forschungsergebnisse mitberücksichtigt werden, soweit sie praktisch verwertbare Daten enthalten. Für die Schweiz hat z.B. eine neuere ökonomische Dissertation von Peter Barmettler interessante empirische Resultate hervorgebracht.¹¹⁷ Die Dissertation stellt eine signifikante Korrelation verschiedener Corporate Governance-Variablen und der Höhe von CEO-Entschädigungen fest.¹¹⁸ Negativ mit der Höhe der CEO-Entschädigung¹¹⁹ korrelieren demnach z. B. der Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs, die Zugehörigkeit des Hauptaktionärs zum Verwaltungsrat und die Unabhängigkeit des Verwaltungsrats. Positiv mit der Salärhöhe des CEO¹²⁰ korrelieren dagegen die Grösse des Verwaltungsrats, die Amtsdauer des CEO, die Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat und die Personalunion Verwaltungsratspräsidium/CEO.

Welche Folgerungen können aus einem solchen Befund für die Corporate Governance und den Swiss Code gezogen werden? Vorerst ist, wie bei empirischen Studien generell, darauf hinzuweisen, dass nachgewiesene Korrelationen nicht zwingend mit Kausalitäten gleichgesetzt werden können.¹²¹ Empirische Forschungsergebnisse sind deshalb immer mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren. Wenn man im vorliegenden Zusammenhang aber die Kausalitätsthese wagt, kann darin eine Bestätigung verschiedener wichtiger «Best Practices» zu Strukturen und Prozessen rund um die Festlegung der Vergütungen von Verwaltungsrat und Konzernleitung gesehen werden. Der Autor selbst sieht in seinen Resultaten unter anderem Indizien für die Bedeutung einer aktiven Einbindung von Hauptaktionären in die Corporate Governance, die Wichtigkeit einer hohen Kontrollintensität des Verwaltungsrats und die Notwendigkeit der Einschränkung des Einflusses der Geschäftsleitung auf den VR.¹²² Das ist konsistent mit verschiedenen Struktur- und Prozesselementen, die auch der revidierte Swiss Code und dessen Anhang 1 betonen. Dazu zählen folgende:

- *Zusammensetzung des Vergütungsausschusses:* Ziff. 32 von Anhang 1 empfiehlt, dass der Verwaltungsrat der Generalversammlung nicht-exekutive Mitglieder zur Wahl in den Vergütungsausschuss vorschlägt, die zugleich die Unabhängigkeitskriterien von Ziff. 14 des Code erfüllen. Wenn Aktionäre ihrerseits nicht-unabhängige Mitglieder zur Wahl vorschlagen, ist dieser Umstand der Generalversammlung bekannt zu machen. Ziff. 32 von Anhang 1 betont zudem die Möglichkeit, dass Mitglieder des Verwaltungsrats, die bedeutende Aktionäre sind oder solche vertreten, Mitglieder des Vergütungsausschusses sein können.
- *Auftrag des Vergütungsausschusses:* Die Dissertation von Barmettler zeigt, eher überraschend, eine signifikant positive Korrelation zwischen der Existenz eines Vergütungsausschusses und der Höhe der CEO-Entschädigung. Barmettler führt dies auf die in Vergütungsausschüssen üblicherweise verwendete Mechanik der Referenzgruppenentlohnung zurück.¹²³ Ganz abgesehen davon, dass aus Sicht der Corporate Governance höhere Saläre nicht zwingend schlechtere Saläre sind, wäre auch

117 Peter Barmettler, *Transparenz Schweizer Managementvergütungen. Eine empirische Untersuchung zum Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Entschädigung Schweizer Publikumsgesellschaften*, Zürich 2013.

118 Barmettler, a.a.O., S. 193 ff.

119 D.h. die Entschädigung reduzierend.

120 D.h. die Entschädigung erhöhend.

121 Vgl. zu dieser Unterscheidung die Erklärungen vorne 5.2.3.

122 Ebd., S. 199.

123 Darunter wird die Festlegung von Salären aufgrund von Vergleichen mit andern Unternehmen verstanden, die nach Meinung des Autors in Vergütungsausschüssen besonders verbreitet ist, a.a.O., S. 195.

denkbar, dass dieses Phänomen mit der weiter vorne diagnostizierten strukturellen Schwäche unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder zusammenhängt, welche die Vergütungsausschüsse (an sich zu Recht) dominieren.¹²⁴ Diese haben einen quasi-operativen Auftrag zu erfüllen, der darin besteht, die Saläre mit dem Management auszuhandeln. Typische Schwächen unabhängiger Verwaltungsräte, z.B. mangelhaftes Know-how, zu knappe Zeitressourcen oder eine ungenügende Interessenkongruenz mit den Aktionären, könnten dabei noch stärker ins Gewicht fallen als im Gesamtverwaltungsrat.¹²⁵

Dieser Befund unterstreicht die Wichtigkeit der fachlichen Kompetenz und des zeitlichen wie sachlichen Engagements des Vergütungsausschusses. Dieser muss in Salärfragen als echter Gegenpol des CEO und des operativen Managements auftreten.¹²⁶ Der Vergütungsausschuss muss dabei das anstreben, was Ziel jeder marktwirtschaftlichen Verhandlung ist: eine möglichst grosse Gegenleistung zu einem möglichst attraktiven Preis zu erhalten.¹²⁷ Dafür braucht es Informationen, Fachwissen, Zeit und persönliche Identifikation mit dem Aktionärsauftrag. Bei Bedarf sollten aus diesem Grund auch unabhängige externe Berater beigezogen werden können. Ziff. 33 von Anhang 1 des revidierten Code betont diese Punkte explizit.

