Entwicklungen im Gesellschaftsrecht I

Herausgegeben von:

Florian S. Jörg
Oliver Arter

Mit Beiträgen von:

Peter Behrens
Lukas Glanzmann
Andrea Grimm
Lukas Handschin
Florian S. Jörg
Peter V. Kunz
Hans Michael Riemer
T. Fleming Ruud
Hans-Ueli Vogt



Stämpfli Verlag AG Bern · 2006

Aktuelle Entwicklungen in der Corporate Governance

LUKAS GLANZMANN*

Inhaltsverzeichnis

Aktuelle Entwicklungen in der Corporate Governance		**119**
1.	**Einleitung**	**120**
2.	**Revision der Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität**	**120**
2.1	Allgemeines	120
2.2	Zweck und Anwendungsbereich	122
2.3	Pflicht zur Information	122
2.4	Zeitpunkt der Information	125
2.5	Form der Information	125
2.6	Bekanntgabeaufschub	126
3.	**Offenlegung von Management-Transaktionen**	**129**
3.1	Allgemeines	129
3.2	Zweck und Anwendungsbereich	131
3.3	Meldepflichtige Personen	132
3.4	Meldepflichtige Transaktionen	132
3.5	Zeitpunkt der Meldung	135
3.6	Inhalt der Meldung	135
3.7	Adressaten der Meldung	136
4.	**Transparenz von Vergütungen und Beteiligungen**	**138**
4.1	Allgemeines	138
4.2	Zweck und Anwendungsbereich	140
4.3	Sachlicher Anwendungsbereich	142
4.3.1	Betroffene Personen	142
4.3.2	Inhalt der Offenlegung	143
4.3.3	Modalitäten der Offenlegung	145
4.3.4	Massgeblicher Zeitpunkt	146
5.	**Ausblick**	**147**
Literaturverzeichnis		**148**

* Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt (Zürich und New York). Der vorliegende Beitrag ist die schriftliche Fassung eines Vortrages im Rahmen der Tagung „Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht" vom 10. Mai 2005 des Instituts für Rechtswissenschaft und Rechtspraxis an der Universität St. Gallen. Der Vortragsstil wurde weitgehend beibehalten. Entsprechend wurde auf einen ausführlichen wissenschaftlichen Apparat verzichtet. Der Autor dankt lic. iur. ROGER DÜRR für die Mitarbeit. Etwaige Bemerkungen werden dankend entgegengenommen (lukas.glanzmann@ bakernet.com).

1. Einleitung

In den letzten Jahren hat sich die Corporate-Governance-Landschaft in der Schweiz stark verändert. Am 25. März 2002 wurde von der economiesuisse der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance („Swiss Code") verabschiedet. Der Swiss Code wird im Bereich der Offenlegung ergänzt durch die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance („Corporate Governance-Richtlinie, RLCG") der SWX Swiss Exchange, die am 1. Juli 2002 in Kraft gesetzt wurde. In jüngster Zeit sind zu diesen beiden Regelungswerken neue Vorschriften hinzugekommen oder vorgeschlagen worden. So hat die SWX Swiss Exchange eine Revision der Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität gemäss Art. 72 Kotierungsreglement („KR") beschlossen, die per 1. Juli 2005 in Kraft gesetzt wurde. Auf den gleichen Zeitpunkt hin sind die Bestimmungen gemäss Art. 74a KR über die Offenlegung von Management-Transaktionen in Kraft gesetzt worden. Schliesslich berät das Parlament im Rahmen einer Teilrevision des Obligationenrechts eine Ergänzung der bestehenden Vorschriften über den Inhalt des Bilanzanhangs mit Bestimmungen über die Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung. In den folgenden Ausführungen sollen diese drei Neuerungen näher beleuchtet werden.

2. Revision der Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität

2.1 Allgemeines

Die Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität sind in Art. 72 KR enthalten. Am 30. September 2004 beschloss die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange, die entsprechende Vorschrift partiell zu revidieren. Im Wesentlichen ging es darum, die bisherige Praxis zur Ad hoc-Publizität festzuschreiben[1]. Daneben wurde die Bestimmung aber auch in einzelnen Punkten geändert. So ist der Tatsachenbegriff nicht mehr dahingehend eingeschränkt, dass eine Tatsache beträchtliche Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang des Emittenten haben muss. Damit werden in Zukunft zum Beispiel auch

[1] Medienmitteilung der SWX Swiss Exchange vom 6. Januar 2005.

Übernahmeverhandlungen von den Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität erfasst[2]. Ferner wird nun auch vom Wortlaut der Bestimmung her eine absolute Gleichbehandlung der Marktteilnehmer bei der Information gefordert. Schliesslich wurden auch die Pflichten bei der Informationsvermittlung ausgeweitet, indem ein obligatorisches Push- und Pull-System eingerichtet werden muss.

Der revidierte Art. 72 KR lautet wie folgt (mit Änderungen gegenüber alter Fassung):

1 *Der Emittent informiert den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind. Als kursrelevant gelten ~~neue~~ Tatsachen, die ~~wegen ihrer beträchtlichen Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang des Emittenten~~ geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen.*

2 *Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat. Er kann jedoch die Bekanntgabe einer kursrelevanten ~~Information~~ Tatsache hinausschieben, wenn*

a) die ~~neue~~ Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht und

b) deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen.

3 *~~In diesem Fall~~ Im Falle des Bekanntgabeaufschubes muss der Emittent die umfassende Vertraulichkeit dieser Tatsache gewährleisten, ansonsten entfällt die Berechtigung für den Aufschub sofort.*

4 *Die Bekanntmachung ist so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer ~~möglichst~~ gewährleistet ~~bleibt~~ ist.*

~~Der Emittent übermittelt der SWX seine geplante Mitteilung an den Markt spätestens neunzig Minuten vor Beginn des Handels oder der Bekanntgabe im Sinne von Abs. 1. Diese verwendet die Mitteilung ausschliesslich zum Zwecke der Marktüberwachung. Sie hält den ihr zugegangenen Wortlaut nach der Bekanntgabe zur Einsicht interessierter Personen offen.~~

5 *Die Zulassungsstelle ~~regelt administrative Einzelheiten wie die Form der Mitteilung in einem Rundschreiben~~ kann im Rahmen einer Richtlinie Ausführungsbestimmungen erlassen.*

Die Bestimmung des Kotierungsreglements wurde i.S.v. Art. 72 Abs. 5 KR spezifiziert mit einer Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität („Ad

[2] Vgl. unten 2.3.

hoc-Publizitäts-Richtlinie, RLAhP")[3]. Zur Konkretisierung dieser Richtlinie hat die SWX Swiss Exchange auch einen Kommentar erlassen („Kommentar RLAhP"). Die Richtlinie und der Kommentar ersetzen das Rundschreiben Nr. 2 der Zulassungsstelle vom 2. November 1998 und die Erläuterungen der SWX Swiss Exchange zur Ad hoc-Publizität vom 24. Januar 1996[4].

2.2 Zweck und Anwendungsbereich

Die Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität bezwecken, dass die Öffentlichkeit in wahrer, klarer und vollständiger Weise über massgebliche Ereignisse aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten informiert wird. Eine zeitnahe Information der Öffentlichkeit über potentiell kursrelevante Tatsachen soll die Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger sicherstellen sowie die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleisten. Dadurch soll namentlich auch dem Insiderhandel vorgebeugt werden[5].

Die Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität sind für sämtliche Gesellschaften verbindlich, deren Beteiligungsrechte oder Forderungsrechte an der SWX Swiss Exchange kotiert sind und deren Sitz in der Schweiz ist. Auf Gesellschaften, deren Sitz nicht in der Schweiz ist, finden die entsprechenden Bestimmungen dann nicht Anwendung, wenn die Gesellschaft zusätzlich an einer Börse im Heimatstaat kotiert ist. Besteht bei Gesellschaften ohne Sitz in der Schweiz neben der Kotierung von Beteiligungs- oder Forderungsrechten an der SWX Swiss Exchange eine Kotierung nur an einer Börse ausserhalb ihres Heimatstaats, so finden die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität dennoch Anwendung[6].

2.3 Pflicht zur Information

Der Emittent ist grundsätzlich verpflichtet, den Markt über kursrelevante Tatsachen zu informieren, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind[7]. Der Tatsachenbegriff wird von der

3 Abrufbar unter www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-1_de.pdf.
4 Kommentar RLAhP, Einleitung N 3.
5 Vgl. zum Ganzen Kommentar RLAhP, Einleitung N 5.
6 RLAhP, RZ 2; Kommentar RLAhP, RZ 2 N 2 f.
7 Art. 72 Abs. 1 Satz 1 KR.

SWX Swiss Exchange weit ausgelegt. Nicht als Tatsache gelten jedoch blosse Gerüchte, Ideen, Planungsvarianten und Absichten. Bei Prognosen ist zu unterscheiden, ob diese nur auf Erwartungen oder Hoffnungen beruhen oder sich ihrerseits wieder auf Tatsachen stützen. Soweit sich Prognosen weitgehend auf Tatsachen stützen, werden sie selbst zur Tatsache. Dies ist insbesondere bei Prognosen über Geschäftsergebnisse zu beachten[8]. Für sich allein ist indessen eine Prognose – d.h. die Voraussage einer noch nicht eingetretenen Tatsache – per definitionem nie eine Tatsache[9].

