

C h r i s t o p h B . B ü h l e r

Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M.

Privatdozent für Schweizerisches und Internationales Handels-
und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich

R e g u l i e r u n g i m B e r e i c h d e r

C o r p o r a t e G o v e r n a n c e

DIKE

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	XXXI
Verzeichnis der Regulierungen und Materialien	CIII
Abkürzungsverzeichnis	CXXI
Einleitung	1
Teil 1 Grundlagen der Regulierung	5
§ 1 Rechtliche Einordnung der Regulierung	7
I. Begriff der Regulierung	7
A. Ökonomisches Begriffsverständnis	7
B. Rechtliche Definition j'	8
C. Abgrenzung zur Deregulierung	11
II. Entwicklung der Regulierung	12
A. Zusammenhang von Staatsverständnis und Regulierung	12
B. Der liberale Rechtsstaat des 19. Jahrhunderts	12
C. Der Sozial- und Wohlfahrtsstaat des 20. Jahrhunderts	13
D. Der Leistungsstaat des 21. Jahrhunderts	14
III. Funktionen der Regulierung	15
A. Grundfunktionen	15
1. Korrektur von Marktversagen	15
2. Steuerungsfunktion	17
3. Ordnungs-und Orientierungsfunktion	18
4. Legitimierungsfunktion	18
5. Entscheidfindungsfunktion	18
B. Funktion der Finanzmarktregulierung im besonderen	19
1. Verringerung der Informationsdisparität unter den Marktteilnehmern	19
2. Individual-und Systemschutz	19
IV. Auslösung der Regulierung	20
A. Politische Vorstöße	20
B. Auslösung durch übergeordnetes Recht'	21
C. Feststellung von Mängeln im geltenden Recht	21
D. «Autonomer Nachvollzug» ausländischen Rechts	22
E. «Skandalbewirtschaftung»	22
V. Regulierungskategorien und -arten	22
A. Staatliche Regulierung oder Selbstregulierung	22
B. «Flard law» oder «Soft law»	23
C. Zwingendes oder dispositives Gesetzesrecht	26
D. Entsprechenserklärung («Comply or explain»)	27

VI.	Regulierungsstrategien	27
	A. Präventive oder reaktive Regulierung	27
	B. Umfassende oder differenzierende Regulierung	28
	C. Verhaltensregulierung oder Struktur- und Verfahrensregulierung	28
VII.	Regulierungsinstrumente	29
	A. Gebote, Zulassungen und Verbote	29
	B. Schaffung von Anreizen	30
	C. Empfehlungen und Information	30
VIII.	Regulierungsformen	31
	A. Völkerrechtliche Verträge und allgemeine Rechtsgrundsätze	31
	B. Staatliche Erlasse	31
	C. Standards	32
	D. Richtlinien, Standes- und Verhaltensregeln	34
	1. Richtlinien	34
	2. Standes- und Verhaltensregeln	35
	E. Verhaltenskodizes	35
	1. Begriff	35
	2. Funktion	35
	3. Rechtsverbindlichkeit?	36
	4. Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung des Verhaltenskodex	38
	F. Statuten, Organisationsreglemente, unternehmensinterne Leitlinien, Weisungen und Reglemente?	39
§ 2	Selbstregulierung	41
I.	Begriff	41
	A. Ökonomisches Begriffsverständnis	41
	B. Rechtliches Begriffsverständnis	42
	C. Abgrenzung zur staatlichen Regulierung	44
II.	Motivation zur Selbstregulierung	45
III.	Grundformen der Selbstregulierung	46
	A. Echte Selbstregulierung	46
	B. Unechte Selbstregulierung	47
IV.	Rechtsverbindlichkeit der Selbstregulierung?	48
	A. Problemerkfassung und Meinungsstand	48
	B. Eigene Beurteilung	49
V.	Rechtsstaatliche Rahmenbedingungen unechter Selbstregulierung	50
	A. Freiheitsrechte und rechtsstaatliche Grundsätze	51
	B. Subsidiaritätsprinzip	52
	C. Demokratieprinzip	52
	D. Legalitätsprinzip	53
	E. Publizitätsgebot	54
	F. Aufsicht	54

G.	Rechtsschutzgarantie	•	55
VI.	Arten unechter Selbstregulierung		56
A.	Delegation staatlicher Rechtsetzungsbefugnisse an Private		56
1.	Konzeption und Rechtsnatur		56
2.	Zulässigkeit		57
3.	Rechtsschutz		58
B.	«Gesteuerte» Selbstregulierung		59
1.	Konzeption und Rechtsnatur		59
2.	Zulässigkeit		60
3.	Rechtsschutz		61
C.	Allgemeinverbindlicherklärung privater Normen		62
1.	Konzeption und Rechtsnatur		62
2.	Zulässigkeit	;	62
3.	Rechtsschutz	' '	63
D.	Verweisung auf private Normen		64
1.	Konzeption und Rechtsnatur		64
2.	Zulässigkeit		64
3.	Rechtsschutz		65
VII.	Vor- und Nachteile		66
A.	Vorteile der Selbstregulierung		66
B.	Nachteile und Gefahren der Selbstregulierung		68
§ 3	Internationale Dimension der Regulierung		71
I.	Internationale Entwicklungstendenzen der Regulierung		71
A.	Von der Globalisierung der Wirtschaft zur «Entnationalisierung» der Regulierung		71
1.	Globalisierung der Wirtschaft		71
2.	«Entnationalisierung» der Regulierung?		72
B.	Extraterritoriale Geltung der Regulierung		74
1.	Begriff		74
2.	Beurteilung aus völkerrechtlicher Sicht		74
3.	Beispiele extraterritorialer Geltung von Regulierungen im Wirtschaftsrecht		76
a)	Auswirkungsprinzip im Wettbewerbsrecht		76
b)	Erweiterung der amerikanischen Börsen- und Revisorenaufsicht durch den Sarbanes-Oxley Act		77
c)	Anwendung der Finanzmarktregulierung der EU auf SM1-Gesellschaften		79
C.	Rezeption ausländischer Regulierungen		82
1.	Begriff und Entwicklung		82
2.	«Amerikanisierung» des Rechts		83
a)	Das Phänomen der «Amerikanisierung»		83
b)	Beispiele schweizerischer «leges americanae»		84
aa)	Insidertraftatbestand des Schweizerischen Strafgesetzbuchs		84

