

Die Unternehmung

Swiss Journal of Business Research and Practice

4/2007

Michael Rau und Dieter Pfaff

Management-Transaktionen in der Schweiz – Empirische Evidenz und Besonderheiten nach dem ersten Jahr

Matthias Benz und Bruno S. Frey

Was kann die Corporate Governance in der Schweiz von der Public Governance lernen?

Bernd Heimig und Silke Michalski

Wie viel Markt braucht eine Nonprofit-Organisation?

Diskussionsbeiträge zur Marktorientierung von Nonprofit-Organisationen

Manfred Bruhn und Andreas Lucco

Gerhard Speckbacher, Isabella Grabner und Pia Offenberger
Katharina Spraul

Beirat

Prof. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Prof. Dr. Luzi Hail, Prof. Dr. Christian Homburg,
Prof. Dr. Lutz Kruschwitz, Prof. Dr. Andreas Pfingsten, Prof. Dr. Gilbert Probst,
Prof. Dr. Stefan Reichelstein, Prof. Dr. Ralf Reichwald, Prof. Dr. Bernd Schmitt

Herausgeber

Prof. Dr. Manfred Bruhn, Universität Basel
Prof. Dr. Peter Gomez, Universität St. Gallen
Prof. Dr. Andreas Herrmann, Universität St. Gallen
Prof. Dr. Richard Kühn, Universität Bern
Prof. Dr. Dieter Pfaff, Universität Zürich
Prof. Dr. Martin Wallmeier, Universität Fribourg

Herausgegeben im Auftrag der
Schweizerischen Gesellschaft für Betriebswirtschaft (SGB)
Société suisse de gestion d'entreprise (SSG)



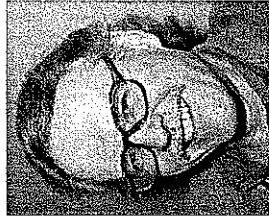
VERSUS

Was kann die Corporate Governance in der Schweiz von der Public Governance lernen?

Matthias Benz und Bruno S. Frey

Corporate Governance, Public Governance, politische Institutionen

Das vorliegende Papier schlägt eine neue Sicht auf Probleme der Corporate Governance in der Schweiz vor. Es wird analysiert, wie der Unternehmenssektor bezüglich Governance vom politischen Bereich lernen kann. Demokratien haben einzigartige Institutionen der Führung und Kontrolle von Akteuren im öffentlichen Bereich geschaffen, welche neue Einsichten für die Governance von Unternehmen geben können. Drei Bereiche werden diskutiert und konkret auf den Kontext der Schweizer Corporate Governance angewendet: Gewaltenteilung im Unternehmen, kompetitive Wahlen für Kernfunktionen in der Firma, und direkt-demokratische Beteiligungsrechte für Aktionäre.



This paper proposes a novel view on corporate governance in Swiss companies. It is analyzed how the corporate sector can learn from public governance. Democracies have developed unique institutions to control and discipline the behavior of executives in the public sphere; these institutions can give new insights into how to improve the governance of companies. Concrete applications for corporate governance in Switzerland are discussed in three areas: division of power, competitive elections, and direct-democratic rights for shareholders in important corporate decisions.

1. Einleitung

Die Unternehmenswelt ist in den letzten Jahren von heftigen Skandalen erschüttert worden. In den Vereinigten Staaten wie auch in Europa haben Bilanzfälschungsskandale und als exzessiv empfundene Managemententlohnungen intensive Debatten darüber ausgelöst, wie die Leitung und Kontrolle von Unternehmen (Corporate Governance) besser ausgestaltet werden könnte. Als Folge da-

von sind in vielen Ländern neue gesetzliche Grundlagen geschaffen oder Empfehlungen ausgearbeitet worden, wie sie beispielsweise in der Schweiz im «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» enthalten sind. In der Schweiz wird zudem gegenwärtig im Rahmen der Revision des Aktienrechts intensiv über Fragen der «richtigen» Corporate Governance diskutiert.
Das vorliegende Papier hat zum Ziel, Probleme der Corporate Governance aus einem

neuartigen Blickwinkel zu analysieren. Im Zentrum steht die Frage, ob der Unternehmenssektor bezüglich Governance vom politischen Bereich lernen kann. Demokratien haben einzigartige Institutionen der Führung und Kontrolle von Akteuren im öffentlichen Bereich geschaffen, welche neue Einsichten für die Governance von Unternehmen geben können. Dies gilt insbesondere für die Schweiz, wo die demokratischen Rechte und Kontrollmöglichkeiten staatlicher Entscheidungsträger stark ausgebaut sind. Während in den letzten Jahren häufig argumentiert wurde, der öffentliche Sektor solle vom privaten Sektor lernen (insbesondere im Rahmen des New Public Management), wird hier eine noch weitgehend unerforschte gegenteilige Richtung der Beeinflussung vorgeschlagen: die Corporate Governance kann von der Public Governance lernen.