Um eine Ad hoc-Publizitäts-Pflicht auszulösen, muss die Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sein. Tatsachen, die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind, sind zum Beispiel allgemeine Marktdaten, die Lancierung eines Konkurrenzproduktes sowie Kaufs- oder Verkaufsempfehlungen durch Analysten[10]. Entsprechend verpflichtet auch eine Gewinnwarnung nur dann zur Information, wenn die diese auslösende Erwartungshaltung durch den Emittenten selbst geweckt wurde. Ist dies nicht der Fall, besteht keine Meldepflicht[11]. Gewisse Tatsachen, die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind, können gleichwohl der Ad hoc-Publizitäts-Pflicht unterliegen, weil sie ihrerseits wieder Tatsachen im Tätigkeitsbereich des Emittenten bewirken. Dazu gehören zum Beispiel Entscheide einer Behörde oder der Konkurs eines besonders wichtigen Vertragspartners[12].

Keine Publikationspflicht wird ausgelöst, wenn die Tatsache bereits öffentlich bekannt ist. Nicht als öffentlich bekannt gelten dabei Tatsachen, die lediglich im Rahmen einer Generalversammlung publik wurden, sofern nicht die Versammlung durch ein Massenmedium zugänglich gemacht wurde. Nämliches gilt für Gerichtsentscheide, selbst wenn sie im Rahmen der öffentlichen Sitzungen verkündet wurden[13].

8 Kommentar RLAhP, RZ 3 N 3. Vgl. dazu den Entscheid der SWX Swiss Exchange vom 01.11.2004 (Selektive Bekanntgabe einer Gewinnwarnung): „Auch Prognosen können unter den Tatsachenbegriff gemäss Art. 72 KR fallen, wenn sie weitgehend auf anderen Tatsachen beruhen. Dabei sind verschiedene Faktoren zu berücksichtigen, u.a. der Zeitpunkt der Abgabe der Prognose, die Position der Person, welche die Prognose abgibt, sowie das Prognoserisiko. [...] Je mehr eine Prognose auf objektiv feststellbaren Fakten basiert und je geringer der Anteil an Vermutungen und Hochrechnungen ist, desto kleiner ist das Prognoserisiko" (Ziff. 16).
9 HSU, 134.
10 Kommentar RLAhP, RZ 3 N 9.
11 HUBER/GRUBER, 3 (für Beispiele siehe daselbst, 3 f.).
12 Kommentar RLAhP, RZ 3 N 10.
13 HSU, 115.

Schliesslich muss die Tatsache das Potential haben, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität verzichten ausdrücklich darauf, eine bestimmte prozentmässige Schwelle festzulegen[14]. Vielmehr wird man sich für die Beurteilung dieses Potentials die Frage stellen müssen, ob ein durchschnittlicher Marktteilnehmer die Tatsache zur Grundlage einer Investitionsentscheidung machen würde[15].

Folgende Beispiele können potentiell kursrelevante Tatsachen darstellen und deshalb der Ad hoc-Publizität unterliegen[16]:

- *Strukturveränderungen*: Fusionen, Übernahmen, Abspaltungen, Vermögensübernahmen, Restrukturierungen;
- *Kapitalveränderungen*: Kapitalerhöhung oder -herabsetzung, Aktienrückkaufprogramme, Wechsel in der Art der Beteiligungsrechte;
- *Gewichtige personelle Änderungen*: Änderungen im Verwaltungsrat, in der Geschäftsleitung oder in weiteren Schlüsselpositionen; Wechsel der Revisionsstelle bzw. des Konzernprüfers;
- *Änderungen im Geschäftsverlauf*: neue Vertriebspartner oder strategische Allianzen, neue und bedeutende Produkte, Rückzug oder Rückruf eines bedeutenden Produkts, bedeutende Vertragsabschlüsse, Kündigung bedeutender Verträge;
- *Änderungen des Geschäftsergebnisses*: wesentliche Gewinnveränderungen (Gewinneinbruch), Einstellung der Dividende, Gewinnwarnung, Sanierung;
- *Finanzzahlen*: Jahres- und Zwischenergebnisse.

Die neue Formulierung von Art. 72 KR lässt keine Zweifel offen, dass auch *Unternehmensübernahmen* – soweit sie potentiell kursrelevante Tatsachen darstellen – unter die Ad hoc-Publizität fallen[17]. Dies war vor der Revision umstritten, setzte doch die alte Fassung von Art. 72 KR voraus, dass die potentiell kursrelevanten Tatsachen „beträchtliche[n] Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang des Emittenten" haben, was bei einer Übernahme des Emittenten nicht zwingend der Fall sein muss.

14 Vgl. Kommentar RLAhP, RZ 4 N 4.
15 Kommentar RLAhP, RZ 4 N 1.
16 Vgl. zum Folgenden Kommentar RLAhP, RZ 3 N 13-18.
17 Vgl. dazu LÜCHINGER, 244-248.

2.4 Zeitpunkt der Information

Der Emittent muss informieren, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat[18]. Die Kenntnis der Tatsache beim Emittenten liegt vor, wenn ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitglied des Verwaltungsrates das erforderliche Wissen über die wesentlichen Punkte der Tatsache hat[19]. Kennen die betreffenden Personen eine Tatsache auf Grund mangelnder Organisation nicht, dann entbindet dies nicht von der Pflicht zur Ad hoc-Publizität. Eine Verletzung von Art. 72 KR liegt dann unter Umständen wegen eines Organisationsverschuldens vor[20].

Die Veröffentlichungspflicht entsteht im Zeitpunkt, in dem eine konkrete Information bezüglich der Ad hoc-publizitätspflichtigen Tatsache vorliegt. Bei komplexen Ereignissen wie zum Beispiel Unternehmensübernahmen, Sanierungssituationen oder Gerichtsfällen kann es angezeigt sein, die Öffentlichkeit in mehreren Schritten zu informieren[21].

2.5 Form der Information

Nach Art. 72 Abs. 4 KR ist die Bekanntmachung so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleistet ist. Das Kotierungsreglement verlangt damit eine absolute Gleichbehandlung der Marktteilnehmer. Während der alte Wortlaut von Art. 72 KR diesbezüglich noch eine Relativierung beinhaltete[22], hat die Praxis schon seit längerer Zeit eine weitgehend absolute Gleichbehandlung verlangt[23]. Namentlich unzulässig ist die selektive Information bestimmter Kreise wie zum Beispiel Analysten, ausgewählte Medien, Mitarbeiter, Aktionäre oder Geschäftspartner[24]. In diesem Zusammenhang ist insbesondere darauf hinzuweisen, dass die bei Medienmitteilungen übliche Sperrfrist ungeeignet ist, um die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sicherzustellen[25].

18 Art. 72 Abs. 2 KR.
19 Kommentar RLAhP, RZ 5 N 1.
20 Kommentar RLAhP, RZ 3 N 6.
21 Kommentar RLAhP, RZ 3 N 7 und RZ 5 N 4. Vgl. dazu auch unten, 2.6.
22 Die entsprechende Bestimmung lautete wie folgt: „Die Bekanntmachung ist so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer *möglichst* gewährleistet bleibt" (Hervorhebung beigefügt).
23 Vgl. dazu LÜCHINGER, 236-238.
24 Kommentar RLAhP, RZ 6 N 2-8.
25 Kommentar RLAhP, RZ 6 N 9.

Die Information aller Kreise muss zwar gleichzeitig erfolgen, doch können die Informationen durchaus unterschiedlich aufbereitet sein. Es ist nicht notwendig, dass zum Beispiel Analysten den gleichen Text erhalten wie die Presse[26].

Die Ad hoc-Mitteilung ist an folgende Adressaten zu verbreiten[27]:

- SWX Swiss Exchange (90 Minuten im Voraus, falls während der Handelszeit publiziert);
- mindestens zwei bei professionellen Marktteilnehmern verbreitete elektronische Informationssysteme (Bsp. Bloomberg, Reuters, Telekurs);
- mindestens zwei Schweizer Zeitungen von nationaler Bedeutung;
- jedem Interessierten auf Anfrage (Push-System); und
- Website des Emittenten (abrufbar während zweier Jahre; Pull-System).

Push- und Pull-System wurden mit der ab 1. Juli 2005 gültigen Revision der Ad hoc-Publizität neu eingeführt. Dabei hat der Emittent auf seiner Website einen Dienst zur Verfügung zu stellen, welcher es jedem Interessierten ermöglicht, über einen E-Mail-Verteiler kostenlos und zeitnah potentiell kursrelevante Tatsachen zugesandt zu erhalten (Push-System)[28]. Zudem ist jede publizierte Ad hoc-Mitteilung zeitgleich mit der Verbreitung auch auf der Website des Emittenten aufzuschalten und muss dort während zwei Jahren abrufbar sein (Pull-System)[29].