7.2.3 Salärarchitektur

Die VegüV machte verschiedene Anpassungen von Anhang 1 im Bereich der Salärarchitektur erforderlich, z.B. die Überarbeitung der Bestimmungen zu Abgangsentschädigungen¹²⁸ oder den Hinweis auf die in den Statuten festzulegenden Grundsätze des Vergütungssystems.¹²⁹ Andere Empfehlungen des bisherigen Anhang 1 behielten ihre Gültigkeit und Aktualität. Darüber hinaus galt es, neue Erkenntnisse aus der schweizerischen und internationalen Corporate Governance-Diskussion aufzunehmen und zu verwerten. Besonders erwähnt seien folgende Themen:

- *«Pay for performance»*: Die den bisherigen Empfehlungen zugrunde liegende Philosophie, die bereits im Jahr 2007 die Wichtigkeit der langfristigen Anreizbildung und des Prinzips «pay for performance» betonte, bleibt auch im neuen Regime zentral (Ziff. 34 ff. Anhang 1).
- *Vergütung nicht-exekutiver VR-Mitglieder*: Die Vergütung nicht-exekutiver Mitglieder des Verwaltungsrats steht vor dem Dilemma, dass sie einerseits deren Unabhängigkeit nicht tangieren sollte, andererseits aber eine möglichst weit gehende Interessenkongruenz mit den Aktionären sicherstellen muss. Ziff. 35 in Anhang 1 des Swiss Code empfiehlt deshalb, dass die Vergütung dieser VR-Mitglieder in der Regel nur feste Elemente in Form von Geldzahlungen und Aktienzuteilungen enthalten solle.
- *Stock Ownership Plans*: Die Hochkonjunktur der Aktienoptionspläne scheint weltweit vorüber. Das ist nicht nur zu bedauern, wenn man die potenziellen Fehlanreize solcher Programme berücksichtigt.¹³⁰ Keineswegs vorüber sind dagegen «Stock Ownership Plans» an sich.¹³¹ Aktien-

124 Vgl. vorne 5.1.

125 Das könnte auch erklären, weshalb unabhängigere Gesamtverwaltungsräte in den Resultaten Barmettlers (scheinbar widersprüchlich) negativ mit der Höhe der CEO-Saläre korrelieren; a.a.O., S. 199.

126 Vgl. die Betonung dieses Aspekts (und die diesbezügliche Skepsis) bei Böckli (2014), S. 354 ff.

127 Die Äusserungen von Daniel Vasella im Zusammenhang mit seiner umstrittenen Abgangsentschädigung von ursprünglich über 70 Millionen Franken bei Novartis sind ein Indiz dafür, dass auch Manager den Auftrag des Vergütungsausschusses und des Verwaltungsrats so sehen: «Fundamentally, I don't believe you should curtail yourself (in a negotiation). The board [...] has the responsibility for whatever comes out.», Financial Times, 25.8.2013.

128 Art. 20 VegüV.

129 Art. 12 VegüV.

130 Vgl. z.B. Hall/Murphy, The Trouble with Stock Options, Journal of Economic Perspectives, 17, 2003, S. 49 ff.

131 Wagner (2014), a.a.O., S. 421, weist darauf hin, dass auch Aktien im Prinzip Optionen auf den Firmenwert (d.h. mit einem Strike Price von 0) seien. Er folgert daraus zu Recht, dass ihr Einsatz als Vergütungsinstrument «sorgfältiges Risikomanagement durch den Vergütungsausschuss bzw. den Verwaltungsrat» bedingt.

investitionen von Topmanagern und Verwaltungsräten in den von ihnen geführten Unternehmen sind im Prinzip zu begrüssen – falls sie sinnvoll gestaltet und langfristig ausgerichtet sind.¹³²

Was bedeutet Langfristigkeit im Zusammenhang mit Beteiligungsprogrammen? Traditionell werden «vesting periods» bzw. Verfügungssperren von drei bis fünf Jahren bereits als langfristig betrachtet. Der Swiss Code spricht in Anhang 1 offen von «mehreren Jahren». Das lädt dazu ein, die Langfristigkeit gegebenenfalls bewusst auszuweiten. Vorschläge sprechen von zwei bis vier Jahren nach Rücktritt aus einer Position¹³³ bzw. der Verpflichtung, zumindest einen Teil der Aktien bis zur Pensionierung zu halten.¹³⁴