In zwei Studien haben wir bereits theoretische Argumente dargelegt, wie Institutionen des politischen Bereichs fruchtbar auf die Corporate Governance angewandt werden können (Frey/Benz 2005; Benz/Frey 2007). In diesem Papier werden die entwickelten Vorschläge konkret auf den schweizerischen Kontext angewendet. Es wird untersucht, wie sich neuartige, aus dem politischen Bereich stammende Institutionen in die bestehende Corporate Governance der Schweiz einfügen lassen, und wo allenfalls bereits verwandte Elemente bestehen. Dabei sollen neue Einsichten in drei Bereichen gewonnen werden: Erstens besteht ein konstitutives Merkmal demokratischer Verfassungen im Prinzip der Gewaltenteilung. Demokratien trennen streng zwischen den klassischen Bereichen Legislative, Exekutive und Judikative, um ein geeignetes System der «checks and balances» sicherzustellen. In Unternehmen wird das Prinzip der Gewaltenteilung oft weit weniger strikt angewendet. Häufig bestehen Verflechtungen zwischen der Vertretung der «Legislative» (dem Verwaltungsrat) und der

«Exekutive» (der Geschäftsleitung), insbesondere wenn der Verwaltungsratspräsident der Unternehmung gleichzeitig auch CEO ist. Verflechtungen existieren aber auch in anderen, bisher weit weniger beachteten Bereichen, wie dem Einfluss des CEO im Nominierungsprozess für neue Verwaltungsratsmitglieder. Wir stellen dar, wie das Prinzip der Gewaltenteilung in der Schweizer Corporate Governance gegenwärtig angewendet wird (insbesondere auch im Vergleich zu anderen Ländern wie den USA) und zeigen, in welchen Bereichen eine stärkere Berücksichtigung von Gewaltenteilung zu einer verbesserten Corporate Governance führen könnte. Zweitens ist die wohl wichtigste Eigenschaft von Demokratien die Existenz von politischem Wettbewerb. Demokratie kann als Konkurrenz von Parteien um die Regierungsmacht verstanden werden (Downs 1957); sie funktioniert nur in geeigneter Weise, wenn die Bürger eine Auswahl zwischen verschiedenen Parteien oder Kandidaten haben. In Unternehmen fehlt dieses Element des Wettbewerbs fast vollständig: Aktionäre können beispielsweise kaum je unter verschiedenen Kandidaten für einen Sitz im Verwaltungsrat auswählen. Wir zeigen anhand einer Erhebung für die Schweizer SMI-Firmen in den Jahren 2001–2005, dass nur sehr selten kompetitive Wahlen für Verwaltungsratsitze stattfinden. Die Wahlmöglichkeiten der Aktionäre sind auch in anderen Bereichen der Corporate Governance eingeschränkt. Wir legen dar, dass die Corporate Governance im Bereich des institutionalisierten Wettbewerbes von der politischen Governance lernen könnte; paradoxerweise nimmt der politische Bereich den ökonomischen Grundgedanken des Wettbewerbs hier enger als die Unternehmen wahr.

Ein drittes und im schweizerischen Kontext besonders wichtiges Element der Public Governance sind direkt-demokratische Einflussmöglichkeiten der Bürger. In der polit-

ökonomischen Literatur ist gezeigt worden, dass direkt-demokratische Systeme eigen-nütziges Verhalten von Parlamentariern und Regierung wirksamer kontrollieren und einschränken als rein repräsentative Demokratien, und dass sie zu einer näher an den Präferenzen der Bürger liegenden Politik führen. Stärkere direkte Mitspracherechte von Aktionären in konkreten Sachfragen der Unternehmung können deshalb auch zu einer wirksameren Corporate Governance führen. Wir diskutieren dies anhand von Bereichen der Unternehmenspolitik wie der «Corporate Social Responsibility» und der Entlohnung des Managements. Die Erfahrungen aus der Public Governance legen nahe, dass den Aktionären bei der Festlegung der Leitplanken dieser Politiken stärkere Mitspracherechte gewährt werden sollten.

Das Papier ist wie folgt aufgebaut. Abschnitt 2 gibt eine kurze Übersicht über den Forschungsstand zur Corporate Governance und motiviert darauf aufbauend die eigene Analyse. In den folgenden Abschnitten werden die einzelnen Bereiche diskutiert, in denen die Corporate Governance in der Schweiz von der Public Governance lernen kann: Gewaltenteilung (Abschnitt 3), kompetitive Wahlen für Kernfunktionen in der Firma (Abschnitt 4) und stärker ausgebaut direkte Aktionärsrechte (Abschnitt 5). Im letzten Abschnitt 6 werden die Überlegungen zusammengefasst und ein Ausblick auf weitere Forschungsfragen gegeben.