2.6 Bekanntgabeaufschub

In gewissen Situationen kann der Emittent ein Interesse haben, eine Ad hoc-publizitätspflichtige Tatsache nicht unmittelbar zu veröffentlichen. Ein Aufschub der Bekanntgabe ist zulässig, wenn folgende drei Voraussetzungen *kumulativ* erfüllt sind:

- die Tatsache muss auf einem *Plan oder Entschluss des Emittenten* beruhen; und
- die Verbreitung der Tatsache muss geeignet sein, die *berechtigten Interessen des Emittenten* zu beeinträchtigen; und

26 Kommentar RLAhP, RZ 6 N 13.
27 Vgl. RLAhP, RZ 7-9.
28 RLAhP, RZ 8.
29 RLAhP, RZ 9.

- der Emittent gewährleistet die *umfassende Vertraulichkeit* der Tatsache[30].

Die Möglichkeit des Bekanntgabeaufschubes ist insbesondere in *Krisensituationen* von Bedeutung. Zwar ist auch in solchen Situationen zu beachten, dass ein Bekanntgabeaufschub nur bezüglich Tatsachen zulässig ist, die auf einem Plan oder Entschluss der Gesellschaft beruhen. Das Vorliegen eines Kapitalverlustes oder einer Überschuldung wäre daher grundsätzlich nicht aufschubfähig. Entschliesst sich die Gesellschaft jedoch bei Vorliegen eines solchen Ereignisses zu einem bestimmten Sanierungsplan, dann kann sie sowohl die Bekanntgabe des Kapitalverlustes oder der Überschuldung als auch des diesbezüglichen Sanierungsplanes vorläufig aufschieben[31], denn eine sofortige Bekanntgabe eines Kapitalverlustes oder einer Überschuldung würde in den meisten Fällen sämtliche Sanierungsbemühungen obsolet machen. Dies gilt namentlich dann, wenn die Gesellschaft zum Beispiel beabsichtigt, ein Nachlassverfahren einzuleiten oder ein Begehren um Konkursaufschub zu stellen[32]. Allerdings muss die Zulässigkeit eines Bekanntgabeaufschubes in einer Krisensituation im Einzelfall sorgfältig abgeklärt werden[33].

Ein weiterer Problemkreis ist die Ad hoc-Publizität bei einer geplanten *Massenentlassung*[34]. Der Grundsatzentscheid über eine beabsichtigte Massenentlassung, durch den das Konsultationsverfahren ausgelöst wird, kann eine kursrelevante Tatsache sein[35]. Die Bekanntgabe dieser Tatsache könnte unter Beachtung der oben aufgeführten Kriterien aufgeschoben werden. Dazu ist allerdings zu bemerken, dass bei der Durchführung des Konsultationsverfahrens eine erhebliche Leckgefahr besteht. Aus diesem Grund empfiehlt es sich, die Öffentlichkeit bereits im Zeitpunkt der Einleitung des Konsultationsverfahrens über den Grundsatzentscheid zu informieren. Die beiden Verfahren sind miteinander zu koordinieren, weil es einerseits häufig nicht opportun ist, dass zuerst die Öffentlichkeit informiert wird und dadurch die Mitarbeiter aus den Medien über den geplanten Stellenabbau erfahren. Andererseits ist eine Vororientierung der Mitarbeiter mit dem im Kotierungsreglement verankerten, nunmehr absolut

30 Art. 72 Abs. 2 und Abs. 3 KR.
31 Kommentar RLAhP, RZ 16 N 10.
32 Vgl. dazu GLANZMANN, 83.
33 Betreffend Krisensituationen siehe auch HUBER/GRUBER, 6 f.
34 Gemäss Art. 335f Abs. 1 OR hat der Arbeitgeber bei einer beabsichtigten Massenentlassung die Arbeitnehmervertretung oder, falls es keine solche gibt, die Arbeitnehmer zu konsultieren.
35 GRUBER, 12.

geltenden Gleichbehandlungsgebot nicht zu vereinbaren[36]. Um beiden Informationsansprüchen gerecht zu werden, kann die Gesellschaft zum Beispiel eine Suspendierung des Handels bis 11.00 Uhr beantragen. Bis zu diesem Zeitpunkt kann sie dann die Arbeitnehmer bzw. die Arbeitnehmervertretung über die geplante Massenentlassung orientieren und das Konsultationsverfahren einleiten. Ebenfalls zur gleichen Zeit ist auch die Öffentlichkeit zu orientieren[37]. Der definitive Entscheid über die Massenentlassung ist nach Durchführung des Konsultationsverfahrens mittels einer zweiten Pressemitteilung zu kommunizieren[38].

Wie bereits angetönt, ist ein Bekanntgabeaufschub nicht zulässig, wenn ein *Informationsleck* vorhanden ist. In diesem Fall ist die Vertraulichkeit nicht mehr gegeben, weshalb die Berechtigung zum Aufschub unmittelbar entfällt[39]. Um das Risiko eines Informationslecks möglichst klein zu halten, ist es empfehlenswert, bei einem Bekanntgabeaufschub die Tatsache nur einem sehr kleinen Personenkreis bekannt zu geben (Need-to-know-Prinzip) und mit den einzelnen Personen eine Geheimhaltungserklärung abzuschliessen. Doch auch in diesem Fall kann das Risiko eines Lecks nicht ganz ausgeschlossen werden[40]. Weil bei einem Informationsleck sofort die Öffentlichkeit zu informieren ist, empfiehlt es sich zusätzlich, dass eine regelmässig aktualisierte Pressemitteilung bereitgehalten wird[41]. Bei einem Informationsleck ist sodann die SWX Swiss Exchange in jedem Fall umgehend telefonisch zu informieren, sofern das Leck während der Handelszeit auftritt[42]. Hätte die sofortige Information der Öffentlichkeit einen wesentlichen negativen Einfluss auf die Werthaltigkeit der Aktiven der Gesellschaft, wie dies zum Beispiel im Falle einer vorzeitigen Information über die beabsichtigte Einreichung eines Nachlassstundungsgesuchs der Fall ist, dann muss es m.E. zulässig sein, zuerst

36 Art. 72 Abs. 4 KR. Vgl. dazu den Entscheid vom 22.07.2002 der SWX Swiss Exchange (Weitergabe von Informationen an die Mitarbeiter vor Orientierung der Öffentlichkeit): „Der Wunsch, Unruhe unter Mitarbeitern zu vermeiden, ist verständlich. Aber bei einer Publikumsgesellschaft ist dies kein Grund, relevante Informationen [...] vorab nur den Mitarbeitern, also einem beschränkten Publikum, zugänglich zu machen. Die Pflicht zur Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer dient gerade dazu, Spekulationen durch selektiv orientierte Personen zu vermeiden und Insiderhandel zu verhindern" (unter 2.).

37 GRUBER, 10.

38 GRUBER, 12. Betreffend Massenentlassungen siehe auch HUBER/GRUBER, 5 f.

39 Art. 72 Abs. 3 KR.

40 Kommentar RLAhP, RZ 17 N 1.

41 Kommentar RLAhP, RZ 18 N 1.

42 RLAhP, RZ 18.

andere Massnahmen einzuleiten, bevor der Markt informiert wird. Ein solches Vorgehen erfordert jedoch, dass solche anderen Massnahmen von der Gesellschaft vorbereitet wurden. So sollte beispielsweise die Gesellschaft in der Schlussphase der Vorbereitung eines Nachlassverfahrens jederzeit bereit sein, das Nachlassbegehren einzureichen[43].

3. Offenlegung von Management-Transaktionen

3.1 Allgemeines

Die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange hat am 20. Oktober 2003 einen neuen Artikel 74a KR beschlossen. Die betreffende Bestimmung, welche am 1. Juli 2005 in Kraft trat, regelt die Offenlegung von Management-Transaktionen. Damit werden die geltenden Vorschriften über die Offenlegung von Beteiligungen gemäss der Corporate Governance-Richtlinie ergänzt[44]. Während die Corporate Governance-Richtlinie primär den Bestand per Bilanzstichtag sowie die Zuteilungen im Rahmen der Entschädigung erfasst, werden von den Offenlegungspflichten nach Art. 74a KR die Transaktionen mit Beteiligungsrechten des Emittenten erfasst.

Der neue Art. 74a KR lautet wie folgt:

1 *Die Emittenten sorgen dafür, dass die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung eines Emittenten, dessen Beteiligungsrechte mindestens teilweise an der SWX kotiert sind, bei direktem oder indirektem Erwerb oder Veräusserung von*

a) Beteiligungsrechten des Emittenten;

b) Wandel- und Erwerbsrechten, die ein Umtauschrecht oder Bezugsrecht auf Beteiligungsrechte des Emittenten einräumen oder anderen Rechten zum Erwerb oder zur Veräusserung von Beteiligungsrechten des Emittenten, unabhängig davon, ob diese Rechte eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen; oder

c) Finanzinstrumenten jeder Art, die nicht unter a) und b) fallen, deren Preis aber mehrheitlich durch Beteiligungsrechte des Emittenten beeinflusst wird;

dem Emittenten dies spätestens am zweiten Börsentag nach dem Geschäftsabschluss melden.