bb)	Schweizerisches Börsen- und Effektenhandelsgesetz	85
3.	«Autonomer Nachvollzug» des Europäischen Gemeinschaftsrechts	85
a)	Europäisierung des schweizerischen Rechts	85
b)	Beispiele des «autonomen Nachvollzugs» europäischen Gemeinschaftsrechts	87
c)	Das Schweizerische Übernahmerecht als Beispiel eines «autonomen Vorvollzugs»	88
II.	Regulierungsansätze für das internationale Wirtschaftsrecht	89
A.	Bedeutung des Kollisionsrechts	89
B.	Völkerrecht	89
C.	Internationale Selbstregulierung	90
1.	«Staatlich gesteuerte» internationale Selbstregulierung	90
2.	Internationale Standards	92
3.	Internationale Verhaltensstandards für multinationale Unternehmen	93
a)	OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen 2000	93
b)	«UN Global Compact» 1999	94
§ 4	Leitlinien guter Regulierung	97
I.	Zielsetzung einer regulatorischen «Best Practice»	97
II.	Bisherige Bestrebungen zur Verbesserung der Qualität der Regulierung	98
A.	Die schweizerischen Massnahmen für eine bessere Regulierung	98
1.	Verfassungsauftrag zur Wirksamkeitskontrolle staatlicher Massnahmen	98
2.	Bericht des Bundesrates über die Massnahmen des Bundes zur administrativen Entlastung in den Unternehmen von 2003	99
3.	Bericht des Bundesrates zur Vereinfachung des unternehmerischen Alltags von 2006	100
4.	Massnahmen im Bereich der Finanzmarktregulierung	101
a)	Positionspapier der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Standortbestimmung Finanzmarktregulierung von 2004	101
b)	Die Richtlinien für Finanzmarktregulierung des Eidgenössischen Finanzdepartements von 2005	101
B.	Die OECD Referenz-Checkliste für die Entscheidungsfindung auf dem Gebiet der Rechtsetzung von 1995	102
C.	Die Vereinfachungsinitiativen in der EU	104
1.	SLIM-Programm zur Vereinfachung der Rechtsvorschriften im Binnenmarkt von 1996	104
2.	Aktionsplan für den Binnenmarkt von 1997	105
3.	BEST Task Force zur Vereinfachung des Unternehmensumfelds von 1997	105
4.	«Lissabon-Strategie» von 2000	106
5.	Mandelkern-Bericht von 2001	106
6.	Weiterentwicklung der «Lissabon Strategie» ab 2002	107
D.	«EU-US High Level Regulatory Cooperation Forum» von 2006	108
III.	Methodische Ansätze für gute Regulierungen	108
A.	Regulierungsfolgenabschätzung («Regulatory Impact Assessment»)	109

B.	Vernehmlassung	111
C.	Zugänglichkeit der Regulierung	112
IV.	Leitlinien für die Ausgestaltung guter Regulierungen	113
A.	Verhältnismässigkeit	113
1.	Notwendigkeit	113
2.	Wirksamkeit	113
3.	Vernünftiges Kosten-Nutzen Verhältnis	114
B.	Adressatengerechtigkeit	115
C.	Einfachheit und Verständlichkeit	116
D.	Sachgerechte Wahl der Regulierungsart und-form	117
E.	Bestimmtheitsgrad	118
F.	Inhaltliche und zeitliche Kohärenz	119
G.	Praktikabilität	119
H.	Wettbewerbsneutralität	120
1.	Internationale Kompatibilität	121
 Teil 2 Rahmenbedingungen der Regulierung im Bereich der Corporate Governance		 123
 § 5 Wesen der Corporate Governance		 125
I.	Begriff der Corporate Governance	125
A.	Wortherkunft	125
B.	Begriffsverständnisse	125
1.	Enges Begriffsverständnis nach dem Shareholder-Ansatz	126
2.	Weites Begriffsverständnis nach dem Stakeholder-Ansatz	127
3.	Eigene Beurteilung unter regulatorischen Gesichtspunkten	131
II.	Das Unternehmen als Gegenstand der Corporate Governance-Diskussion	134
A.	Begriff des Unternehmens	134
B.	«Law & Economics»-Perspektive: Das Unternehmen als Vertragsnetzwerk	135
C.	Von der Einzelunternehmung zur kollektiven Interessenträgerschaft	136
D.	Die Aktiengesellschaft als Trägerorganisation des Unternehmens	137
III.	Intellektuelle Grundlagen der Corporate Governance-Idee	138
A.	Montesquieu und die Lehre der Gewaltenteilung	138
B.	«Agency Theory»	139
1.	Die Dysfunktionen aus der Trennung von Eigentümerstellung und Kontrolle	139
a)	«Agency costs»	139
b)	Asymmetrische Information	140
2.	Entwicklung der «Agency Theory»	141
3.	Unterschiedliche Ausgangslage bei Publikumsgesellschaften und nicht kotierten Aktiengesellschaften	143
4.	Zusätzliche Trennung von Eigentum und Kontrolle im Konzern	144
5.	Besondere Spannungsverhältnisse bei Familienunternehmen	146