2. Corporate Governance im Lichte bisheriger Forschung

Probleme der Corporate Governance sind in den letzten Jahren sowohl in der wissenschaftlichen Literatur wie auch in Unternehmen und Öffentlichkeit intensiv diskutiert worden (siehe allgemein z.B. Kraakman et

al. 2004; Grandori 2004; Holmstrom/Kaplan 2003, und spezifisch für die Schweiz, z.B. Hofstetter 2002; Beiner et al. 2006; Meyer/Staub 2005). Die mittlerweile sehr umfassende internationale Fachliteratur wurde in mehreren Übersichtsartikeln zusammengefasst, so aus ökonomisch-rechtlicher Sicht beispielsweise von Becht et al. (2002) und aus einem betriebswirtschaftlichen Blickwinkel von Daily et al. (2003). Im Zentrum der theoretischen und empirischen Analysen standen dabei verschiedene Elemente der Corporate Governance, die auf unterschiedlichen Ebenen eine an der Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtete Unternehmensführung sicherzustellen versuchen. Auf unterster und grundlegendster Ebene wurde insbesondere die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensübernahmen als zentrales Element der Corporate Governance analysiert. Im Fokus dieses Forschungsstranges steht, wie Aktionäre mittels Verkauf oder Erwerb einer Firma, aber auch durch die Wahl eines neuen Verwaltungsrates oder durch andere direkte Eingriffsmöglichkeiten eine Corporate Governance gemäss ihren Präferenzen durchsetzen können (siehe z.B. Bebchuk 2005a; 2006). Auf mittlerer Ebene sind vor allem die Einflüsse verschiedener Eigenschaften des Verwaltungsrates (oder des amerikanischen «boards») auf den Unternehmenswert untersucht worden. Im Zentrum der Analysen stehen beispielsweise der Zusammenhang zwischen der Anzahl unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder und der Firmenperformance, sowie der Grösse des Verwaltungsrates oder der Personalunion von Verwaltungsratspräsident und CEO (z.B. Dalton et al. 1998). Auf oberster Ebene schliesslich hat vor allem die Art der Managemententlohnung im Zentrum des Interesses gestanden. Besondere Aufmerksamkeit hat in der Literatur der Zusammenhang zwischen aktienbasierter Anreizentlohnung und Unternehmensperformance ge-

funden (z. B. Jensen/Murphy 1990; Dalton et al. 2003; Frey/Osterloh 2005).

Trotz der mittlerweile beinahe unüberschaubar gewordenen Fachliteratur ist in der bisherigen wissenschaftlichen Diskussion stark vernachlässigt worden, dass zur Analyse und Lösung von Corporate Governance Problemen auch auf Erfahrungen und Einsichten aus der Public Governance zurückgegriffen werden könnte. Dies bietet sich an, da aus einer politisch-ökonomischen Sicht die Grundziele von Corporate Governance und Public Governance strukturell sehr ähnlich sind. Sowohl in der demokratischen Politik wie auch in der Unternehmensführung bestehen vergleichbare Prinzipal-Agenten-Probleme. Während in der Politik das Hauptziel der Public Governance darin besteht, dass Politiker mit diskretionärem Spielraum eine an den Zielen und Wünschen der Bürger ausgerichtete Politik verfolgen, soll in der Unternehmenswelt die Corporate Governance sicherstellen, dass das Management eine Unternehmung im besten Interesse der Aktionäre (oder einer breiteren Gruppe von «Stakeholdern») führt. Durch diese strukturellen Ähnlichkeiten entstehen – zumindest potentiell – Möglichkeiten des gegenseitigen Lernens zwischen dem politischen und dem wirtschaftlichen Bereich (Frey/Benz 2005; Benz/Frey 2007). Aufbauend auf diesen Ansatz werden im folgenden Überlegungen angestellt, wie Institutionen aus dem politischen Bereich neuartig auf die Leitung und Kontrolle von Unternehmen in der Schweiz angewandt werden können. Ein Vorteil dieses Vorgehens ist, dass die entwickelten Vorschläge nicht auf utopischen Idealvorstellungen aufbauen, sondern dass konkrete Vergleiche mit existierenden und bewährten Institutionen des politischen Bereichs angestellt werden. Dadurch versprechen sich neuartige und dennoch realistische Ansätze zu ergeben, wie Unternehmen ihre Corporate Governance verbessern können.

Das gewählte Vorgehen besitzt eine gewisse Verwandtschaft mit Hayeks Konzept des institutionellen Wettbewerbs (Hayek 1948; siehe auch Wohlgemuth 2007). In Hayeks Sicht bilden sich durch die Konkurrenz zwischen verschiedenen institutionellen Arrangements jene Institutionen heraus, die für einen bestimmten Bereich effizient sind. Die in den folgenden Abschnitten gemachten Vorschläge können in diesem Sinne verstanden werden: Die Analyse der Public Governance kann Einsichten dafür generieren, wie die Corporate Governance verbessert werden könnte. Allerdings besteht auch ein gewichtiger Unterschied: In Hayeks Sicht kann die Auswahl der «effizienten» Institutionen nur durch einen möglichst offenen institutionellen Wettbewerb erreicht werden (etwa den Wettbewerb zwischen verschiedenen Corporate Governance-Systemen). Die Vorschläge von Wissenschaftlern, wie sie im Folgenden gemacht werden, können deshalb lediglich ein Input für einen solchen Such- und Anpassungsprozess sein; sie sind als Ideen für Innovationen zu sehen, die sich allenfalls in der Praxis bewähren.