Denkbar wäre auch, Topmanager noch stärker als bisher üblich zu verpflichten, einen grossen Teil ihres Vermögens in das Unternehmen zu stecken, evtl. sogar beim Amtsantritt. Damit würden diese näher an das Chancen- und Risikoprofil von Unternehmern herangeführt.¹³⁵ Deren Situation zeichnet sich gerade dadurch aus, dass sie mit dem Hauptteil ihres Vermögens in einem Unternehmen engagiert sind – und dies sehr langfristig. Erfolgreiche Unternehmerinvestoren vom Schlage eines Warren Buffet verkörpern diese fokussierte Philosophie mit ihrem eigenen Vermögen. Sie verpflichten aber auch ihre Topmanager, einen grossen Teil der eigenen privaten Investitionen in den von ihnen geführten Unternehmen zu halten.¹³⁶

- «Claw back»-Klauseln: Die Finanzkrise von 2008 hat beispielhaft vor Augen geführt, dass dem Zusammenhang zwischen variabler Vergütung und langfristiger Unternehmensperformance aus verschiedenen Gründen eine gewichtige Bedeutung zukommt.¹³⁷ Variable Vergütungen sollten deshalb entweder genügend lange aufgeschoben werden oder bei Eintritt bestimmter Bedingungen wieder zurückgefordert werden können. Art. 678 OR sieht die Möglichkeit einer Rückforderung zwar vor, hat in seiner bisherigen Fassung aber kaum praktische Bedeutung erlangt.¹³⁸ Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass vertragliche «claw back»-Klauseln vor allem im Finanzsektor zu einem Thema wurden, z.B. im Rundschreiben 2010/1 der FINMA.¹³⁹ Dessen Grundsatz 6 verlangt die «Zuteilung variabler Vergütungen anhand nachhaltiger Kriterien». Dazu gehört auch die Verwirkung variabler Vergütungen bei «schwerwiegenden Verstössen gegen interne oder externe Vorschriften». «Claw back»-Klauseln gehören im Prinzip auch ausserhalb des Finanzsektors zum vertraglichen Instrumentarium des Verwaltungsrats und seines Vergütungsausschusses. Ziff. 36 von Anhang 1 des Swiss Code weist darauf hin.

132 Empirische Daten stützen diese These mindestens teilweise; vgl. z.B. Morck/Shleifer/Vishny, Management Ownership and Market Valuation, Journal of Financial Economics, (20) 1988, S. 293 ff.; abrufbar unter: <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/mgt-own-mkt-val.pdf>; Baghat/Romano, Reforming Executive Compensation: Focusing and committing to the Long-Term, 2009; abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1336978.

Es gibt freilich auch Studien, die negative Korrelationen zwischen Aktienbeteiligungen des Managements und der Performance von Unternehmen aufzeigen, namentlich in der Finanzindustrie; vgl. z.B. Becht/Bolton/Röell, a.a.O., S. 453 ff. Die empirischen Daten unterstreichen die Wichtigkeit des auf die spezifische Unternehmenslage zugeschnittenen Designs von Stock Ownership Plans.

133 Baghat/Romano, a.a.O.; vgl. auch Kay Review, a.a.O., S. 13.

134 Karl Hofstetter, Corporate Governance statt 1:12, NZZ vom 31.10.2013, S. 20.

135 Ebd.

136 Vgl. z.B. das auf der Webpage von Berkshire Hathaway aufgeschaltete «Owner's Manual» von Warren Buffet; abrufbar unter: <http://www.berkshirehathaway.com/owners.html>. Dessen Philosophie kontrastiert bis zu einem gewissen Grad mit den Ergebnissen einer neueren Forschungsarbeit zu den bestehenden Stock Ownership Plans für CEOs in S & P 500-Gesellschaften, wo Anspruch und Wirklichkeit zum Teil stark auseinanderklaffen; vgl. Nitzan Shilon, CEO Stock Ownership Policies – Rhetoric and Reality, Indiana Law Journal (forthcoming); abrufbar unter: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/Prizes/2014-3.pdf.

137 Nebst dem Leistungsanreizaspekt sind z.B. auch der Risikoanreizaspekt und der Legitimationsaspekt leistungsgerechter Vergütungen zu beachten; vgl. Hofstetter (2011), a.a.O., S. 35 ff., und Becht/Bolton/Röell, a.a.O., S. 457 ff.

138 Im Fall UBS kam es zwar zu gewissen Rückzahlungen bzw. nachträglichen Verzichtserklärungen einzelner Topmanager. Die Grundlage hierfür wurde aber zumindest nach aussen nicht offengelegt.

139 «Claw-back»-Klauseln sind aber auch ausserhalb des schweizerischen Finanzsektors ein viel beachtetes Thema, z.B. in den USA (Dodd Frank Act) oder England (vgl. NZZ 14.03.2014, S. 14, «Nachträglicher Einzug von Banken-Boni in Britannien»).