a)	Vermischung der Sphären von Familie und Unternehmen	146
b)	Selektive Informationsvermittlung an Familienaktionäre innerhalb von Verwaltungsrat und Aktionariat	147
c)	Interessenkonflikt zwischen Familienaktionären und «ausenstehenden» Minderheitsaktionären	148
d)	Interessenkonflikt zwischen aktiven Unternehmeraktionären und passiven Investorenaktionären innerhalb der Familie	148
C.	Neoklassische Schule («Chicago School»)	148
D.	«Managerialism»	149
E.	Transaktionskostentheorie («Transaction Cost School»)	150
F.	«Aktionärsdemokratie»-Bewegung	152
IV.	Die These von der interessenpluralistischen Ausrichtung der Aktiengesellschaft	154
A.	Die Grenzen der «Agency»-Theorie	154
B.	Die Interessengruppen im Unternehmen nach der «Stakeholder Theory»	155
C.	«Corporate Social Responsibility»	158
§ 6	Governance-Mechanismen	163
I.	Systematik	163
II.	Gestaltungsprinzipien	164
A.	Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung	164
1.	Organisation der Unternehmensspitze	165
a)	Das deutsche dualistische System («two-tier-board»)	165
b)	Das angelsächsische monistische System («one-tier-board»)	166
c)	Das schweizerische Mischsystem	167
d)	Annäherung der Strukturtypen	168
2.	Internes Kontrollsystem und interne Revision	169
3.	Ausschüsse des Verwaltungsrates	170
4.	Doppelspitze	172
B.	Transparenz	173
1.	Unternehmensinterne Informationsversorgung	173
2.	Offenlegung	175
III.	Interne Steuerungselemente	176
A.	Kontrolle durch die Aktionäre	176
1.	Mitwirkungsrechte der Aktionäre	177
a)	Bedeutung des Stimmrechts	177
b)	«Collective Action» und «Free Riding»	177
c)	«One share one vote»	178
d)	Institutionelle Stimmrechtsvertretung: «In dubio pro administratione»	179
e)	«Shareholder Activism»	179
2.	Informationsrechte der Aktionäre	181
a)	Bedeutung und Rahmenbedingungen des Informationsrechts	181
b)	Vorabinformation an Grossaktionäre?	183
3.	Klagerechte des Aktionärs	185

B.	Kontrolle durch die Revisionsstelle	•	187
1.	Kontrollfunktion		187
2.	Schutzrichtung		187
3.	Organstellung		188
C.	Kontrolle durch die Stakeholder		189
1.	Fehlender ökonomischer Anreiz für Stakeholder?		189
2.	Einflussmöglichkeiten der Stakeholder		190
3.	«Whistleblowing» als Beispiel einer internen Steuerung durch Stakeholder		191
D.	Institutionelle Anreizsysteme		193
E.	Vertrauen		194
IV.	Externe Steuerungselemente		196
A.	Markt für Unternehmenskontrolle		196
B.	Reputation und Markt für Manager		197
C.	Die Rolle der Medien		199
D.	Kontrolle durch externe «Gatekeeper»		200
1.	Zum Begriff des «Gatekeepers»		200
2.	Finanzanalysten		200
3.	Ratingagenturen		202
E.	Aufsicht, Sanktions- und Strafandrohung		204
V.	Grundlegende Handlungsoptionen: «Voice» oder «Exit»		206
VI.	Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg		207
§ 7	Ansatzpunkte und Risiken der Regulierung im Bereich der Corporate Governance		210
I.	Marktversagen als Ausgangspunkt		210
II.	Regulierungsbedürftige Bereiche der Corporate Governance		211
A.	Sicherstellung der Umsetzung der Gestaltungsprinzipien		211
1.	Aufforderung zur Wahrnehmung der Gestaltungsverantwortung in Bezug auf die Organisation der Unternehmensspitze		211
2.	Gewährleistung der Transparenz bezüglich der Organisation, Arbeitsweise und Entschädigung der Gesellschaftsorgane		212
B.	Sicherstellung interner und externer Steuerungsmechanismen		212
1.	Gewährleistung und Stärkung der Kontrolle durch die Aktionäre und weiteren Stakeholder		212
2.	Gewährleistung der Unabhängigkeit und Professionalität der Kontrolle durch die Revisionsstelle		215
3.	Beschränkung institutioneller Anreizsysteme		216
4.	Gewährleistung von Rechtssicherheit und Rechtsschutz hinsichtlich der Kontrolle und Sanktionierung durch die externe Aufsicht		217
5.	Sicherstellung der Unabhängigkeit der «Gatekeeper»		218

III.	Adressaten der Regulierung im Bereich der Corporate Governance	218
IV.	Wahl der Regulierungsebene	220
V.	Risiken der Regulierung im Bereich der Corporate Governance	222
	A. «Überregulierung»	222
	B. Überschätzung der Wirksamkeit der Regulierung	223
	C. Bürokratisierung der Unternehmensführung	224
	D. Überforderung der Verwaltungsräte und Ausschüsse	224
	E. Verwischung der Verantwortungen	225
	F. Erschwerung der internen Koordination	225
	G. «One size fits all»-Ansatz	225
	H. Falsche Analogien und blinder Nachvollzug	226

Teil 3 Regulierung der Corporate Governance in der Schweiz **229**

§ 8 Staatliche Regulierung der Corporate Governance im Aktienrecht **231**

I.	Entwicklung der Corporate Governance im Schweizer Aktienrecht	231
	A. Aktienrechtsreform von 1991	231
	B. Neufassung des Revisionsrechts von 2005	232
	C. Transparenzgesetz 2005 und Botschaften zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts von 2007 und 2008	233
	D. Beurteilung der jüngsten Gesetzesrevisionen unter regulatorischen Aspekten	235
II.	Gegenstand der gesetzlichen Regulierung im Bereich der Corporate Governance	236
	A. Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung	236
	1. Zwingende Kompetenzausscheidung zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat	236
	2. Unübertragbare und unentziehbare Kernkompetenzen des Verwaltungsrates	238
	a) Oberleitung	238
	b) Festlegung der Organisation	239
	c) Erstellung des Vergütungsreglements und des Vergütungsberichts	239
	d) Finanzverantwortung	240
	e) Ernennung und Abberufung der Geschäftsleitung	241
	f) Oberaufsicht	242
	g) Geschäftsbericht und Vorbereitung der Generalversammlung	242
	3. Präsident des Verwaltungsrates	243
	4. Bildung von Ausschüssen	244
	5. Internes Kontrollsystem	245
	6. Delegation der Geschäftsführung	248
	7. Suspendierungsbefugnis des Verwaltungsrates	248
	8. Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrates	249
C ¹	9. Amtsperiode für Mitglieder des Verwaltungsrates	250
	B. Transparenz	251
	1. Auskunfts- und Einsichtsrecht des Verwaltungsrates	252