3. Gewaltenteilung

Ein zentrales Element von demokratischen Verfassungen ist das Prinzip der Gewaltenteilung. Demokratien trennen strikt zwischen den drei klassischen Gewalten der Exekutive, Legislative und Judikative. Das Hauptziel dieser Trennung ist, die Machtakkumulation von Entscheidungsträgern zu verhindern. Die gegenseitige Kontrolle der drei staatlichen Gewalten hat zum Zweck, die Bürger zumindest teilweise vor Auswüchsen des staatlichen Gewaltmonopols zu schützen. Dieses Prinzip der «checks and balances» wird in vielen demokratischen Verfassungen aktiv propagiert, am prominentesten wohl in der amerikanischen Verfassung.

In der Corporate Governance wird das Prinzip der Gewaltenteilung oft viel weniger strikt angewendet als im politischen Bereich. Bis vor kurzem wurde beispielsweise mangelhaft zwischen den Funktionen der Exekutive und der Rechnungsprüfung unterschieden. Die Geschäftsleitung einer Firma bestimmte oft die Wahl der Rechnungsprüfungsgesellschaft, welche die Einhaltung der Rechnungslegungsregeln durch die «Exekutives» ähnlich einer «Judikative» überwachen sollte. Gleichzeitig bestanden und bestehen noch heute häufig Interessenskonflikte, indem Rechnungsprüfungsgesellschaften neben Auditing-Aufträgen auch Beratungsmandate derselben Firma annehmen (Economist 2004). Diese mangelnde Gewaltenteilung wurde in den USA im Rahmen der Sarbanes-Oxley Reform zumindest teilweise korrigiert, und auch in der Schweiz haben Firmen in den letzten Jahren vermehrt Anstrengungen unternommen, die Unabhängigkeit der Revisionsstellen zu gewährleisten (z. B. Hofstätter 2002). Insofern hat das demokratische Postulat der Gewaltenteilung in der Unternehmenswelt verstärkt Beachtung gefunden.

Der wohl wichtigste Bereich, in dem das Prinzip der Gewaltenteilung in Firmen nur mangelhaft Anwendung findet, ist die Trennung zwischen den Funktionen des Verwaltungsratspräsidenten und des Geschäftsführers (CEO). Der Verwaltungsratspräsident ist der höchste Vertreter der «Legislative» und leitet in dieser Funktion auch die Generalversammlung, welche das oberste gesetzgeberische Organ einer Schweizer Aktiengesellschaft darstellt. Im Gegensatz dazu ist der CEO der höchste Repräsentant der «Exekutive». Die mangelnde Gewaltenteilung zwischen diesen beiden Funktionen hat insbesondere in der Diskussion um die amerikanische Corporate Governance grosse Beachtung gefunden (Dalton et al. 1998; Benz/Frey 2007). Es stellt sich daher die Frage, ob

sie auch im schweizerischen Kontext von ähnlich grosser Relevanz ist.

Ein vergleichender Blick auf die schweizerischen und amerikanischen Verhältnisse zeigt, dass in der Schweiz das Prinzip der Gewaltenteilung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung weit ernster genommen wird als in den USA. Dies gilt in zweierlei Hinsicht. Zum ersten sind die Funktionen von VR-Präsident und CEO in der Schweiz viel häufiger getrennt als in den USA. Die beiden Funktionen wurden im Jahre 2002 in nur 18 Prozent der Schweizer Grossfirmen von derselben Person bekleidet (Schmid/Zimmermann 2005, anhand einer Stichprobe von 164 börsenkotierten Schweizer Unternehmen). Im Gegensatz dazu waren in 77 Prozent aller S&P500 Firmen im Jahre 2004 die CEOs gleichzeitig auch Verwaltungsratspräsidenten (The Corporate Library 2004). Zum zweiten ist die Gewaltenteilung in der Schweiz nicht nur häufiger vorhanden, sondern auch von anderer Qualität. So sind die Verwaltungsratspräsidenten in Schweizer Grossfirmen weitgehend unabhängig vom Management. Die meisten von ihnen haben nie selbst eine exekutive Funktion in der Firma ausgeübt, in der sie als VR-Präsident fungieren, sondern sind Vertreter eines Grossaktionärs, der Gründungsfamilie oder gar völlig Aussenstehende, wie selbständige Juristen und Anwälte (Schmid/Zimmermann 2005). In den wenigen Fällen, in denen bei amerikanischen Grossfirmen die Positionen von VR-Präsident und CEO getrennt sind, sind die «chairmen» hingegen überwiegend ehemalige CEOs derselben Firma (Benz/Frey 2007). Man kann daraus schliessen, dass die amerikanische Corporate Governance weit mehr vom demokratischen Prinzip der Gewaltenteilung zu lernen hat als ihr Schweizer Gegenstück. Ein Teil dieser Tatsache dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Aktionäre von

Schweizer Firmen viel weiter ausgebaut Rechte zur direkten Wahl des VR-Präsidenten haben als in den USA. Unter Schweizerischem Aktienrecht können die Aktionäre an jeder Generalversammlung eine Direktwahl des VR-Präsidenten mittels einer Statutenänderung verlangen (OR §712.2; *Forstmoser et al.* 1996, §22, N19), während das amerikanische Unternehmensrecht den Aktionären dieses Recht weitgehend verwehrt (*Benz/Frey* 2006). Die Aktionäre haben demnach in der Schweiz stark ausgebaut «verfassungsmässige» Rechte, eine Corporate Governance nach ihren Präferenzen einzuführen (siehe auch Abschnitt 5). Als Konsequenz können sie im Prinzip auch jenes Ausmass an Gewaltenteilung durchsetzen, das ihnen angemessen erscheint.