- *Saläroberggrenzen («caps»)*: Die Diskussionen um Bonuszahlungen an einzelne Manager haben die Frage aufkommen lassen, ob es nicht angebracht wäre, variable Entschädigungen an Topkader vertraglich zu begrenzen.¹⁴⁰ Es wurde zwar keine explizite Empfehlung in Anhang 1 des Swiss Code aufgenommen. Die der Generalversammlung vorzulegenden Gesamtentschädigungssummen für Verwaltungsrat und Konzernleitung dürften absolute vertragliche Grenzen aber zumindest bei prospektiven Abstimmungen unausweichlich werden lassen.¹⁴¹ Absolute Begrenzungen sind freilich nicht mit relativen Begrenzungen von Boni im Verhältnis zu Fixentschädigungen zu verwechseln, wie sie in der EU für den Finanzsektor gelten.¹⁴² Solche Grenzen bergen die Gefahr, zu einer ökonomisch suboptimalen Gewichtsverschiebung auf die Fixgehälter zu führen.¹⁴³
- *Verhältniszahlen zwischen Top- und andern Salären («salary ratios»)*: Verhältniszahlen, wie sie die 1:12-Initiative vorschlug, könnten sich die Unternehmen im Prinzip auch selbst vorgeben. Aus Corporate Governance-Sicht sind sie freilich nicht zentral. Sie haben mehr mit der Balance innerhalb des Unternehmens und weniger mit der von der Corporate Governance angestrebten Kontrolle der obersten Unternehmensvertreter zu tun. Es könnte zwar argumentiert werden, ein sehr hohes Verhältnis zwischen der Entschädigung des CEO und dem Median innerhalb des Unternehmens sei ein Indiz für die Übervorteilung der Aktionäre durch die oberste Führungsstufe. Hohe Verhältniszahlen könnten ihren Grund aber ohne Weiteres auch in Faktoren haben, die aus Aktionärssicht legitim sind, beispielsweise grossen Differenzen in den Qualifikationsanforderungen für Topmanager und weite Teile der Belegschaft. Aus diesem Grunde sollte es einzelnen Unternehmen zwar unbenommen sein, sich solche Zahlen als Zielgrösse vorzugeben. Als Best Practice-Empfehlung drängen sich derartige Praktiken aber nicht auf.¹⁴⁴

7.2.4 Transparenz und Vergütungsbericht

- *Vergütungsbericht*: Der Vergütungsbericht ist das zentrale Instrument zur Verwirklichung der für den Vergütungsbereich angestrebten Transparenz. Sein Inhalt ergibt sich primär aus der VegüV, evtl. ergänzt durch Angaben gemäss der SIX Corporate Governance-Richtlinie und Ziff. 38 von Anhang 1 des Swiss Code. Dieser betont, dass aus dem Bericht hervorgehen müsse, weshalb in einem bestimmten Geschäftsjahr die Vergütungen gestiegen oder gesunken seien. Damit soll die Umsetzung des zentralen Prinzips «pay for performance» nachvollzogen werden können.¹⁴⁵
Ziff. 38 weist sodann darauf hin, dass aus dem Vergütungsbericht hervorgehen müsse, wie der Verwaltungsrat und der Vergütungsausschuss die im Voraus gefällten Beschlüsse der Generalversammlung im Geschäftsjahr umsetzten. Es kann sich in einer solchen Konstellation überdies empfehlen, den Vergütungsbericht konsultativ durch die GV genehmigen zu lassen. Die Aussicht, später nochmals über die Verwendung der prospektiv genehmigten Vergütungsbudgets abstimmen zu können, kann den Aktionären ihre Zustimmung erleichtern. Die Genehmigung des Vergü-

140 Vgl. dazu kritisch aus ökonomischer Sicht: Wagner (2014), a.a.O., S. 422.

141 Weil zudem aus Sicht des Unternehmens die Aussenwirkungen exorbitant anmutender Zahlungen an Manager auf die übrige Belegschaft und die Öffentlichkeit zu berücksichtigen sind, scheint auch aus diesem Grund naheliegend, dass sich Vergütungsausschüsse und Verwaltungsräte mit der Frage summenmässiger «salary caps» befassen. Von Obergrenzen nicht erfasst sein sollten aber Wertsteigerungen auf Aktien (und allenfalls Optionen), welche Verwaltungsrat und Topmanagement am Unternehmen halten und für welche sie Chancen und Risiken mit allen übrigen Aktionären teilen.

142 Vgl. Kevin Murphy, *Regulating Banking Bonuses in the European Union: A Case Study in Unintended Consequences*, *European Financial Management* 19, 2013, S. 631 ff.

143 Wagner (2014), a.a.O., S. 422, schlägt deshalb Obergrenzen für die Summe aller Boni als Prozentsatz der Bilanzsumme vor.

144 Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, angestrebte oder realisierte Verhältniszahlen offenzulegen. Das ist der in den USA verfolgte Ansatz; vgl. Sec 953(b) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; vgl. auch den Vorschlag zur Umsetzung, SEC Rule 17 CFR Parts 229 and 249.

145 Vgl. dazu auch die PwC-Studie, *Executive Compensation & Corporate Governance – Insights 2014*, vom 17.9.2014, S. 18 abrufbar unter: https://www.pwc.ch/de/dyn_output.html?content.cdId=46082&content.vcName=publikations_seite&navivoid=27735&comeFromOverview=true&collectionpageid=4341&containervoid=25307.

tungsberichts durch die GV erhöht zudem die Legitimation der Vergütungspolitik des Verwaltungsrates ganz allgemein.