2 *In der Meldung sind dem Emittenten folgende Angaben zu machen:*

43 Vgl. dazu GLANZMANN, 84.

44 Vgl. Ziff. 5.4-5.6 Anhang RLCG.

1. *Name und Adresse der meldepflichtigen Person sowie deren Funktion als exekutives Mitglied des Verwaltungsrats/Mitglied der Geschäftsleitung oder nicht-exekutives Mitglied des Verwaltungsrats.*
2. *In Bezug auf die in Abs. 1 genannten Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechte sowie Finanzinstrumente, sofern vorhanden die International Securities Identification Number (ISIN) und:*
   a) *Angabe, ob es sich um einen Erwerb oder eine Veräusserung handelt.*
   b) *Angaben über die Art und die Gesamtzahl der erworbenen oder veräusserten Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechte sowie Finanzinstrumente.*
   c) *Bei nicht kotierten Wandel- und Erwerbsrechten sowie Finanzinstrumenten die wesentlichen Bedingungen.*
3. *Angaben über den bezahlten oder erhaltenen Preis.*
4. *Datum des Geschäftsabschlusses.*

3 *Überschreitet der Gesamtwert sämtlicher Geschäftsabschlüsse einer meldepflichtigen Person innerhalb eines Kalendermonats den Betrag von CHF 100'000.–, so macht der Emittent der SWX innerhalb von zwei Börsentagen eine Meldung mit den Angaben gemäss Abs. 2.*

4 *Sofern der Wert sämtlicher Geschäftsabschlüsse einer meldepflichtigen Person innerhalb eines Kalendermonats den Betrag von CHF 100'000.– nicht überschreitet, leitet der Emittent die Meldung mit den Angaben gemäss Abs. 2, gesammelt und aufgeteilt nach meldepflichtigen Personen, spätestens am vierten Börsentag nach Ende des Kalendermonats der SWX weiter.*

5 *Die SWX macht die bei ihr nach Abs. 3 eingegangenen Meldungen in der Regel am gleichen Börsentag mittels eines Abrufverfahrens mit folgenden Angaben öffentlich zugänglich:*

1. *Die Funktion der meldepflichtigen Person als exekutives Mitglied des Verwaltungsrats/Mitglied der Geschäftsleitung oder nicht-exekutives Mitglied des Verwaltungsrats, jeweils ohne Namensnennung.*
2. *In Bezug auf die in Abs. 1 genannten Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechte sowie Finanzinstrumente, sofern vorhanden die International Securities Identification Number (ISIN):*
   a) *Angabe, ob es sich um einen Erwerb oder eine Veräusserung handelt.*
   b) *Angaben über die Art und die Gesamtzahl der erworbenen oder veräusserten Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechte sowie Finanzinstrumente.*
   c) *Bei nicht kotierten Wandel- und Erwerbsrechten sowie Finanzinstrumenten die wesentlichen Bedingungen.*
3. *Bezahlter oder erhaltener Preis.*
4. *Datum des Geschäftsabschlusses, mit welchem der Grenzwert von CHF 100'000.– überschritten wurde.*

6 *Die SWX betreibt eine Datenbank über die bei ihr eingegangenen Meldungen. Die gemäss Abs. 5 veröffentlichten Meldungen sind mittels eines Abrufverfahrens über einen Zeitraum von einem Jahr öffentlich zugänglich.*

7 *Die Zulassungsstelle kann vom Emittenten Auskünfte und Unterlagen verlangen, soweit dies für die Überwachung der Einhaltung der in den Absätzen 1 bis 4 geregelten Pflichten erforderlich ist.*

8 *Einzelheiten der Meldepflicht nach den Absätzen 1 bis 7 werden in einer Richtlinie geregelt.*

Die Bestimmung von Art. 74a KR wird ergänzt durch die Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen vom 7. Januar 2005 (Management-Transaktionen-Richtlinie; RLMT)[45]. Die Richtlinie wurde ebenfalls am 1. Juli 2005 in Kraft gesetzt. Sodann hat die SWX Swiss Exchange zur Konkretisierung dieser Richtlinie einen Kommentar erlassen („Kommentar RLMT").

3.2 Zweck und Anwendungsbereich

Die Bestimmungen über die Offenlegung von Management-Transaktionen bezwecken die Förderung der Informationsversorgung der Anleger. Die Kenntnis über das Verhalten des Managements bezüglich ihrer Beteiligungen an der eigenen Gesellschaft kann für den einzelnen Anleger eine wesentliche Information hinsichtlich seines Anlageentscheides sein[46].

Gleich wie die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität finden auch die Vorschriften über die Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen auf sämtliche Emittenten Anwendung, deren Beteiligungsrechte an der SWX Swiss Exchange kotiert sind und die ihren Gesellschaftssitz in der Schweiz haben. Auf Gesellschaften, deren Sitz nicht in der Schweiz ist, finden die entsprechenden Bestimmungen dann nicht Anwendung, wenn die Gesellschaft zusätzlich an einer Börse im Heimatstaat kotiert ist. Besteht bei Gesellschaften ohne Sitz in der Schweiz neben der Kotierung von Beteiligungs- oder Forderungsrechten an der SWX Swiss Exchange eine Kotierung nur an einer Börse ausserhalb ihres Heimatstaats, so finden

[45] Abrufbar unter www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-2_de.pdf.

[46] RLMT, RZ 1.

die Vorschriften über die Offenlegung von Management-Transaktionen dennoch Anwendung[47].

3.3 Meldepflichtige Personen

Vorab stellt sich die Frage, welche Personen der Meldepflicht unterliegen. Nach Art. 74a Abs. 1 KR sind dies die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung eines Emittenten. Dabei ist zu beachten, dass die Emittenten die meldepflichtigen Personen zur Meldung anzuhalten und gegebenenfalls gegen diese vorzugehen haben[48]. Den Emittenten wird diesbezüglich empfohlen, die meldepflichtigen Personen mittels einer internen Weisung oder eines internen Reglements auf ihre Pflichten aufmerksam zu machen[49]. Werden die Meldepflichten dessen ungeachtet nicht eingehalten, so haben die Emittenten allenfalls arbeitsvertragliche bzw. auftragsrechtliche Massnahmen zu ergreifen[50]. Verstossen die Emittenten ihrerseits gegen die Regelungen zur Offenlegung von Management-Transaktionen, kann dies zu Sanktionen gemäss Art. 81 KR führen. Der Emittent selbst unterliegt nicht der Meldepflicht, auch wenn die Transaktion auf einem Beschluss des eigenen Managements beruht[51].

3.4 Meldepflichtige Transaktionen

Der Meldepflicht unterliegen bestimmte Transaktionen von meldepflichtigen Personen, sofern diese Transaktionen gewisse Effekten oder Rechte als Gegenstand haben. Art. 74a Abs. 1 KR unterstellt folgende Effekten und Rechte der Meldepflicht:

- *Beteiligungsrechte des Emittenten*: Darunter fallen Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine[52].
- *Wandel- und Erwerbsrechte*: Diese Rechte unterliegen der Meldepflicht, sofern sie ein Umtauschrecht oder Bezugsrechte auf Beteiligungsrechte des Emittenten einräumen. Diesen Rechten gleichgestellt sind andere Rechte zum Erwerb oder zur Veräusserung von Beteiligungsrechten des Emittenten. Dabei ist unerheblich, ob diese Rechte eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen[53]. Während Schuldpapiere ohne Bezug zu irgendwelchen Beteiligungsrechten nicht unter Art. 74a Abs. 1 lit. b fallen[54], sind Transaktionen in Call- und Put-Optionen auch dann zu melden, wenn diese Rechte mit einer Anleihe verbunden sind[55]. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Rechte vom Emittenten selbst oder von einem Dritten ausgegeben wurden und ob sie eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen[56]. Anleihen, die dem Emittenten ein Wahlrecht auf Rückzahlung in Beteiligungsrechten einräumen, sind ebenfalls meldepflichtig[57]. Schliesslich fällt unter diese Klausel auch der Erwerb oder die Veräusserung von Bezugsrechten, welche bei einer Kapitalerhöhung ausgegeben werden[58]. Die Ausübung der unter Art. 74a Abs. 1 lit. b KR fallenden Rechte ist hingegen nicht meldepflichtig, denn es genügt, dass der Erwerb der entsprechenden Rechte gemeldet wird[59].
- *Übrige Finanzinstrumente*: Meldepflichtig sind schliesslich sämtliche übrigen Finanzinstrumente, die nicht unter Art. 74a Abs. 1 lit. a und b KR fallen, sofern deren Preis mehrheitlich durch Beteiligungsrechte des Emittenten beeinflusst wird[60]. Es sollen dadurch Umgehungsgeschäfte verhindert werden[61]. In der Richtlinie wird der Anwendungsbereich dieser Bestimmung erweitert, wonach Finanzinstrumente schon dann meldepflichtig sind, wenn deren Preis massgeblich von Beteiligungs-, Wandel-, Erwerbs-, Bezugs- oder Veräusserungsrechten oder anderen Rechten eines Emittenten abhängt oder deren Wert sich massgeblich durch andere Parameter des Emittenten bestimmt[62]. Massgeblichkeit liegt gemäss Auffassung der SWX Swiss Exchange vor, wenn der Wert derartiger Finanzinstrumente zu über 33% von Beteiligungs-