Trotz den ausgebauten Aktionärsrechten gibt es wohl dennoch Bereiche, in denen die Aktionäre nur ungenügend über das tatsächliche Ausmass der Gewaltenteilung in der Unternehmung informiert sind. Ein solcher Bereich, der in der wissenschaftlichen und öffentlichen Diskussion bisher noch wenig Beachtung gefunden hat, ist der Nominierungsprozess für neue Verwaltungsratsmitglieder. Die Wahl des Verwaltungsrates gehört zu den wichtigsten Kompetenzen der Aktionäre; dementsprechend zentral ist die geeignete Auswahl von potentiellen Mitgliedern für die «Legislative» der Unternehmung. Im Gegensatz zur Ansicht, dass bei der Nominierung von Verwaltungsratsmitgliedern der Gewaltenteilung besondere Beachtung geschenkt werden sollte, wird die Auswahl potentieller Kandidaten in der Realität jedoch meist von den CEOs dominiert. Studien für den amerikanischen Kontext zeigen, dass die CEOs in etwa der Hälfte der «Fortune 500»-Firmen einen massgeblichen Einfluss auf den Nominierungsprozess ausüben, und dass in der Folge eher Kandidaten nominiert werden, die dem CEO genehm

sind (*Shivdasani/Yermack* 1999). Die Situation in der Schweiz dürfte ähnlich sein, wenn auch detaillierte Studien zum Thema fehlen. So legt beispielsweise die Novartis AG in den Regeln ihres «Nomination Committee» explizit fest: «The Committee has the following roles and responsibilities: [...] with the participation of the Chairman and CEO, actively seek, interview and screen individuals qualified to become Board members for recommendation to the Board» (*Novartis* 2005, 30). Der Nominierungsprozess von Verwaltungsratsmitgliedern ist demnach ein Bereich, in dem Aktionäre von Schweizer Firmen verstärkt auf die Einhaltung des demokratischen Prinzips der Gewaltenteilung pochen könnten.

Ähnlich wie bei den Nominierungs-Komitees wird die Gewaltenteilung auch bei den Kompensations-Komitees zu wenig beachtet. In der Schweiz sind zwar viele CEOs nicht mehr formell Mitglieder des Kompensations-Ausschusses, aber in der Praxis nehmen faktisch alle CEOs an den Sitzungen dieser Ausschüsse teil.¹ Den CEOs kommt dabei meist die Rolle zu, die Leistungen der anderen Geschäftsleitungsmitglieder zu beurteilen und dem Gremium beratend beizustehen. Auch wenn sie in Fragen des eigenen Salärs jeweils in Ausstand treten, können sie damit entscheidenden Einfluss auf die Struktur ihrer eigenen Kompensation nehmen.

Insgesamt kann der Schweizer Corporate Governance in Bezug auf Gewaltenteilung kein schlechtes Zeugnis ausgestellt werden. Im Vergleich zu anderen Ländern, insbesondere den USA, wird dieses demokratische Prinzip ernster genommen, und die Aktionäre haben weitgehende Rechte, die Unternehmensverfassung in Richtung stärkerer Gewaltenteilung zu ändern, wenn sie dies als wichtig erachten. Dennoch bestehen einige Bereiche, in denen die Corporate

Governance von der Public Governance lernen kann. Dies ist insbesondere beim Nominierungsprozess für neue Verwaltungsratsmitglieder der Fall, der gegenwärtig noch oft so verläuft, wie wenn der Schweizer Bundesrat die zukünftigen Mitglieder des Nationalrates oder Ständerates vorschlagen würde. Im politischen Bereich würde dies ohne Zweifel als schwere Verletzung der Gewaltenteilung angesehen, im wirtschaftlichen Bereich hingegen hat diese Praxis noch wenig Aufmerksamkeit von Aktionären und Beobachtern gefunden. Auch im Bereich der Kompensations-Ausschüsse wird das Prinzip der Gewaltenteilung noch wenig angewendet; hier könnte etwa die direkte Wahl der Mitglieder des Kompensations-Komitees Abhilfe schaffen (vgl. nächster Abschnitt).

4. Kompetitive Wahlen

Eine zweite zentrale Eigenschaft von demokratischen Institutionen sind kompetitive Wahlen. Demokratie kann als der Wettbewerb zwischen Parteien und Kandidaten um Wählerstimmen verstanden werden (*Schumpeter* 1942; *Downs* 1957). Eine fundamentale Voraussetzung ist dabei, dass der demokratische Wettbewerb offen und einer Vielzahl von Parteien und Kandidaten zugänglich ist. Die Wählenden müssen eine Auswahl zwischen verschiedenen Kandidaten und Parteien haben, damit sie ihre politischen Präferenzen in geeigneter Weise ausdrücken können. Dieser Aspekt ist so wichtig, dass Wahlen mit nur einer antretenden Partei oder einer fehlenden Auswahl von Kandidaten generell als undemokratisch angesehen werden.