- *Informationen im Vorfeld der GV:* Ziff. 30 empfiehlt, dass der Verwaltungsrat im Hinblick auf die Vergütungsabstimmungen in der Generalversammlung den Aktionären mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln bereits im Vorfeld der GV die Information und Entscheidungsfindung erleichtert. Diese Empfehlung ist insbesondere vor dem Hintergrund der Tatsache zu sehen, dass institutionelle Investoren sich an der GV regelmässig vertreten lassen und die Mehrheiten deshalb häufig schon im Vorfeld der GV feststehen. Die GV-Voten spielen dann für die Beschlussfassung keine Rolle mehr. Entscheidend ist nur noch die Debatte vor der GV. Zu dieser kann das Unternehmen einen Beitrag leisten, z.B. mittels Einrichtung eines Aktionärsforums auf einer speziell eingerichteten Webpage.¹⁴⁶ Dabei ist auch Art. 9 Ziff. 3 VegüV zu beachten, der verlangt, dass in Zukunft Vollmachten und Weisungen im Rahmen der GV elektronisch erteilt werden können.

8 Der Grundsatz «comply or explain»

8.1 Die Situation unter dem Swiss Code 2002

Der Swiss Code von 2002 enthielt Empfehlungen zur inhaltlichen Gestaltung der Corporate Governance in schweizerischen Unternehmen. Er betonte zudem deren Gestaltungsautonomie. Ziff. 28 brachte dies explizit zum Ausdruck, indem er für besondere Verhältnisse festhielt, die Regeln des Code könnten, je nach Aktionärsstruktur und Grösse des Unternehmens, den konkreten Verhältnissen angepasst werden. Der Code äusserte sich aber nicht zur Frage, was geschehen solle, wenn ein Unternehmen von seinen Empfehlungen abweiche. Das bedeutete allerdings nicht, dass hierfür kein Konzept bestand. Dieses baute auf der parallel erlassenen «Corporate Governance-Richtlinie» der Schweizer Börse SIX. Sie schrieb den Unternehmen spezifische Transparenzpflichten in Corporate Governance-Angelegenheiten vor. Dadurch erhielten die Aktionäre und der Kapitalmarkt in Form des Swiss Code eine «Messlatte» und in Form der SIX-Richtlinie einen jährlichen Bericht der Unternehmen, d.h. «Messresultate», die sie dem Swiss Code gegenüberstellen konnten. Das erlaubte es beispielsweise institutionellen Aktionären, den Corporate Governance-Diskurs mit den Unternehmen in- und ausserhalb der Generalversammlungen informiert zu führen und zu entwickeln. Die unübersehbaren tiefen Veränderungen in der Corporate Governance seit Erlass der beiden Zwillingserlasse im Jahre 2002 sind ein starkes Indiz dafür, dass dieser Ansatz funktionierte.

8.2 Ausbau zu «comply or explain»

War es vor diesem Hintergrund überhaupt nötig, das Prinzip «comply or explain» in den revidierten Swiss Code aufzunehmen? Es gab mehr als einen Grund, der dafür sprach. Erstens wurde «comply or explain» vonseiten institutioneller Investoren seit Langem als zwingender Bestandteil einer auf Selbstregulierung bauenden Corporate Governance gefordert. In der Tat gehört «comply or explain» vor allem in Europa inzwischen zur «state of the art». Der Ursprung des Grundsatzes liegt zwar in Grossbritannien, hat sich inzwischen aber zu einem allgemein anerkannten Prinzip weiterentwickelt, das auch von der EU stark gefördert wird.¹⁴⁷ Zweitens bedeutet «comply or explain» keine grundlegende Abkehr vom bisherigen System. Beide basieren auf der vollumfänglichen Gestaltungsautonomie der Unternehmen. Beide setzen darauf, dass individuelle Lösungen in der Corporate Governance eines Unternehmens aus dessen besonderer Situation heraus erklärbar sind und beide gehen davon aus, dass eine grundsätzliche Bereitschaft des Verwaltungsrates besteht, den Investoren solche Erklärungen abzugeben. Der einzige Unterschied besteht darin, dass die Erklärungen im bisherigen System nicht von vornherein zu liefern waren, sondern im Prinzip erst auf Intervention von Aktionären oder auf

¹⁴⁶ Vgl. Forstmoser/Wohlmann/Hofstetter, Stärkung der Aktionärsdemokratie durch das Internet. Diskussionen und Willensbildung im Vorfeld der Generalversammlung, NZZ vom 3.4.2012, S. 29.

¹⁴⁷ Art. 20 der Richtlinie 2013/34 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen sieht das Prinzip «comply or explain» explizit vor.

Nachfragen hin. Eine weitsichtige Investor Relations-Strategie wartete aber auch bisher nicht auf solche.