47 RLMT, RZ 2; Kommentar RLMT, RZ 2 N 2 f.
48 RLMT, RZ 3; vgl. auch Art. 81 Ziff. 7 KR.
49 Kommentar RLMT, RZ 3 N 8.
50 Kommentar RLMT, RZ 3 N 9.
51 RLMT, RZ 7.
52 Art. 74a Abs. 1 lit. a KR; RLMT, RZ 9.
53 Art. 74a Abs. 1 lit. b KR.
54 Vgl. RLMT, RZ 11. Möglich ist indessen eine Subsumtion unter Art. 74a Abs. 1 lit. c KR (vgl. dazu sogleich unten).
55 RLMT, RZ 12.
56 RLMT, RZ 12.
57 RLMT, RZ 12.
58 RLMT, RZ 13; Kommentar RLMT, RZ 13 N 1. Nicht unter diese Klausel fällt hingegen die Zuteilung von Bezugsrechten (Kommentar RLMT, RZ 13 N 2).
59 RLMT, RZ 14.
60 Art. 74a Abs. 1 lit. c KR.
61 Kommentar RLMT, RZ 15 N 1.
62 RLMT, RZ 15. Bei nächster Gelegenheit soll das Kotierungsreglement der Richtlinie angepasst, d.h. der Begriff „mehrheitlich" in Art. 74a Abs. 1 lit. c KR in „massgeblich" geändert werden (Kommentar RLMT, RZ 6 N 3).

rechten gemäss Art. 74a Abs. 1 lit. a und b KR abhängt[63]. Die Richtlinie nimmt hingegen keine Stellung zur Frage, ob reine Obligationenanleihen ohne Bezug zu irgendwelchen Beteiligungsrechten auch meldepflichtig sind. Auf Grund des Wortlauts der Richtlinie ist wohl zumindest dann von einer Unterstellung auszugehen, wenn der Emittent finanzielle Schwierigkeiten hat. In diesem Fall wird sich der Wert der Obligationen massgeblich durch Parameter des Emittenten bestimmen.

Eine Transaktion ist nur dann meldepflichtig, wenn eine meldepflichtige Person einen meldepflichtigen Transaktionsgegenstand direkt oder indirekt erwirbt oder veräussert. Nicht als Erwerbs- oder Veräusserungsgeschäft gelten gemäss Auffassung der SWX Swiss Exchange die Verpfändung, Nutzniessung, Wertpapierleihe, Erbschaften, Schenkungen sowie güterrechtliche Auseinandersetzungen[64]. Soweit Effekten und Rechte auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil erworben werden und die meldepflichtige Person diese Transaktion nicht durch Ausübung eines Wahlentscheides zum Abschluss bringen kann, ist der Erwerb ebenfalls nicht meldepflichtig[65]. Obwohl bei der Zuteilung von Optionen auf arbeitsvertraglicher Basis die Ausübung der betreffenden Optionen nicht meldepflichtig ist, muss ein etwaiger späterer Verkauf der Optionen oder der Aktien, die auf Grund der Optionen erworben wurden, gemeldet werden[66].

Als Transaktion einer meldepflichtigen Person gelten sämtliche Transaktionen, welche letztlich massgeblich auf dem Willensentscheid einer meldepflichtigen Person basieren oder wenn die Transaktion ihr Vermögen direkt oder indirekt betrifft[67]. Nicht der Meldepflicht unterliegen jedoch Transaktionen, die ohne Willensentscheid und ohne Einflussnahme der meldepflichtigen Person getätigt werden, selbst wenn sie für diese getätigt wurden[68]. Bereits erwähnt wurde, dass der Emittent selbst nicht der Meldepflicht unterliegt, auch wenn die Transaktion auf einem Beschluss des eigenen Managements beruht[69]. Hingegen ist auf Grund der betreffenden Formulierungen davon auszugehen, dass Transaktionen durch nahestehende Personen ebenfalls der Meldepflicht unterliegen, sofern deren Transaktion letztlich auf einem Willensentscheid einer meldepflichtigen Person basieren.

63 RLMT, RZ 16.
64 RLMT, RZ 18.
65 RLMT, RZ 20. Solche Transaktionen sind allerdings bis zu einem gewissen Grade auf Grund von Ziff. 5.2, 5.4 und 5.6 Anhang RLCG offen zu legen. Sodann soll für kotierte Gesellschaften ein gewisses (über die RLCG hinausgehendes) Mass an Transparenz auch auf Gesetzesstufe verankert werden (siehe dazu unten, 4.).
66 RLMT, RZ 20.
67 RLMT, RZ 4. Mit weiteren Hinweisen Kommentar RLMT, RZ 4 N 2-12.
68 RLMT, RZ 6.
69 Vgl. dazu oben, 3.3.

3.5 Zeitpunkt der Meldung

Wenn eine meldepflichtige Person eine meldepflichtige Transaktion vornimmt, stellt sich immer noch die Frage, wann und wem diese gemeldet werden muss. Art. 74a Abs. 1 KR verlangt, dass die Transaktion spätestens am zweiten Börsentag nach dem Geschäftsabschluss dem Emittenten zu melden ist. Die meldepflichtige Person muss also die Meldung nicht direkt der SWX Swiss Exchange machen.

Als Geschäftsabschluss gilt der Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts, d.h. es kommt nicht auf den Zeitpunkt der dinglichen Verfügung über den meldepflichtigen Gegenstand an[70]. Bei Börsengeschäften ist der Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts mit der Ausführung des Auftrags, dem sog. Matching, gleichzusetzen[71]. Wenn die Transaktion bedingt ist, dann entsteht die Meldepflicht ebenfalls im Zeitpunkt des Abschlusses der Transaktion und nicht erst zum Zeitpunkt des Eintritts der Bedingung[72]. Bei mehreren Transaktionen am gleichen Tag ist es zulässig, diese als eine Transaktion zusammenzufassen, sofern die Transaktionen gleichartig sind. Es ist hingegen nicht zulässig, dass Erwerbs- und Veräusserungsgeschäfte gegenseitig verrechnet werden[73].

Bei Börsengeschäften entsteht die Meldepflicht mit der Ausführung der Transaktion[74].

3.6 Inhalt der Meldung

Der Inhalt der Meldung ergibt sich aus Art. 74a Abs. 2 KR. Danach muss die Meldung der meldepflichtigen Person an den Emittenten folgende Angaben enthalten:

70 RLMT, RZ 21.
71 Kommentar RLMT, RZ 21 N 2.
72 RLMT, RZ 22.
73 RLMT, RZ 23.
74 RLMT, RZ 24.

- Name und Adresse der meldepflichtigen Person;
- Funktion der meldepflichtigen Person, d.h. ob sie ein exekutives Mitglied des Verwaltungsrates, ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein nicht-exekutives Mitglied des Verwaltungsrates ist;
- Bezeichnung des Transaktionsgegenstandes mit der International Securities Identification Number (ISIN), sofern eine solche vorhanden ist;
- Angabe, ob es sich um ein Erwerbs- oder ein Veräusserungsgeschäft handelt;
- Angaben über die Art und Gesamtzahl der erworbenen oder veräusserten Rechte;
- die wesentlichen Bedingungen der Rechte, sofern es sich um nichtkotierte Wandel- oder Erwerbsrechte oder Finanzinstrumente handelt;
- Angaben über den bezahlten oder erhaltenen Preis; sowie
- Datum des Geschäftsabschlusses.

3.7 Adressaten der Meldung

Die meldepflichtige Person muss die Meldung dem Emittenten zukommen lassen. Dieser muss die erhaltene Meldung an die SWX Swiss Exchange weiterleiten.

Sofern der Gesamtwert sämtlicher Geschäftsabschlüsse je meldepflichtiger Person in einem Kalendermonat *den Schwellenwert von CHF 100'000.– überschreitet*, muss der Emittent der SWX Swiss Exchange innerhalb von zwei Börsentagen, gerechnet vom Eingang der Meldung, eine Meldung erstatten. Diese Meldung hat die gleichen Angaben zu enthalten wie jene der meldepflichtigen Person an den Emittenten[75]. Sofern nicht eine einzelne Transaktion den Schwellenwert von CHF 100'000.– überschreitet, ist die Meldung innerhalb von zwei Börsentagen, gerechnet vom Eingang derjenigen Meldung, mit welcher in einem bestimmten Kalendermonat der Schwellenwert von CHF 100'000.– überschritten wird, vorzunehmen[76]. In diesem Fall sind die verschiedenen Transaktionen eines bestimmten Kalendermonats zusammenzufassen. Kaufs- und Verkaufgeschäfte im gleichen Kalendermonat dürfen hingegen nicht verrechnet werden, sondern sind je zu addieren[77]. Werden in einem Kalendermonat nach Überschreitung des Schwellenwerts von CHF 100'000.– weitere Transaktionen getätigt, dann sind diese ebenfalls jeweils innerhalb von zwei Börsentagen der SWX Swiss Exchange mitzuteilen[78].