2.	Offenlegungs- und Informationspflichten der Gesellschaft	253
a)	Prospektpflicht	253
b)	Offenlegung im Geschäftsbericht	253
c)	Offenlegung von Vergütungen der Spitzenorgane	253
d)	Offenlegung von Beteiligungen der Spitzenorgane	255
3.	Exkurs: Publizitätsfunktion des Handelsregisters	256
C.	Kontrolle durch die Aktionäre	257
1.	Grundsatz der relativen Gleichbehandlung	257
2.	Mitwirkungsrechte	258
a)	Traktandierungs- und Antragsrecht	258
b)	Einberufungsrecht	259
c)	Stimm- und Wahlrecht	259
aa)	Stimm- und Wahlrechte des Aktionärs im geltenden Aktienrecht	259
bb)	Erweiterung des Kompetenzbereichs der Aktionäre nach den Revisionsvorlagen von 2007 und 2008 und der eidgenössischen Volksinitiative 2008	260
d)	Schutz der Mitwirkungsrechte	263
aa)	Beschränkung der Vinkulierung	263
bb)	Stärkung des Bezugsrechts	266
cc)	Vorwegzeichnungsrecht	266
dd)	Begrenzung der Stimmrechtsprivilegien	267
ee)	Qualifiziertes Mehr für wichtige Beschlüsse	267
ff)	«Abgeleitetes» Erfordernis der qualifizierten Mehrheit	268
gg)	Statutarische Gewährleistung von Minderheitsrechten	269
e)	Probleme bei der Ausübung des Stimm- und Wahlrechts und Lösungsansätze	271
3.	Informationsrechte	273
a)	Informationsanspruch im Spannungsfeld der Interessen	273
b)	Dreistufiges Informationskonzept im geltenden Aktienrecht von 1991	274
aa)	Erste Stufe: Proaktiv und periodisch zur Verfügung gestellte Basisinformationen	274
bb)	Zweite Stufe: Weitere periodische Informationen auf Initiative des Aktionärs	274
cc)	Dritte Stufe: Subsidiäres Recht auf Einleitung einer Sonderprüfung	275
c)	Informationskonzept nach der Revisionsvorlage von 2007	277
d)	Auskunft und Einsicht im Konzern	278
4.	Klagerechte	280
a)	Prospekthaftung	280
b)	Verantwortlichkeitsklage	281
c)	Klage bei Mängeln in der Organisation	283
d)	Rückerstattungsklage	283
e)	Nichtigkeitssklage	285

f)	Auflösungsklage	•	286
5.	Kein Recht zur Anfechtung von Verwaltungsratsbeschlüssen		287
D.	Kontrolle durch die Revisionsstelle		287
1.	Gegenstand und Umfang der Revisionspflicht		287
a)	Ordentliche Revision		288
b)	Eingeschränkte Revision		290
c)	«Opting out» für KMU mit bis zu zehn Vollzeitstellen		291
2.	Zulassung und Aufsicht über die Revisionsstellen		291
3.	Anforderungen an die Unabhängigkeit der Revisionsstelle		292
a)	Unterschiedliche Anforderungen bei ordentlicher und eingeschränkter Revision		292
b)	Besondere Anforderungen an staatlich beaufsichtigte Revisionsunternehmen		293
4.	Fachliche Mindestanforderungen an Revisoren		294
5.	Revisionshaftung'		295
a)	Revisionshaftung de lege lata		295
b)	Probleme der differenzierten Solidarität in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit der Revisionsstelle		296
c)	Reformvorschläge des Bundesrates		296
d)	Beurteilung des bundesrätlichen Vorschlags in Art. 759 Abs. 1 ^{bis} E-OR 2007		298
E.	Kontrolle durch die weiteren Stakeholder		299
1.	Gläubiger		299
a)	Informationsrechte der Gesellschaftsgläubiger		299
b)	Klagerechte der Gläubiger		300
aa)	Verantwortlichkeitsklage		300
bb)	Klage bei Mängeln in der Organisation		301
cc)	Rückerstattungsklage		301
dd)	Nichtigkeitklage		302
ee)	Auflösungsklage		302
c)	Vertragliche Gewährleistungs- und Ausstiegsklauseln		302
2.	Exkurs: Arbeitnehmer		302
a)	Mitwirkungsrechte		302
aa)	Ebene des Arbeitsplatzes		302
bb)	Betriebliche Ebene		303
cc)	Unternehmensebene		304
b)	«Whistleblowing»		304
III.	Zusammenfassende Erkenntnisse aus regulatorischer Sicht		307
§ 9	Staatliche Regulierung der Corporate Governance im Börsengesellschaftsrecht		311
I.	Börsengesetz von 1995 und Ausführungsverordnungen		311
A.	Von der Einheit des Aktienrechts zum Börsengesellschaftsrecht		311
1.	Die aktienrechtlichen Sonderbestimmungen für Publikumsgesellschaften		311