Wahlen spielen auch in der Corporate Governance eine zentrale Rolle. Es gehört zu den wichtigsten Kompetenzen der Generalversammlung in Schweizer Firmen, die Mitglieder des Verwaltungsrates und die Revi-

stionsstelle zu wählen (OR §698.2), und auch in anderen Nationen mit einem entwickelten Unternehmensrecht haben Aktionäre ähnliche Wahlrechte (*Kraakman et al.* 2004). Zwischen dem wirtschaftlichen und politischen Bereich besteht jedoch ein fundamentaler Unterschied. Wahlen in Unternehmen sind beinahe nie kompetitiv. Die Aktionäre haben kaum je eine Auswahl zwischen verschiedenen Kandidaten für den Verwaltungsrat oder zwischen verschiedenen Revisionsfirmen. Im Gegenteil wird meist ein einziger Kandidat für eine freierwählende Position vorgeschlagen; dieser wird dann mit überwiegender Mehrheit gewählt.

4.1 Empirische Evidenz zur Häufigkeit kompetitiver Wahlen

Das Fehlen kompetitiver Wahlen in Unternehmungen ist allgemein bekannt, aber bisher kaum detailliert untersucht worden. *Bechtuk* (2005b) hat die ersten systematischen Erhebungen zur Frage vorgelegt, wie oft in den USA in den Jahren 1996–2004 kompetitive Wahlen für Verwaltungsratsitze stattgefunden haben. Die Resultate zeigen, dass dies bei Firmen mit einer Marktkapitalisierung von über 200 Mio. US\$ insgesamt nur 17 Mal der Fall war, d.h. durchschnittlich zweimal pro Jahr. Von diesen 17 alternativen Wahlvorschlägen waren wiederum nur 2 erfolgreich. Dies bedeutet, dass es den Aktionären in amerikanischen Grossunternehmen insgesamt nur zwei Mal über einen Zeitraum von neun Jahren gelungen ist, einen alternativen, nicht vom Verwaltungsrat selbst vorgeschlagenen Kandidaten durchzusetzen. Dieser Umstand hat zu weitreichenden Vorschlägen geführt, wie das amerikanische Wahlsystem für Verwaltungsratsitze reformiert werden könnte (*Bechtuk* 2005a,b). Angesichts der amerikanischen Verhältnisse bei Verwaltungsratswahlen stellt sich die Frage, wie sich die Situation in der

Schweiz darstellt. Um systematische Evidenz dazu zu erhalten, haben wir bei den im Swiss Market Index (SMI) enthalten Firmen eine Erhebung durchgeführt; es sind dies die 26 grössten Schweizer Firmen mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von 26,8 Mrd. CHF (per Ende 2004). Die Firmen wurden angefragt, ob sie die Protokolle ihrer Generalversammlungen der Jahre 2001–2005 für eine Untersuchung zur Verfügung stellen würden. Insgesamt 10 Firmen haben dieser Anfrage entsprochen oder stellten die relevanten Angaben bereits öffentlich auf ihrer Homepage bereit; für 7 Firmen sind die Informationen für sämtliche Jahre vorhanden. Die Stichprobe ist somit nicht sehr gross und zweifellos auch nicht repräsentativ für die Gesamtheit der Schweizer Aktiengesellschaften. Es lassen sich aber wohl dennoch einige interessante Einblicke in die Praxis der Verwaltungsratswahlen in der Schweiz gewinnen. In *Tabelle 1* ist ausgewiesen, wie oft es in den betrachteten Firmen in den Jahren 2001–2005 zu Wiederwahlen und Neuwahlen für den Verwaltungsrat gekommen ist, wie hoch die durchschnittliche Zustimmungsquote bei diesen Wahlgeschäften war, und wie oft kompetitive Wahlen mit von Aktionären vorgeschlagenen Kandidaten stattgefunden haben.

Tabelle 1 zeigt deutlich, dass Verwaltungsratswahlen in der Schweiz generell ähnlich

verlaufen, wie dies von *Bebchuk* (2005b) für die USA ermittelt wurde und wie dies in der Öffentlichkeit allgemein wahrgenommen wird. In den Jahren 2001–2005 wurden in den 10 betrachteten Grossfirmen 153 Personen zur Wiederwahl in den Verwaltungsrat vorgeschlagen. Alle diese Kandidaten wurden ohne Gegenvorschläge gewählt, mit einer durchschnittlichen Zustimmungquote von 98,6 Prozent. Der tiefste Ja-Stimmenanteil bei einer Einzelwahl betrug im Beobachtungszeitraum 75,9 Prozent, und über die Hälfte der Kandidaten erhielten mehr als 99 Prozent der Stimmen. Ähnlich stellt sich das Bild bei Neuwahlen in den Verwaltungsrat dar. Die insgesamt 41 Kandidaten wurden ebenfalls mit einer durchschnittlichen Zustimmung von 98,6 Prozent gewählt. Hier gab es aber immerhin vier Fälle, in denen Aktionäre eigene Kandidaten portierten und somit kompetitive Wahlen auslösten. Es handelt sich dabei um die Übernahme der Firma Unaxis durch die österreichische Beteiligungsgesellschaft Victory, die im Jahre 2005 vier Kandidaten zur Wahl in den Verwaltungsrat vorgeschlagen hatte.