75 Art. 74a Abs. 3 KR.
76 RLMT, RZ 28.
77 RLMT, RZ 29; Kommentar RLMT, RZ 29 N 2.

Sofern der Gesamtwert sämtlicher Transaktionen einer meldepflichtigen Person innerhalb eines Kalendermonats *den Schwellenwert von CHF 100'000.– nicht überschreitet*, muss der Emittent die erhaltenen Meldungen spätestens am vierten Börsentag nach Ende des Kalendermonats an die SWX Swiss Exchange weiterleiten[79].

Der Schwellenwert von CHF 100'000.– ist auf Grundlage des Marktpreises der Beteiligungsrechte im Zeitpunkt des Entstehens der Meldepflicht zu berechnen. Gemäss Management-Transaktionen-Richtlinie ist beim Erwerb eines derivativen Finanzinstruments oder eines Bezugsrechts für die Berechnung des Schwellenwerts der Marktpreis des Basiswerts massgebend, während bei deren Verkauf der Marktpreis des derivativen Finanzinstruments oder des Bezugsrechts relevant ist[80].

Die SWX Swiss Exchange behandelt die von ihr erhaltenen Meldungen unterschiedlich, je nachdem, ob der Schwellenwert von CHF 100'000.– überschritten wird oder nicht. Überschreitet eine meldepflichtige Person den Schwellenwert von CHF 100'000.– in einem Kalendermonat, dann macht die SWX Swiss Exchange die vom Emittenten erhaltene Meldung in der Regel am gleichen Börsentag mittels eines Abrufverfahrens öffentlich zugänglich[81]. Die betreffenden Informationen sind grundsätzlich mit der Meldung des Emittenten deckungsgleich, ausser dass Namen und Adressen der meldepflichtigen Personen nicht publiziert werden[82]. Die SWX Swiss Exchange hat die entsprechenden Meldungen mittels eines Abrufverfahrens über einen Zeitraum von einem Jahr öffentlich zugänglich zu machen[83]. Meldungen über Personen, welche den Schwellenwert von CHF 100'000.– in einem Kalendermonat nicht übersteigen, sind nicht zu veröffentlichen[84].

78 RLMT, RZ 30.
79 Art. 74a Abs. 4 KR.
80 RLMT, RZ 31.
81 Art. 74a Abs. 5 KR.
82 Art. 74a Abs. 5 Ziff. 1 KR.
83 Art. 74a Abs. 6 KR.
84 RLMT, RZ 27.

4. Transparenz von Vergütungen und Beteiligungen

4.1 Allgemeines

Die Transparenz von Vergütungen und Beteiligungen von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung ist im Aktienrecht nicht geregelt, sondern war bis anhin der Selbstregulierung der Börse überlassen. Diese hat am 17. April 2002 eine Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance erlassen[85]. Kapitel 5 der betreffenden Richtlinie enthält – in Durchbrechung des dieser Richtlinie an sich zugrunde liegenden Grundsatzes „comply or explain" – zwingende Bestimmungen über die Transparenz von Entschädigungen, Beteiligungen und Organdarlehen[86]. Die Bestimmungen der Corporate Governance-Richtlinie werden seit 1. Juli 2005 ergänzt durch die Bestimmungen über die Offenlegung von Management-Transaktionen[87].

Verschiedene parlamentarische Vorstösse strebten eine Verbesserung der Transparenz der Löhne und Verwaltungsratsentschädigungen an. Gestützt darauf beschloss der Nationalrat im März 2002, die Kommission für Wirtschaft und Abgaben mit der Ausarbeitung eines entsprechenden Gesetzesentwurfes zu beauftragen. Nahezu gleichzeitig wurde vom Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartement eine Expertengruppe „Corporate Governance", bestehend aus den Professoren Peter Böckli, Claire Huguenin und François Dessemontet, mit der Ausarbeitung einer Teilrevision des Aktienrechts beauftragt. Auf Grund der damaligen Entwicklungen hatte diese die Frage der Transparenz der Entschädigungen und Beteiligungen vorweg behandelt und am 25. März 2003 einen Zwischenbericht präsentiert[88]. Dieser kam unter anderem zum Schluss, dass es einerseits der SWX Swiss Exchange an einem hinreichenden Sanktionssystem fehlt und anderseits mit der Corporate Governance-Richtlinie das internationale Niveau noch nicht ganz erreicht ist[89]. In der Folge hat der Bundesrat am 23. Juni 2004 eine Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts im Bereich Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung vorgelegt[90]. Damit wird beantragt, die Vorschriften im Bereich des Bilanzanhangs um entsprechende Offenlegungsbestimmungen zu erweitern. Konkret soll das Obligationenrecht mit einem neuen Art. 663b^{bis} und Art. 663c Abs. 3 ergänzt werden:

Art. 663b^{bis} E-OR:

1 *Gesellschaften, deren Aktien an einer Börse kotiert sind, haben im Anhang zur Bilanz alle Vergütungen anzugeben, die sie direkt oder indirekt ausgerichtet haben an:*
   1. *gegenwärtige und frühere Mitglieder des Verwaltungsrates sowie ihnen nahestehende Personen;*
   2. *Personen, die vom Verwaltungsrat ganz oder zum Teil mit der Geschäftsführung betraut sind oder waren (Geschäftsleitung), sowie ihnen nahestehende Personen.*

2 *Als Vergütungen gelten insbesondere:*
   1. *Honorare, Löhne, Bonifikationen und Gutschriften;*
   2. *Tantiemen, Beteiligungen am Umsatz und andere Beteiligungen am Geschäftsergebnis;*
   3. *Sachleistungen;*
   4. *die Zuteilung von Beteiligungen, Wandel- und Optionsrechten;*
   5. *Abgangsentschädigungen;*
   6. *Bürgschaften, Garantieverpflichtungen, Pfandbestellungen zugunsten Dritter und andere Sicherheiten;*
   7. *der Verzicht auf Forderungen;*
   8. *Aufwendungen, die Ansprüche auf Vorsorgeleistungen begründen oder erhöhen;*
   9. *sämtliche Leistungen für zusätzliche Arbeiten.*

3 *Anzugeben sind zudem alle Darlehen und weiteren Kredite, die den gegenwärtigen und früheren Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung sowie ihnen nahestehenden Personen gewährt wurden und noch ausstehen.*

4 *Die Angaben zu Vergütungen und Krediten müssen umfassen:*
   1. *den Gesamtbetrag für den Verwaltungsrat und den auf jedes Mitglied entfallenden Betrag unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds;*
   2. *den Gesamtbetrag für die Geschäftsleitung und den höchsten auf ein Mitglied entfallenden Betrag unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds.*

85 Abrufbar unter www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20020701-1_de.pdf.
86 Zum Grundsatz „comply or explain" sowie zur diesbezüglichen Ausnahme vgl. Ziff. 7 RLCG.
87 Vgl. dazu oben, 3.
88 Vgl. zum Ganzen BBl 2004, 4477 f.
89 BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 98.
90 BBl 2004, 4471 ff.

5 *Vergütungen und Kredite an nahestehende Personen sind gesondert auszuweisen. Die Namen der nahestehenden Personen müssen nicht angegeben werden. Im übrigen finden die Vorschriften über die Angaben zu Vergütungen und Krediten an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung entsprechende Anwendung.*

Art. 663c Abs. 3 E-OR:

3 *Anzugeben sind weiter die Beteiligungen an der Gesellschaft sowie die Wandel- und Optionsrechte jedes gegenwärtigen und früheren Mitglieds des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung sowie der ihm nahestehenden Personen unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds.*

Die vom Bundesrat beantragte Änderung des Obligationenrechts wurde vom Nationalrat mit Beschluss vom 2. März 2005 mit 147:0 Stimmen verabschiedet. Dieser hatte allerdings den Entwurf dahingehend geändert, dass auch Vergütungen an gegenwärtige und frühere Beiräte (gesamthaft wie auch individuell) offen gelegt werden müssen. Gleiches gilt für deren Beteiligungen an der Gesellschaft sowie für Wandel- und Optionsrechte. Der Ständerat hat die Vorlage am 8. Juni 2005 mit 36:0 Stimmen verabschiedet. Gleich dem Nationalrat hat er sich für eine Ausdehnung des Anwendungsbereichs der neuen Bestimmungen auf Beiräte ausgesprochen. Betreffend den genauen Gesetzestext bestehen indessen noch Differenzen. Darüber hinaus hat sich der Ständerat dafür ausgesprochen, dass bei Gesellschaften mit kotierten Aktien die Statuten Bestimmungen über die Festlegung der Entschädigung des Verwaltungsrates enthalten müssen. Momentan ist noch nicht absehbar, wie der genaue Gesetzestext lauten wird, doch ist davon auszugehen, dass die vom Bundesrat vorgeschlagene Ergänzung des OR dem Grundsatz nach bald Gesetz werden wird.