2.	Die in das Aktienrecht eingreifenden Bestimmungen des Börsengesetzes im Überblick	•	312
B.	Schutzwirkung des Börsengesetzes		314
1.	Der Zweckartikel in Art. 1 BEHG 1995		314
2.	Anlegerschutz		314
3.	Funktionsschutz		315
C.	Das Börsengesetz als Rahmenordnung und Steuerungsmittel für die Selbstregulierung		316
D.	Die Nebenerlasse zum Börsengesetz	•	319
1.	Ausführungsverordnungen		319
2.	Rundschreiben der FINMA		321
E.	Rechtsnatur des Börsengesetzes		323
II.	Gegenstand der staatlichen Regulierung der Corporate Governance im Börsenrecht		324
A.	Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung bei öffentlichen Übernahmeangeboten		324
1.	Übernahmesituation und Interessenlage der Beteiligten		324
2.	Handlungseinschränkung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft		326
a)	Regulationspolitische Grundentscheidung des Gesetzgebers		326
b)	Verbot bedeutender Veränderungen im Aktiv- und Passivbestand nach Art. 29 Abs. 2 BEHG 1995		329
c)	Nach Art. 36 Abs. 2 UEV 2008 gesetzwidrige Abwehrmassnahmen		329
aa)	«Scorched Earth Policy» (Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV 2008)		329
bb)	«Crown Jewel Defense» (Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV 2008)		330
cc)	«Golden Parachutes» (Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV 2008)		331
dd)	«Poison Pills» in der Form von Kapitaltransaktionen (Art. 36 Abs. 2 lit. d UEV 2008)		331
ee)	Veräusserung von eigenen Beteiligungspapieren sowie von diesbezüglichen Wandel- oder Optionsrechten (Art. 36 Abs. 2 lit. e und f UEV 2008)		332
d)	Weitere gesetzwidrige Abwehrmassnahmen		333
aa)	«Pac-Man Defense»		333
bb)	«Lock-up»-Vereinbarungen		333
e)	Verbot anderer erfolgsvereitelnder Massnahmen nach Art. 29 Abs. 3 BEHG 1995		335
aa)	Grundsatz		335
bb)	Einschränkungen		335
cc)	Bedeutung		336
dd)	Einzelne offensichtlich gesellschaftsrechtswidrige Abwehrmassnahmen		337
f)	Ausnahmeklausel von Art. 4 UEV 2008		340
3.	Bewilligung von Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates durch die Generalversammlung		341
a)	Zuständigkeit der Generalversammlung		341
b)	Ermächtigungsbeschluss während der Angebotsdauer		341
c)	«Vortatsbeschlüsse»		342

d)	Echte Entscheidungskompetenz oder unechte Genehmigungskompetenz?	343
4.	Pflicht zur Gleichbehandlung konkurrierender Anbieter	344
B.	Transparenz	345
1.	Börsenrechtliche Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen	345
a)	Grundsatz der Meldepflicht bedeutender Aktionäre bei Überschreitung bestimmter Meldeschwellen	345
b)	Veröffentlichungspflicht der Emittentin bei Veränderung der Beteiligungsverhältnisse	347
c)	Zweck der Meldepflicht	348
d)	Meldepflichtige Titel	348
e)	Meldepflichtige Personen	350
f)	Entstehen und Berechnen der Meldepflicht	350
g)	Erwerbs- und Veräußerungstatbestände	352
aa)	Direkter und indirekter Erwerb bzw. Veräußerung	352
bb)	Erwerb bzw. Veräußerung in gemeinsamer Absprache und durch organisierte Gruppen	353
cc)	Effektenleihe und vergleichbare Geschäfte	355
h)	Ausnahmen von der Meldepflicht	355
2.	Besondere Offenlegungs- und Meldepflichten bei öffentlichen Übernahmeangeboten	356
a)	Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur öffentlichen Stellungnahme	356
b)	Prospektpflicht des Anbieters	357
c)	Verschärfte Meldepflicht des Anbieters	358
d)	Veröffentlichung des Ergebnisses des Übernahmeangebots	359
C.	Kontrolle durch die Aktionäre	360
1.	Grundsatz der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer («level playing field»)	360
2.	Die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebotes nach Art. 32 BEHG 1995/2007	361
a)	Angebotspflicht bei Überschreitung der Drittschwelle	361
b)	Zweck der Angebotspflicht	362
c)	Angebotspflichtige Personen	364
d)	Massgebender Zeitpunkt für das Entstehen der Angebotspflicht	365
e)	Erwerbstatbestände	365
aa)	Direkter und indirekter Erwerb	365
bb)	Handeln in gemeinsamer Absprache und als organisierte Gruppe	366
cc)	Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft?	369
f)	Inhalt der Angebotspflicht •	370
aa)	Gegenstand des Pflichtangebots	370
bb)	Angebotspreis	370
cc)	Bedingungen	372

dd) Fristen	373
g) Ausnahmen von der Angebotspflicht	374
aa) Zwingende gesetzliche Ausnahmen	374
bb) Allgemeine Ausnahmen	374
cc) Besondere Ausnahmen	375
D. Kontrolle durch externe «Gatekeeper»	376
1. Unabhängigkeit der Finanzanalyse	376
a) Bedeutung der Finanzanalysten für die Corporate Governance	376
b) Rechtsgrundlagen	377
c) Begrenzung der Interessenkonflikte in Zusammenhang mit der Finanzanalyse	378
d) Gleichbehandlung der Anleger	380
2. Unabhängigkeit der Ratingagenturen	380
a) Bedeutung von Ratings für die Corporate Governance	380
b) Rechtsgrundlagen	381
c) Anerkennung von Ratingagenturen	381
d) Interessenkonflikte und Unabhängigkeit der Ratingagenturen	382
E. Aufsicht, Sanktionsordnung und Rechtsschutz	383
1. Oberaufsicht durch die FINMA	383
2. Entstehung der integrierten Finanzmarktaufsicht («FINMA»)	384
3. Sanktionen bei Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen	385
a) Aufsichtsorganisation und Verfahren	385
b) Sanktionen bei Verletzung der Meldepflicht durch Grossanleger	386
aa) Verwaltungsrechtliche Sanktionen	386
bb) Strafrechtliche Sanktionen	387
c) Sanktionen bei Verletzung der Pflicht zur Veröffentlichung von Veränderungen bei den Stimmrechten durch den Emittenten	387
4. Sanktionen bei Verletzung der Verhaltenspflichten in öffentlichen Übernahmesituationen	387
a) Aufsichtsorganisation und Verfahren	387
b) Sanktionen bei Verletzung der Handlungseinschränkung durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft	388
aa) Verwaltungsrechtliche Sanktionen	388
bb) Zivilrechtliche Sanktionen	389
cc) Strafrechtliche Sanktionen	391.
c) Sanktionen bei Verletzung der Offenlegungs- und Meldepflichten während eines öffentlichen Übernahmeangebots	391
aa) Verwaltungsrechtliche Sanktionen	391
bb) Zivilrechtliche Sanktionen	392
cc) Strafrechtliche Sanktionen	392
d) Sanktionen bei Verletzung der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots	392
aa) Verwaltungsrechtliche Sanktionen	392