Um die Existenz kompetitiver Verwaltungsratswahlen in der Schweiz weiter zu untersuchen, haben wir in einer zusätzlichen Analyse die Datenbanken LexisNexis und NZZ 1993–2006 nach entsprechenden Fällen durchsucht. Diese erweiterte Sicht

Jahr	Anzahl Firmen	Anzahl Wiederwahlen	Davon kompetitiv	Anteil Ja-Stimmen (in %)	Anzahl Neuwahlen	Davon kompetitiv	Anteil Ja-Stimmen (in %)
2001	7	36	0	99,4	0	0	–
2002	8	26	0	96,9	11	0	98,4
2003	8	26	0	98,8	10	0	99,2
2004	9	26	0	98,9	8	0	98,8
2005	10	39	0	98,9	12	4	98,0
Total	–	153	0	98,6	41	4	98,6

Tabelle 1: Verwaltungsratswahlen in Schweizer Grossfirmen, 2001–2005 (Datenquelle: Eigene Erhebung)

zeigt, dass kompetitive Verwaltungsratswahlen in der Schweiz zwar nicht häufig vorkommen, aber prinzipiell möglich scheinen. Im Jahr 2006 kam es immerhin bei den Firmen Saurer und SIG zu Kampfahlen, die teilweise sogar erfolgreich waren (siehe NZZ 2006a, b). Im Jahre 2001 wurde bei der Firma SCS eine Verwaltungsrätin abgewählt, und bei der Firma Conventum war im Jahre 2006 eine Kampfahl im Gespräch. Kompetitive Wahlen scheinen demnach kein prinzipiell fremdes Element in der Schweizer Corporate Governance darzustellen.

4.2 Die Chancen kompetitiver Verwaltungsratswahlen in der Schweiz

Ein detaillierter Vergleich zwischen den schweizerischen und amerikanischen Verhältnissen in der Corporate Governance zeigt, dass in der Schweiz tatsächlich viel bessere Voraussetzungen für kompetitive Wahlen bestehen als in den USA. Das Schweizerische Aktienrecht legt fest, dass jeder Einzelaktionär an der Generalversammlung Kandidaten für den Verwaltungsrat vorschlagen kann (*Forstmoser et al.* 1996, §23, N30). In den USA ist dies für Aktionäre wegen des «Proxy»-Wahlsystems (Abstimmung mittels Bevollmächtigungen) nicht oder nur unter sehr hohen Kosten möglich (dazu ausführlich *Bebchuk* 2005a, b). Dieser Unterschied kann einerseits erklären, warum es in der Schweiz tendenziell häufiger zu kompetitiven Wahlen für den Verwaltungsrat kommt. Andererseits ist der Unterschied aber auch deshalb wichtig, weil damit den Aktionären von Schweizer Firmen ein «verfassungsmässiges» Recht auf kompetitive Wahlen eingeräumt wird. Aktionäre können relativ einfach eigene Kandidaten portieren, wenn sie mit den vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Kandidaten unzufrieden sind. Diese glaubhafte Drohung führt dazu, dass

der Verwaltungsrat bereits ex ante nur solche Kandidaten auswählen und vorschlagen wird, die bei den Aktionären grosse Zustimmungschancen besitzen.

Insgesamt stellt sich demzufolge die Frage, ob die Schweizer Corporate Governance im Hinblick auf kompetitive Wahlen noch verstärkt von der Public Governance lernen könnte. Einerseits kann man dazu die Sicht einnehmen, dass vor allem das «verfassungsmässige» Recht der Aktionäre zum Vorschlag von Kandidaten wichtig ist (siehe dazu auch *Benz/Frey* 2006). Wenn Aktionäre kompetitive Wahlen als ein relevantes Element der Corporate Governance erachten, dann können sie diese in der Schweiz relativ einfach herbeiführen. Andererseits kann aber auch argumentiert werden, dass die Aktionäre in dieser Hinsicht zu passiv sind und ihre Rechte zu wenig wahrnehmen. Dies hat sicherlich mit dem bekannten «Öffentlich-Gut»-Problem bei der Aktionärsvertretung zu tun (z. B. *Black* 1990), aber es dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass kompetitive Wahlen nach wie vor nicht wie in Demokratien als «Normalfall» angesehen werden, sondern eher als letztes Mittel des Aktionärswiderstandes. Diesbezüglich haben die zunehmend wichtiger institutionellen Investoren eine besondere Verantwortung wahrzunehmen (in der Schweiz insbesondere die Pensionskassen). Die institutionellen Investoren besitzen die nötige Stimmkraft, um kompetitive Wahlen zu einem relevanten Element in der Schweizer Corporate Governance werden zu lassen. Es ist durchaus vorstellbar, dass sich die Pensionskassen einen Pool von (professionellen) Verwaltungsräten aufbauen, die bei Bedarf in kompetitiven Verwaltungsratswahlen antreten können und die Anliegen der institutionellen Investoren in die Unternehmungen tragen – ähnlich wie dies die Parteien als Intermediäre im politischen Bereich tun.