4.2 Zweck und Anwendungsbereich

Die vom Bundesrat vorgeschlagene Teilrevision des Obligationenrechts bezweckt, die Transparenz im Bereich der Entschädigung von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung zu verbessern. Dabei bedarf nach Ansicht des Bundesrats die Regelung der Corporate Governance-Richtlinie der SWX Swiss Exchange insbesondere in folgenden Bereichen einer Verbesserung[91]:

91 Vgl. zum Folgenden BBl 2004, 4477.

- Nach der Corporate Governance-Richtlinie sind lediglich die Summe der Entschädigungen an die Gesamtheit der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung sowie die höchste an ein Mitglied des Verwaltungsrats geleistete Entschädigung ohne Namensnennung anzugeben.
- Bezüglich der Offenlegung der Beteiligungen der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung begnügt sich die Corporate Governance-Richtlinie ebenfalls mit Globalangaben, woraus sich jedoch nur sehr beschränkt Rückschlüsse auf die Interessenlage der Beteiligten ziehen lassen.
- Da es bei börsenrechtlichen Regelungen primär um das Rechtsverhältnis zwischen der Börse und der Emittentin geht, sind lediglich die jeweiligen Gesellschaften Adressatinnen der in der Corporate Governance-Richtlinie enthaltenen Vorschriften. Dementsprechend richten sich auch die Sanktionen nur gegen die Gesellschaft.

Nach Auffassung des Bundesrates ist eine gesetzliche Regelung der Transparenzvorschriften notwendig, um die Transparenz zu verbessern und das Vertrauen der Anleger und des Publikums in die Geschäftstätigkeit börsenkotierter Gesellschaften zu stärken. Es geht mithin um die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes[92]. Eine individuelle Transparenz für die Mitglieder des Verwaltungsrates kann jedoch nach Ansicht des Bundesrates nicht im Rahmen der Selbstregulierung eingeführt werden, sondern nur auf Grund einer gesetzlichen Grundlage[93].

Der Entwurf des Bundesrates regelt die Transparenz nur für Gesellschaften, deren Aktien an einer Börse kotiert sind[94]. Ob bei nichtkotierten Gesellschaften zumindest im innergesellschaftlichen Verhältnis (d.h. gegenüber den eigenen Aktionären) bezüglich Vergütungen und Beteiligungen mehr Transparenz geschaffen werden soll, soll im Rahmen der künftigen Revision des Aktienrechts geprüft werden[95]. Die Expertengruppe BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET sprach sich in diesem Zusammenhang für die Offenlegung auch bei wirtschaftlich bedeutenden nichtkotierten Gesellschaften aus[96]. Weil sich der Entwurf an das Kriterium der Kotie-

92 BBl 2004, 4492.
93 BBl 2004, 4476.
94 Art. 663b^{bis} Abs. 1 E-OR.
95 BBl 2004, 4481.
96 BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 107. Zu den von der Expertengruppe vorgeschlagenen Abgrenzungskriterien für die wirtschaftlich bedeutenden nichtkotierten Gesellschaften siehe daselbst, 66 ff.

rung von Aktien anlehnt, ist es sachgerecht, dass die Offenlegungsvorschriften auf Aktiengesellschaften beschränkt sind.

Die Regelung der Transparenz im Anhang zur Bilanz bezweckt, eine Prüfung durch die Revisionsstelle sicherzustellen[97]. Die Revisionsstelle wird also künftig überprüfen müssen, ob die Vergütungen und Beteiligungen, die in den Anwendungsbereich der Transparenzvorschriften fallen, im Anhang korrekt ausgewiesen sind. Hinzu kommt, dass eine Verletzung der entsprechenden Offenlegungsvorschriften klarerweise zu zivil- und strafrechtlicher Verantwortlichkeit führen kann[98].

4.3 Sachlicher Anwendungsbereich

4.3.1 Betroffene Personen

Zur Offenlegung von Vergütungen und Beteiligungen sind zunächst die Mitglieder des Verwaltungsrates verpflichtet[99]. Daneben werden von den entsprechenden Vorschriften aber auch die Mitglieder der Geschäftsleitung erfasst, d.h. jene Personen, denen der Verwaltungsrat nach Art. 716b Abs. 1 OR die Geschäftsführung ganz oder teilweise übertragen hat[100]. Die Offenlegungsvorschriften beschränken sich aber nicht nur auf die aktuellen Mitglieder dieser beiden Gremien, sondern es müssen auch Vergütungen an frühere Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung offen gelegt werden. Schliesslich sind auch all jene Personen in die Offenlegung einzubeziehen, die den Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung nahestehen. Damit sollen Umgehungsmöglichkeiten verhindert werden[101].

Nicht Gegenstand der vorliegenden Teilrevision ist indessen die Transparenz der *Honorare der Revisionsstellen* – weder der eigentlichen Prüfungshonorare noch allfälliger zusätzlicher Honorare. Es wird dies im Rahmen einer künftigen Revision des Aktienrechts debattiert werden müssen[102]. Bis zu einer Regelung auf Gesetzesstufe sind solche Honorare

97 BBl 2004, 4472 und 4484; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 104.

98 Es ist nach wie vor umstritten, ob eine Verletzung des Kotierungsreglements ebenfalls zivil- oder strafrechtliche Sanktionen nach sich zieht.

99 Art. 663b^{bis} Abs. 1 Ziff. 1 E-OR und Art. 663c Abs. 3 E-OR.

100 Art. 663b^{bis} Abs. 1 Ziff. 2 E-OR und Art. 663c Abs. 3 E-OR.

101 BBl 2004, 4481; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 104.

102 Eine diesbezügliche Offenlegungspflicht wird von BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET für wirtschaftlich bedeutende Gesellschaften gefordert (S. 117). Vgl. auch Art. 729b

bei kotierten Gesellschaften immerhin auf Grund der Corporate Governance-Richtlinie offen zu legen, sofern nicht im Geschäftsbericht das Absehen von einer Offenlegung begründet wird[103].

4.3.2 Inhalt der Offenlegung

Gegenstand der Offenlegung sind nach Art. 663b^{bis} Abs. 1 E-OR zunächst alle Vergütungen, die direkt oder indirekt an offenlegungspflichtige Personen ausgerichtet wurden. Als Vergütungen gelten nach Art. 663b^{bis} Abs. 2 E-OR insbesondere:

- *Honorare, Löhne, Bonifikationen und Gutschriften (Ziff. 1):* Unter Honoraren und Löhnen verstehen sich die typischen Formen einer festen Entschädigung an die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung. Bonifikationen und Gutschriften stellen dagegen variable Vergütungen dar[104];
- *Tantiemen, Beteiligungen am Umsatz und andere Beteiligungen am Geschäftsergebnis (Ziff. 2);*
- *Sachleistungen (Ziff. 3):* Gemäss Botschaft sollen darunter die in der Praxis oft ausgerichteten Zusatzleistungen, die nicht in der Ausrichtung oder Gutschrift von Bargeld bestehen, erfasst werden (sog. fringe benefits)[105]. In der Praxis wird es freilich erforderlich sein, einen vernünftigen Schwellenwert zu finden, der die Offenlegung auslöst. Es kann wohl nicht die Meinung des Gesetzgebers sein, dass darunter zum Beispiel die Teilnahme an einem Ski-Weekend offen zu legen ist;
- *die Zuteilung von Beteiligungen, Wandel- und Optionsrechten (Ziff. 4):* Unter diesem Titel sind sämtliche im betreffenden Geschäftsjahr zugeteilten Rechte aufzuführen, nicht aber deren gesamter Bestand[106];
- *Abgangsentschädigungen (Ziff. 5);*

Abs. 1 Ziff. 3 E-OR, wonach die Revisionsstelle im Bericht an die Generalversammlung Ausführungen zu ihrer Unabhängigkeit machen muss. Gemäss Botschaft zur Revisionspflicht im Gesellschaftsrecht müssen alle Dienstleistungen der Revisionsstelle an die geprüfte Gesellschaft offen gelegt werden (vgl. BBl 2004, 4028).

103 Ziff. 8.2 und 8.3 Anhang RLCG. Zum Grundsatz „comply or explain" siehe Ziff. 7 RLCG.

104 BBl 2004, 4489.

105 BBl 2004, 4490.

106 BBl 2004, 4490. Die Vergütungs*bestandteile* werden auch von Art. 74a KR nicht erfasst (vgl. RLMT, RZ 20). Sie sind aber Gegenstand von Art. 663c Abs. 3 E-OR (siehe dazu sogleich unten).