bb) Zivilrechtliche Sanktionen?	393
5. Rechtsschutz-	393
III. Zusammenfassende Erkenntnisse aus regulatorischer Sicht	394
§ 10 Selbstregulierungserlasse der Schweizer Börse SIX	396
I. Stufen der Selbstregulierung durch die SIX	396
A. Kotierungsreglement	396
1. Mindestinhalt nach Börsengesetz und Anspruch auf Zulassung	396
2. Die Bedeutung der Entsprechenserklärung in Art: 8 Abs. 3 BEHG 1995	397
B. Zusatzreglemente	398
1. Überblick	398
2. Zusatzreglement für die Kotierung im «EU-kompatiblen» Segment der SIX bis 4. Mai 2009	398
C. Ausführungserlasse zum Kotierungsreglement	401
D. Revision des bisherigen Reglementierungskonzepts per 1. Juli 2009	401
II. Rechtliche Qualifikation der Börsenreglemente	402
III. Gegenstand der Selbstregulierung der Corporate Governance durch die SIX	405
A. Governancerelevante Bestimmungen der SIX im Überblick	405
B. Transparenz	407
1. Prospektpflicht bei der Kotierung von Effekten	407
a) Rechtsgrundlage	407
b) Regelungszweck und -ziel	407
c) Anwendungsbereich	408
aa) Regelungsadressat	408
bb) Verhältnis zur Regelung nach der EG-Prospektrichtlinie 2003 bei Zulassung zum Handel an der ehemaligen SWX Europe	408
d) Kotierungsprospekt	409
2. Periodische Berichterstattung und Rechnungslegung	410
a) Regulierungsgefüge und Rechtsgrundlagen	410
b) Regelungszweck und -ziel	410
c) Anwendungsbereich	410
aa) Regelungsadressat	410
bb) Verhältnis zur Regelung nach der EG-Transparenzrichtlinie 2004 bei Zulassung zum Handel an der ehemaligen SWX Europe	411
d) Gegenstand der Offenlegungspflicht	411
3. Offenlegung von Schlüsselinformationen zur Corporate Governance	413
a) Regulierungsgefüge und Rechtsgrundlagen	413
b) Regelungszweck und -ziel	414
c) Bedeutung	414
d) Anwendungsbereich	415
e) Gegenstand der Offenlegungspflicht	415
aa) Konzernstruktur und Aktionariat	415
bb) Kapitalstruktur	416

cc) Verwaltungsrat	417
dd) Geschäftsleitung	419
ee) Entschädigungen der Spitzenorgane	419
ff) Mitwirkungsrechte der Aktionäre	421
gg) Kontrollwechsel und Abwehrmassnahmen	421
hh) Revisionsstelle	422
ii) Informationspolitik	423
f) Prinzip der «Klarheit und Wesentlichkeit»	423
g) Verfahren	423
h) Verbindlichkeit	424
4. Ad hoc-Publizität	424
a) Rechtsgrundlagen und Regulierungsgefüge	424
b) Regelungszweck und -ziel	425
c) Anwendungsbereich	425
aa) Regelungsadressaten	425
bb) Verhältnis zur Regelung nach der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 bei Zulassung zum Handel an der ehemaligen SWX Europe	426
d) Gegenstand der Offenlegungspflicht	426
aa) Tatsachenbegriff	426
bb) Potenzielle Kursrelevanz	427
cc) Eintritt im Tätigkeitsbereich des Emittenten	429
e) Auslösung der Ad hoc-Bekanntgabepflicht	429
f) Verfahren	430
aa) Meldefristen und -adressaten	430
bb) Bekanntgabeaufschub	431
g) Gleichbehandlung der Marktteilnehmer	433
5. Offenlegung von Management-Transaktionen	434
a) Zum Begriff der «Management-Transaktionen»	434
b) Rechtsgrundlagen und Regulierungsgefüge	435
c) Regelungszweck und -ziel	436
d) Bedeutung	437
e) Anwendungsbereich	438
aa) Regelungsadressaten	438
bb) Anknüpfungselement	438
cc) Verhältnis zur Regelung nach der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 bei Zulassung zum Handel an der ehemaligen SWX Europe	439
f) Meldepflichtige Personen	439
aa) Gegenüber dem Emittenten meldepflichtige Personen	439
bb) Verzicht auf eine konsolidierte Erfassung der meldepflichtigen Personen	440
cc) Angaben des Emittenten zur meldepflichtigen Person	440
g) Auslösung der Meldepflicht	441