Die Einführung des Grundsatzes «comply or explain» verändert die bisherige flexible Corporate Governance-Philosophie des Swiss Code weder prinzipiell noch graduell. Der Code gibt weiterhin bewusst keine dogmatischen Empfehlungen ab und versteht sich vor allem als Katalysator der Strukturgestaltungsprozesse in den Unternehmen. Damit wäre ein digitales Corporate Governance-Verständnis, das Compliance mit dem Swiss Code als richtig und Abweichungen davon als falsch und deshalb erklärungsbedürftig ansehen würde, nicht vereinbar. Wenn ein Unternehmen «explain» statt «comply» wählt, sollte das somit auch in Zukunft nicht die Vermutung auslösen, dass es falsch liegt, sondern eher die Einschätzung, dass es seine Gestaltungsaufgaben ernst nimmt. Erfahrungen und Forschungsergebnisse aus den letzten Jahren haben im Übrigen deutlich gemacht, dass eine quasi-religiöse «tick the box»-Umsetzung von «Best Practice»-Regeln den Unternehmenserfolg nicht garantiert.¹⁴⁸

8.3 Spielraum bei der Anwendung von «comply or explain»

Im Gegensatz zur «Entsprechenserklärung» in Deutschland, welche gesetzlich geregelt ist¹⁴⁹, oder zum Prinzip «comply or explain» in der EU, welches im Hinblick auf die «Verbesserung der Qualität der Berichterstattung» zusätzlichen Leitlinien unterworfen werden soll¹⁵⁰, enthält der revidierte Swiss Code bewusst keine Konkretisierungen dieses Grundsatzes. Der Code bestätigt in Ziff. 27 einzig, dass «comply or explain» auch dann gelte, wenn eine börsennotierte Gesellschaft aufgrund dieser Ziffer von den übrigen Empfehlungen des Code abweiche. Damit verfügen die Unternehmen bei der Anwendung des Grundsatzes über sehr viel Spielraum. Dies ist aus zwei Gründen sinnvoll. Erstens ist der Grundsatz neu und seine Handhabung soll primär der Praxis überlassen werden. Es darf aufgrund der Erfahrungen davon ausgegangen werden, dass sich diese im Diskurs zwischen Unternehmensverwaltungen und Investorenschaft entwickeln wird. Zweitens ist zu berücksichtigen, dass sich der Code aufgrund der offenen Art, wie seine Empfehlungen zum Teil bewusst formuliert wurden, nicht immer dafür eignet, klare Abgrenzungen zwischen Regel und Ausnahme vorzunehmen. Hier ist gesundes Augenmass sowohl aufseiten der Unternehmen wie aufseiten der sie kontrollierenden Investoren gefragt.

Beispielhaft kann auf folgende mögliche Situationen hingewiesen werden:

- In Ziff. 9 wird empfohlen, dass der Verwaltungsrat sich vom «Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung» leiten lasse. Der vorliegende Bericht hat aufgezeigt, was darunter verstanden werden kann. Soweit ein Verwaltungsrat bewusst einen Kontrapunkt zu diesem Ansatz setzen möchte (was im Prinzip möglich ist), dürfte eine Erklärung unumgänglich sein. Eine solche kann sich aber auch empfehlen, wenn ein Unternehmen einzelne Aspekte seiner nachhaltigen Zielsetzung besonders betonen möchte, etwa besondere Compliance-Bemühungen in bestimmten kritischen Bereichen, eine bewusst auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Produktpolitik oder besondere gemeinnützige Engagements. Das Beispiel zeigt, dass Erklärungen zu spezifischen Eigenheiten der Corporate Governance-Philosophie eines Unternehmens keineswegs nur defensiv gehandhabt zu werden brauchen, sondern auch offensiv eingesetzt werden können.
- In Ziff. 12 wird empfohlen, dass dem Verwaltungsrat «weibliche und männliche Mitglieder angehören» sollen. Besteht ein Verwaltungsratsgremium nur aus männlichen Mitgliedern, ruft dies nach einer Erklärung. Diese kann beispielsweise dahingehend lauten, dass der Nominationsausschuss trotz Bemühungen bisher keine geeigneten Kandidatinnen fand, welche das Fähigkeitsprofil erfüllten,

148 Beltratti/Stulz, The Credit Crisis Around the Globe: Why Did some Banks Perform Better?, zeigen beispielsweise auf, dass Banken, welche die Corporate Governance-Grundsätze von ISS konsequent umsetzten, während der Finanzkrise von 2008 signifikant schlechter abschnitten; abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572407. Vgl. auch Daines/Gow/Larcker, Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings?, 98 Journal of Financial Economics, 2010, S. 439 ff.; abrufbar unter: http://www.law.stanford.edu/sites/default/files/event/265516/media/slspublic/Rating%20the%20Ratings_Daines_Gow_and_Larcker_0.pdf.

149 § 161 AktG.

150 Vgl. den Entwurf einer Empfehlung der EU-Kommission zur Qualität der Berichterstattung über die Unternehmensführung («Comply or Explain»), C(2014) 2165.

dass er seine Bemühungen aber fortsetzen werde. Besteht dagegen in einem VR-Gremium ein deutliches Übergewicht an männlichen (oder weiblichen) Mitgliedern, ist eine Erklärung nicht zwingend. Sie kann aber dann sinnvoll sein, wenn der Verwaltungsrat sich konkrete Ziele für seine eigene künftige Komposition setzt und keine Bedenken hat, dass er durch deren Kommunikation seinen eigenen Handlungsspielraum zu stark einschränken würde.