- *Bürgschaften, Garantieverpflichtungen, Pfandbestellungen zugunsten Dritter und andere Sicherheiten (Ziff. 6):* Der Grund für die Offenlegung von Sicherheiten zu Gunsten der Organmitglieder liegt in der mit ihnen verbundenen Übertragung des wirtschaftlichen Risikos auf die Gesellschaft[107]. Von dieser Bestimmung sollen sämtliche Verpflichtungen der Gesellschaft erfasst werden, welche die Funktion einer Sicherheit erfüllen. Darunter fallen namentlich auch der Schuldbeitritt und die Sicherungsübereignung;
- *der Verzicht auf Forderungen (Ziff. 7):* Es ist sachgerecht, dass der Verzicht auf Forderungen ebenfalls offen gelegt werden muss, weil dieser eine Leistung der Gesellschaft darstellt;
- *Aufwendungen, die Ansprüche auf Vorsorgeleistungen begründen oder erhöhen (Ziff. 8):* Die Botschaft bezeichnet Aufstockungen der Personalvorsorgeleistungen, die von der Gesellschaft zu Gunsten ihrer Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitglieder getätigt werden, als in der Praxis durchaus üblich. Weil diese die Vermögenssituation der begünstigten Personen ebenfalls verbessern, sind sie auch offen zu legen[108];
- *sämtliche Leistungen für zusätzliche Arbeiten (Ziff. 9):* Eine Offenlegung von Leistungen für zusätzliche Arbeiten ist sachlich gerechtfertigt, um etwaige Umgehungsgeschäfte zu vermeiden. Zu beachten ist, dass der Entwurf im Gegensatz zur Corporate Governance-Richtlinie der SWX Swiss Exchange keine Freigrenze vorsieht: Gemäss Ziff. 5.7 des Anhangs der Corporate Governance-Richtlinie sind solche Leistungen nur dann offen zu legen, sofern deren Summe die Hälfte der ordentlichen Entschädigungssumme der betreffenden Organpersonen erreicht oder überschreitet.

Neben den Vergütungen sind auch *alle Darlehen und weiteren Kredite*, die den offenlegungspflichtigen Personen gewährt wurden und noch ausstehend sind, offen zu legen[109]. Es ist sachgerecht, solche Kredite der Offenlegungspflicht zu unterwerfen, weil diese die Interessenlage von Organpersonen ebenfalls erheblich beeinflussen können.

Die Angaben zu Vergütungen und Krediten sind nach deren einzelnen Bestandteilen zu gliedern. Damit soll sichergestellt werden, dass die Aktionäre sämtliche wesentlichen Informationen erhalten[110].

[107] BBl 2004, 4490.
[108] BBl 2004, 4490.
[109] Art. 663b^{bis} Abs. 3 E-OR.
[110] BBl 2004, 4491.

Schliesslich ist auch der *Bestand von Beteiligungen sowie Wandel- und Optionsrechten* offen zu legen[111]. Der heutige Art. 663c OR regelt zwar schon die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen bei Publikumsgesellschaften. Der Entwurf sieht mit der Ergänzung von Abs. 3 aber eine wesentliche Ausdehnung der Offenlegungspflichten vor, indem nicht mehr nur Beteiligungen bedeutender Aktionäre offen zu legen sind, sondern sämtliche Beteiligungen der gegenwärtigen und früheren Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung sowie der ihnen nahestehenden Personen. Hinzu kommt, dass Wandel- und Optionsrechte ebenfalls von der Offenlegungspflicht erfasst werden.

4.3.3 Modalitäten der Offenlegung

Bei Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates ist der Gesamtbetrag der Vergütungen für den Verwaltungsrat und den auf jedes einzelne Mitglied entfallenden Betrag unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds anzugeben[112]. Ersteres ist deshalb erforderlich, um die Aktionäre in Kenntnis darüber zu setzen, wie viel der Verwaltungsrat die Gesellschaft während des Berichtsjahrs gekostet hat, während Letzteres der Kompensation des im Selbstkontrahieren begründeten Legitimationsdefizits dieser Vergütungen dient[113]. Die gleichen Modalitäten gelten auch für Kredite und Darlehen an Mitglieder des Verwaltungsrats.

Bezüglich Vergütungen an Mitglieder der Geschäftsleitung ist der Gesamtbetrag der Vergütungen für die Geschäftsleitung und der höchste auf ein Mitglied der Geschäftsleitung entfallende Betrag unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Geschäftsleitungsmitglieds anzugeben[114]. Eine Offenlegung der individuellen Bezüge ist hier nicht erforderlich, weil sich bei der Abgeltung der Mitglieder der Geschäftsleitung im Gegensatz zur Abgeltung der Mitglieder des Verwaltungsrates das Problem des Selbstkontrahierens nicht stellt[115]. Indessen ist die Entschädigung des bestverdienenden Mitgliedes der Geschäftsleitung offen zu legen. Dadurch soll verhindert werden, dass jemand, anstatt sich in den Verwaltungsrat wählen zu lassen, in die Geschäftsleitung Einsitz nimmt,

[111] Art. 663c Abs. 3 E-OR.
[112] Art. 663b^{bis} Abs. 4 Ziff. 1 E-OR.
[113] BBl 2004, 4483; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 104 f.
[114] Art. 663b^{bis} Abs. 4 Ziff. 2 E-OR.
[115] BBl 2004, 4483; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 106.

um die Kostentransparenz zu verhindern[116]. Die gleichen Modalitäten gelten für Kredite und Darlehen an Mitglieder der Geschäftsleitung.

Vergütungen und Kredite an Personen, die Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung nahestehen, sind nach dem gleichen Muster offen zu legen wie Vergütungen und Kredite an die Verwaltungsrats- bzw. Geschäftsleitungsmitglieder selbst[117]. Zu beachten ist, dass die Namen der nahestehenden Personen nicht angegeben werden müssen. Dies bedeutet, dass die Gesamtbeträge der Vergütungen für die den Mitgliedern des Verwaltungsrats nahestehenden Personen anzugeben sind. Weiter ist anzugeben, welchen Verwaltungsratsmitgliedern diese Personen nahestehen, gegliedert nach den einzelnen Mitgliedern des Verwaltungsrates und unter Nennung von deren Namen (nicht jedoch der Namen der nahestehenden Personen). Bezüglich der den Mitgliedern der Geschäftsleitung nahestehenden Personen ist ebenfalls der Gesamtbetrag der Vergütungen anzugeben. Schliesslich sind die Entschädigungen an die Personen anzugeben, die dem Mitglied der Geschäftsleitung mit der höchsten Vergütung nahestehen[118].

Sodann müssen sämtliche bestehenden Beteiligungen von Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung offen gelegt werden, nicht etwa nur die jeweils im Geschäftsjahr erworbenen Rechte[119].

Beteiligungen von Personen, die einem Mitglied des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung nahestehen, sind ebenfalls beim betreffenden Organmitglied anzugeben[120].

4.3.4 Massgeblicher Zeitpunkt

Massgeblich für die Pflicht zur Offenlegung von Vergütungen ist der Zeitpunkt, in dem diese in der Rechnungslegung erfasst werden. Die entsprechenden Angaben haben nach Ansicht der Botschaft somit in demjenigen Geschäftsjahr zu erfolgen, in dem die Vergütungen geschuldet sind[121]. Bei Krediten und Beteiligungen ist nicht der im Geschäftsjahr

[116] BBl 2004, 4483; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 106.
[117] Art. 663b^{bis} Abs. 5 E-OR.
[118] BBl 2004, 4491.
[119] BBl 2004, 4491.
[120] BBl 2004, 4491.
[121] BBl 2004, 4491.

ausgerichtete Betrag massgebend, sondern die am Bilanzstichtag ausstehenden Beträge[122].

5. Ausblick

Die oben stehenden Ausführungen zeigen, dass sich die Corporate-Governance-Landschaft in der Schweiz in den letzten paar Jahren stark verändert hat. Zu bemerken ist einmal eine grössere Regelungsdichte im Bereich der Corporate Governance. Mit dem Entwurf einer Teilrevision des Obligationenrechts im Bereich Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung wird auch erstmals von der Selbstregulierung Abstand genommen, indem die betreffenden Fragen in einem Gesetz geregelt werden. In diesem Zusammenhang wird sich auch die Frage stellen, ob die fraglichen Regelungen in Zukunft auf börsenkotierte Gesellschaften beschränkt bleiben werden oder ob ähnliche Regeln auch ins allgemeine Aktienrecht Eingang finden werden. Auf jeden Fall muss wohl schon heute bei der Auslegung des allgemeinen Aktienrechts ein Blick auf die Corporate-Governance-Regeln geworfen werden, denn viele dieser Regeln konkretisieren letztlich bloss den von den Organen einer Aktiengesellschaft anzuwendenden Sorgfaltsmassstab[123]. Ebenfalls ist davon auszugehen, dass in den nächsten Jahren eine weitere Angleichung der schweizerischen Regelungen an die häufig immer noch strengeren internationalen Standards erfolgen wird.

[122] BBl 2004, 4491.
[123] Vgl. zum Beispiel Ziff. 16 Swiss Code betreffend Umgang mit Interessenkonflikten oder Ziff. 14 Swiss Code, wonach der Verwaltungsrat in der Regel mindestens viermal im Jahr zusammentritt.