aa)	Massgebliche Kriterien	441
bb)	Entstehen der Meldepflicht	442
h)	Gegenstand der Meldepflicht	443
aa)	Meldepflichtige Transaktionen	443
bb)	Angaben zur meldepflichtigen Transaktion	443
cc)	Von der Meldepflicht ausgenommene Transaktionen	443
i)	Schwellenwert und Meldeverfahren	444
aa)	Schwellenwert als Weggabelung zwischen Veröffentlichung und Sammelmeldung	444
bb)	Berechnung des Schwellenwerts	445
C.	Aufsicht, Sanktionsordnung und Rechtsschutz	446
1.	Überwachung durch die SIX	446
a)	Marktüberwachung	446
b)	Benachrichtigungspflicht der SIX gegenüber der Aufsichtsbehörde	448
2.	Sanktionierung durch die SIX bei Verletzung der Kotierungsvorschriften	448
a)	Rechtsgrundlagen	448
aa)	Fehlende gesetzliche Grundlage	448
bb)	Rechtsgrundlagen in den Selbstregulierungserlassen der SIX	450
b)	Sanktionsordnung des Kotierungsreglements	450
c)	Sanktionen bei Verletzung der Offenlegungspflicht für Management- Transaktionen im besonderen	452
d)	Rechtsschutz	453
e)	Verfahrensgrundsätze	455
f)	Anwendbarkeit des Konkordats von 1969 über die Schiedsgerichtsbarkeit?	455
3.	Exkurs: Zivilrechtliche Haftungsfolgen	457
a)	Haftung für den Kotierungsprospekt	457
b)	Haftung bei Verletzung der Pflicht zur Ad hoc-Publizität	457
IV.	Zusammenfassende Erkenntnisse aus regulatorischer Sicht	461
§11	Verhaltenskodizes zur Corporate Governance	464
I.	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	464
A.	Entstehungsgeschichte und Entwicklung	464
B.	Adressatenkreis und Anwendungsbereich	465
C.	Rechtliche Bedeutung	467
1.	Rechtsnatur des «Swiss Code»	467
2.	Haftung für Entsprechenserklärung?	469
a)	Haftung aus Vertrag	469
b)	Haftung aus unerlaubter Handlung	470
c)	Vertrauenshaftung	470
d)	Prospekthaftung?	471
e)	Aktienrechtliche Verantwortlichkeit	472
D.	Gegenstand	473

1. Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung	473
a) Aufgaben des Verwaltungsrates	473
b) Zusammensetzung des Verwaltungsrates	473
c) Arbeitsweise und Vorsitz des Verwaltungsrates	475
d) Umgang mit Interessenkonflikten und Wissensvorsprüngen	476
e) Präsident des Verwaltungsrat und Vorsitzender der Geschäftsleitung	476
f) Internes Kontrollsystem, Umgang mit Risiken und Compliance	477
g) Ausschüsse des Verwaltungsrates	477
h) Besondere Verhältnisse	481
2. Transparenz	482
3. Kontrolle durch die Aktionäre	482
4. Kontrolle durch die Revisionsstelle	486
Governance-Leitfaden für Familienunternehmen	486
A. Entstehungsgeschichte und Entwicklung	486
B. Adressaten und Anwendungsbereich	487
1. Familienunternehmen	487
a) Zum Begriff des Familienunternehmens	487
b) Bedeutung von Familienunternehmen	488
2. Adressatenkreis	488
C. Rechtliche Bedeutung	489
D. Gegenstand	489
1. Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung	489
a) Unternehmensstruktur und Organisationskonzept	489
b) Ausgewogene Zusammensetzung des Verwaltungsrates	490
c) Trennung der Funktionen des Präsidenten des Verwaltungsrates und des Vorsitzenden der Geschäftsleitung	491
d) «Family Advisory Board»	492
e) Führungsinstrumentarium und interne Kontrolle	493
2. Transparenz	494
a) Gleichbehandlung der Aktionäre in der Information	494
b) Unternehmensinterner Informationsfluss	495
c) Kommunikation von Informationen nach aussen	496
3. Kontrolle durch die Aktionäre	496
a) Schaffung einer fairen Ausstiegsmöglichkeit	496
b) Ausschüttung angemessener Dividenden	497
4. Kontrolle durch die Familie	498
a) Familienleitbild	498
b) Familienversammlung und Familienrat	499
c) Trennung von Familie und Unternehmen	500
d) Frühzeitige Nachfolgeregelung	500
5. Kontrolle durch die weiteren Stakeholder	501

III.	Zusammenfassende Erkenntnisse aus regulatorischer Sicht	•	503
A.	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance		503
B.	Governance-Leitfaden für Familienunternehmen		505
Teil 4 Regulierung der Corporate Governance in den USA und in Europa			507
§ 12 Rechtsvergleich zur Regulierung der Corporate Governance in den USA			509
I.	Konzeption des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts		509
II.	Entwicklung der Regulierung der Corporate Governance in den USA		510
III.	Sarbanes-Oxley Act 2002 und Ausführungserlasse der SEC		513
A.	Entstehung		513
B.	Zielsetzung		514
C.	Regulierungskonzept und Gliederung		514
D.	Anwendungsbereich		515
1.	Grundsatz der Anknüpfung am Ort der Kotierung		515
2.	Extraterritoriale Anwendung des Sarbanes-Oxley Act und Ausnahmen für «Foreign Private Issuers»		516
IV.	«Corporate Governance Rules» der New Yorker Börse		520
A.	Konzept		520
B.	Anwendungsbereich		520
C.	Wirksamkeit		521
V.	Gegenstand der Regulierung der Corporate Governance in den USA		521
A.	Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung		521
1.	Unabhängigkeit der Mitglieder des Verwaltungsrates		521
2.	Sitzungen der nicht-exekutiven Verwaltungsratsmitglieder		523
3.	Ausschüsse des Verwaltungsrates		523
a)	Anforderungen an die Ausschüsse		523
b)	Aufgaben des Audit Committee im Besonderen		526
4.	Internes Kontrollsystem		528
5.	Verbot interner Darlehen		532
6.	Sperzeiten für Management-Transaktionen		533
B.	Transparenz		533
1.	Publizitätskontrollsystem		533
2.	Offenlegung von Management-Entschädigungen		535
3.	Richtigkeitserklärung von CEO und CFO		536
c	4. «Corporate Governance Guidelines» und «Code of Ethics»		539
5.	Offenlegung von Management-Transaktionen		542
6.	Ad hoc-Publizität		542
7.	Meldepflicht des Erwerbers von Beteiligungen		543
8.	Verschärfte Meldepflicht des Anbieters		543
C.	Kontrolle durch die Aktionäre		544
1.	Genehmigung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen		544