- In Ziff. 15 wird empfohlen, dass der Verwaltungsrat *«in der Regel mindestens viermal im Jahr»* zusammentritt. War dies während des vergangenen Geschäftsjahres (ausnahmsweise) nicht der Fall, ist dies in einer börsenkotierten Gesellschaft ohne Zweifel erklärungsbedürftig.
- In derselben Ziffer wird festgehalten, dass der Verwaltungsrat *«jährlich eine Selbstevaluation seiner Arbeit und derjenigen seiner Ausschüsse»* vornimmt. Wie diese zu geschehen hat, ist dem Verwaltungsrat überlassen. Er kann z.B. die Arbeit seiner Gremien als Ganzes beurteilen oder – was im Prinzip wirksamer ist – auch die Arbeit der einzelnen Mitglieder. Er ist aber nicht verpflichtet, seine Evaluationsmethoden offenzulegen. Tut er dagegen gar nichts, müsste dies erklärt werden. Das Beispiel zeigt, dass *«comply or explain»* dazu führen kann (und soll), dass sich Verwaltungsräte vielleicht noch bewusster mit ihrer eigenen Organisation und ihren Abläufen auseinandersetzen als bisher.
- In Ziff. 27 wird festgehalten, dass *«bei Gesellschaften mit aktiv engagierten Grossaktionären [...] oder mittleren und kleineren Unternehmen [...] Anpassungen oder Vereinfachungen»* der Corporate Governance-Strukturen vorgesehen werden können. Entscheidet sich beispielsweise eine Gesellschaft mit einem Unternehmer als Mehrheitsaktionär dafür, den Verwaltungsrat mehrheitlich mit Personen zu besetzen, welche die Voraussetzungen der Unabhängigkeit gemäss Ziff. 14 nicht erfüllen, ist dies im Geschäftsbericht zu erklären. Die Gesellschaft kann dabei z.B. spezifisch auf ihre unternehmerischen Strukturen hinweisen, welche sich trotz Abweichung von Best Practice-Prinzipien durch eine besonders starke Präsenz des Aktionärsinteresses im Verwaltungsrat auszeichnen.

Der Grundsatz *«comply or explain»* gilt im Prinzip auch für den Anhang 1 zum Swiss Code. Dort gilt freilich in noch stärkerem Mass als für den Hauptteil des Code, dass sich viele Empfehlungen für eine binäre Triage im Sinne von *«comply/non-comply»* aufgrund ihrer Natur oder Formulierung nicht eignen. Auch hier gilt es deshalb, den Grundsatz pragmatisch auszulegen und sich auf Wesentliches zu beschränken. Dazu wiederum ein Beispiel:

- Ziff. 35 und 36 in Anhang 1 enthalten Empfehlungen zur Vergütungsstruktur von Verwaltungsrat und oberster Managementebene. Eine dem Swiss Code entsprechende pragmatische Auslegung des *«comply or explain»*-Grundsatzes wird es als genügend erachten, wenn der Vergütungsbericht die Vergütungsstrukturen nachvollziehbar erklärt und begründet. Auf Übereinstimmungen mit und Abweichungen von Einzelempfehlungen des Code kann, muss aber nicht überall eingegangen werden:
 - Wenn den Mitgliedern des VR nur Geldzahlungen ausgerichtet werden und keine Aktienzuweisungen an sie erfolgen, genügt z.B. ein Hinweis im Vergütungsbericht, dass die VR-Mitglieder statutarisch verpflichtet seien, eine bestimmte Anzahl Aktien zu halten, die der VR als ausreichend erachte.
 - Wenn z.B. keine *«claw back»*-Klauseln in die Verträge von Konzernleitungsmitgliedern eingebaut wurden, braucht das nicht im Einzelnen begründet zu werden, zumal der Code eine blosse *«kann»*-Empfehlung enthält.

Im Swiss Code nicht beantwortet ist die Frage, wo die Erklärungen im Zusammenhang mit Abweichungen von Best Practice-Regeln des Code abgegeben werden sollen. Dazu am besten geeignet scheint zweifellos der Corporate Governance-Bericht als Teil des jährlichen Geschäftsberichts. Die Erklärungen können dadurch die Offenlegungen gemäss der SIX Corporate Governance-Richtlinie und der VegüV ergänzen. Zusätzliche Stellungnahmen an der Generalversammlung und in Investorengesprächen werden dadurch natürlich nicht ausgeschlossen.