2.	Elektronische Stimmabgabe an Generalversammlungen	545
3.	«Traffic Rules» zur Gleichbehandlung der Aktionäre in einer Übernahmesituation	547
D.	Kontrolle durch die Revisionsstelle	548
1.	Public Company Accounting Oversight Board	548
2.	Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer	551
E.	Kontrolle durch weitere Stakeholder	553
F.	Kontrolle durch «Gatekeeper»	555
1.	«Denunziationspflicht» für Rechtsanwälte	555
2.	Finanzanalysten	556
3.	Rating-Agenturen	559
G.	Sanktions- und Strafandrohung	560
1.	Verfall von Prämien und Gewinnen	560
2.	Strafrechtliche Sanktionen	560
VI.	Zusammenfassende Erkenntnisse aus regulatorischer Sicht	562
§ 13	Entwicklung der Regulierung der Corporate Governance in Europa	565
I.	Londoner «Combined Code»	565
A.	Rechtliche Einordnung des «Combined Code»	565
B.	Entstehungsgeschichte	565
C.	Hauptinhalt	568
D.	Internationale Strahlkraft der englischen «Reports» und «Codes»	571
1.	Frankreich	571
2.	Deutschland	572
II.	OECD-Grundsätze der Corporate Governance	573
A.	Entstehungsgeschichte	573
B.	Rechtliche Bedeutung	574
C.	Das den OECD-Grundsätzen zugrundeliegende Begriffsverständnis der Corporate Governance	575
D.	Aufbau und Gegenstand der OECD-Grundsätze der Corporate Governance	576
E.	Stossrichtung der Empfehlungen zu den OECD-Grundsätzen der Corporate Governance	577
1.	Sicherung der Grundlagen eines effektiven Corporate Governance- Rahmens	577
2.	Aktionärsrechte und Schlüsselfunktionen der Kapitaleigner	577
3.	Gleichbehandlung der Aktionäre	578
4.	Rolle der Stakeholder bei der Corporate Governance	579
5.	Offenlegung und Transparenz	579
6.	Pflichten des Aufsichtsorgans bzw. Verwaltungsrates	580
III.	Massnahmen der Europäischen Union zur Harmonisierung der Corporate Governance	581
A.	Aktionsplan Finanzdienstleistungen (FSAP)	582
1.	Das Projekt	582

2.	Gesellschaftsrechtliche Massnahmen im Rahmen des FSAP mit Bezug zur Corporate Governance	583
a)	Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) von 2001	583
b)	IFRS/IAS-Verordnung 2002/2003	585
c)	EG-Übernahmerrichtlinie 2004	586
d)	EG-Prüferrichtlinie 2006	590
e)	Empfehlung der Europäischen Kommission zur Haftungsbeschränkung der Abschlussprüfer von 2008	590
3.	Börsengesellschaftsrechtliche Massnahmen im Rahmen des FSAP mit Relevanz für die Corporate Governance	592
a)	EG-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003	592
b)	EG-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) 2004	594
c)	EG-Prospektrichtlinie 2003	594
d)	EG-Transparenzrichtlinie 2004	595
B.	Bericht der High Level Group of Company Law Experts von 2002	596
C.	Aktionsplan zur Corporate Governance von 2003	598
1.	Zielsetzungen und Überblick	598
2.	Die geplanten Massnahmen	599
3.	Nach dem Aktionsplan von 2003 bereits umgesetzte Massnahmen	600
a)	Einrichtung des «Europäischen Corporate Governance Forums» von 2004	600
b)	Empfehlung zur Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung von 2004	601
c)	Empfehlung zu den Aufgaben der nicht geschäftsführenden Mitglieder des Verwaltungsrates und zu den Ausschüssen von 2005	602
d)	Ergänzung der EG-Bilanzrichtlinien	603
e)	EG-Richtlinie zur grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten von 2007	603
4.	Überprüfung des Aktionsplanes und weitere Entwicklung	605
IV.	Zusammenfassende Erkenntnisse aus regulatorischer Sicht	607
Teil 5 Schlussbetrachtung		611
§ 14 Zusammenfassende Auswertung der Regulierung im Bereich der Corporate Governance		613
I.	Vorbemerkung	613
II.	Gesamtüberblick über die Regulierung im Bereich der Corporate Governance	613
III.	Regulierung im Bereich der Gestaltungsprinzipien	615
A.	Gesellschaftsinterne Gewaltenteilung	615
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	615
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	616
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der gesellschaftsinternen Gewaltenteilung	616
b)	Anpassungsbedarf	618

B.	Transparenz	620
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	620
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	622
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der Transparenz	622
b)	Anpassungsbedarf	625
IV.	Regulierung im Bereich der internen Steuerungselemente	627
A.	Kontrolle durch die Aktionäre	627
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	627
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	629
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der Kontrolle durch die Aktionäre	629
b)	Anpassungsbedarf	630
B.	Kontrolle durch die Revisionsstelle	634
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	634
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	634
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der Kontrolle durch die Revisionsstelle	634
b)	Anpassungsbedarf	635
C.	Kontrolle durch die weiteren Stakeholder	637
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	637
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	638
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der Kontrolle durch die weiteren Stakeholder	638
b)	Anpassungsbedarf	639
D.	Institutionelle Anreizsysteme	640
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	640
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	641
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der institutionellen Anreizsysteme	641
b)	Anpassungsbedarf	642
V.	Regulierung im Bereich der externen Steuerungselemente	644
A.	Kontrolle durch externe «Gatekeeper»	644
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	644
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	645
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der Kontrolle durch die externen «Gatekeeper»	645
b)	Anpassungsbedarf	647
B.	Aufsicht, Sanktions- und Strafandrohung	648
1.	Tabellarischer Überblick über die Regulierung	648
2.	Beurteilung aus regulatorischer Sicht	649
a)	Feststellungen zum Stand der Regulierung im Bereich der Aufsicht, Sanktions- und Strafandrohung	649
b)	Anpassungsbedarf	650

Inhaltsverzeichnis

§ 15	Thesen für ein zukunftsgerichtetes Regulierungskonzept im Bereich der Corporate Governance	651
	Sachwortregister	661