9 Andere Themen

Der revidierte Swiss Code enthält verschiedene zusätzliche, bisher nicht explizit dargestellte Anpassungen, die Best Practice-Entwicklungen bzw. Gesetzesänderungen seit dem Ersterlass reflektieren oder aufgrund übereinstimmender Beurteilungen im neuen Code besonders betont werden sollten. Es handelt sich dabei stichwortartig um folgende:

- Kapitel I (Die Aktionäre):
 - Anpassung der Kompetenzen an die VegüV (Ziff. 1);
 - Hinweis auf die Pflichten institutioneller Investoren (Ziff. 1);
 - Publikation der Grundzüge des Organisationsreglements sowie Web-Publikation der Statuten (Ziff. 2);
 - verschiedene Empfehlungen zur Sicherstellung einer effektiven GV-Organisation (Ziff. 5 ff.), inkl. Einsatz elektronischer Mittel (Ziff. 7);
 - Funktionssicherung des unabhängigen Stimmrechtsvertreters (Ziff. 7); sowie
 - Dialogfortsetzung mit Aktionären nach der GV (Ziff. 8).
- Kapitel II (Verwaltungsrat und Geschäftsleitung):
 - aktive Rolle des VR bei der Gestaltung der unternehmensspezifischen Corporate Governance (Ziff. 9);
 - Anpassung der Aufgaben und der Amtszeiten an die VegüV (Ziff. 10, 13);
 - sprachliche Klarstellungen betreffend Einführung und Weiterbildung (Ziff. 13);
 - Betonung der Wichtigkeit der zeitlichen Verfügbarkeit (Ziff. 15);
 - jährliche Selbstevaluation des VR und der Arbeit seiner Ausschüsse (Ziff. 15);
 - VR-Massnahmen zwecks Einhaltung des Insiderrechts (Ziff. 18);
 - Präferenz für Aufteilung der Funktionen VRP/CEO (Ziff. 19);
 - verschiedene inhaltliche und formelle Anpassungen im Zusammenhang mit der VegüV (Ziff. 22, 25, Eliminierung der bisherigen Ziff. 26).
- Kapitel III (Die Revision):
 - Formelle Anpassung an neues Rechnungslegungsrecht (Wegfallen des Begriffs «Konzernprüfer», Ziff. 28).

In den Diskussionen der Arbeitsgruppe und in der Vernehmlassung zu einem ersten Entwurf des revidierten Swiss Code kamen darüber hinaus verschiedene weitere Fragen zur Sprache, die je nachdem im Swiss Code auch noch hätten geregelt werden können. Dazu zählen etwa Folgende:

- Konkretisierungen zur Unabhängigkeit der Revisionsstelle, die über die gesetzlichen Vorschriften hinausgehen, beispielsweise Rotationspflichten für Revisionsfirmen oder Vorschriften zum Verhältnis Revisions- und Beratungshonorare.
- Empfehlungen für Proxy Advisors, welche über die «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften» hinausgehen.¹⁵¹
- Spezifische Empfehlungen zum Einsatz des Internets im Vorfeld von Generalversammlungen, inkl. zur Einrichtung eines elektronischen Aktionärsforums.
- Weitergehende Transparenzempfehlungen, z.B. zu Abstimmungsergebnissen an der GV oder zu den Sitzungsteilnahmen jedes einzelnen Verwaltungsratsmitglieds.
- Konkrete Empfehlungen zur Herabsetzung der Schwellenwerte für die Traktandierung und die Einberufung zur GV.

¹⁵¹ Vgl. dazu die Diskussion in der EU: «ESMA recommends EU Code of Conduct for proxy advisor industry», Press Release Feb. 19, 2013.

Alle diese Themen wurden in der Arbeitsgruppe diskutiert und aus verschiedenen Gründen im Swiss Code nicht oder nicht näher konkretisiert, zum Teil aus inhaltlichen Gründen, zum Teil deshalb, weil sie (wie etwa Fragen zur Traktandierungsschwelle oder zur Unabhängigkeit der Revisionsstelle) eher zum Kompetenzbereich des Gesetzgebers zählen.

10 Zukunft der Corporate Governance in der Schweiz

Die Revision des Swiss Code erfolgte in einer Phase zwischen dem Erlass der VegüV und der seit Langem geplanten und aufgrund der Minder-Initiative aufgeschobenen Aktienrechtsrevision. Diese soll nach den Plänen des Bundesrates speditiv vorangetrieben werden. Ein Vernehmlassungsentwurf ist für Ende 2014 in Aussicht gestellt worden. Inwiefern der Gesetzgeber die Selbstregulierung honorieren wird und ob er sie evtl. gar explizit im Gesetz verankert, ist derzeit nicht bekannt. Es ist aber auf jeden Fall zu hoffen, dass das künftige Aktienrecht zwingende Regeln auf ein absolutes Minimum reduziert. Nur so lassen sich die Potenziale marktmässiger Selbstregulierungskräfte nutzen. Der revidierte Swiss Code wird bis dahin wiederum die Möglichkeit haben, dieses Potenzial unter Beweis zu stellen. Die Verabschiedung des künftigen Aktienrechts wird aber so oder so eine neuerliche Überarbeitung des Code bedingen. Dabei wird sich evtl. auch die Frage stellen, ob er auf eine permanente institutionelle Basis gestellt werden sollte.¹⁵²

¹⁵² Denkbar wären z.B. eine bloss informelle «Charter», ein Verein oder eine Stiftung der Trägerorganisationen. Als Vorbild könnte auch der britische Financial Reporting Council dienen, der für den britischen Corporate Governance Code und dessen Umsetzung zuständig ist.