Die Wirksamkeit kompetitiver Wahlen könnte zudem in der Schweiz noch weiter ausgebaut werden, indem den Aktionären nicht nur die Möglichkeit gegeben würde, Kandidaten vorzuschlagen, sondern diese auch direkt für spezifische Funktionen in den verschiedenen Ausschüssen des Verwaltungsrates zu wählen, beispielsweise für den Nominierungs- oder den Kompensations-Ausschuss. Unter dem geltenden Aktienrecht fällt dies in die alleinige und unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates (Forstmoser et al. 1996, §22, N19). Eine direkte und kompetitive Wahl durch die Aktionäre hätte den Vorteil, dass die entsprechenden Mitglieder der Ausschüsse eine besondere, institutionell begründete Legitimität erhielten. Dies erlaube ihnen, die Position der Aktionäre gegenüber dem Management wirksamer zu vertreten.

5. Direkt-demokratische Rechte

Ein drittes Merkmal, das politische Institutionen insbesondere in der Schweiz auszeichnet, sind direkt-demokratische Einflussmöglichkeiten der Bürger. Demokratische Beteiligungsrechte stellen einen zentralen Bestandteil jeder staatlichen Verfassung dar. Die Möglichkeiten der demokratischen Beteiligung unterscheiden sich allerdings stark zwischen verschiedenen politischen Systemen. Während in Autokratien oder Diktaturen demokratische Rechte stark eingeschränkt sind, gewähren repräsentative Demokratien ihren Bürgern üblicherweise das Recht, Regierung und Parlament in regelmässiger wiederkehrender Wahlen zu bestimmen und selbst für politische Mandate zu kandidieren. In stärker direkt-demokratisch organisierten Gebietskörperschaften wie der

Schweiz haben Bürger darüber hinaus die Möglichkeit, Initiativen und Referenden zu lancieren und über einzelne Sachfragen abzustimmen.

Die Corporate Governance Systeme einzelner Länder lassen sich in ähnlicher Weise in «direkte Demokratien» und «repräsentative Demokratien» unterteilen wie im politischen Bereich. So haben die Aktionäre im amerikanischen Unternehmensrecht kaum direkte Eingriffsrechte in Fragen der Corporate Governance, sondern besitzen im wesentlichen nur die Kompetenz, den Verwaltungsrat zu wählen oder abzusetzen (siehe z.B. Blair/Stout 1999, 2001; Kraakman et al. 2004; Bebchuk 2005a). Im Gegensatz dazu räumt das Schweizerische Aktienrecht, möglicherweise in Anlehnung an das politische System der Schweiz, den Aktionären relativ weitgehende Eingriffsmöglichkeiten ein (Benz/Frey 2006). Die Eigentümer von Schweizer Firmen haben beispielsweise das Recht, die Statuten der Unternehmung jederzeit zu ändern (im Rahmen des gesetzlich Zulässigen), während dies in den USA nur der Verwaltungsrat veranlassen darf. Weiter können die Aktionäre in der Schweiz eine Direktwahl des Verwaltungsratspräsidenten verlangen, massgeblichen Einfluss auf die Ausschüttung von Dividenden nehmen, oder die Kapitalstruktur der Firma verändern. In anderen Bereichen sind jedoch ihre Einflussmöglichkeiten per Gesetz unterbunden. So ist beispielsweise die Wahl des CEO eine unentziehbare Aufgabe des Verwaltungsrates (OR §716a; Forstmoser et al. 1996, §22, N28), und auch andere Aspekte der Geschäftsführung, wie die Festlegung der Managemententlohnung oder einer «Corporate Social Responsibility»-Politik, fallen in die alleinige Kompetenz des Verwaltungsrates.

Die Erfahrungen aus dem politischen Bereich zeigen, dass ausgebaute direkt-demokratische Rechte es den Bürgern ermög-

lichen, eine näher an ihren Präferenzen liegende Politik durchzusetzen. Eine mittlerweile umfassende empirische Literatur zu den Auswirkungen der Direkten Demokratie macht deutlich, dass in direkt-demokratischen Gebietskörperschaften jene Prinzipal-Agenten-Probleme weniger stark auftreten, wie sie auch im Unternehmenssektor bestehen (für ausführliche Übersichten, siehe Matsusaka 2005; Frey/Stutzer 2006). Bürger mit stärker ausgebauten direkt-demokratischen Rechten vermögen beispielsweise das «empire building» von Politikern stärker einzuschränken (d.h., eine übermässige Ausdehnung der Staatsstätigkeit). Gleichzeitig sind die öffentlichen Leistungen besser (was mit der Rendite auf dem eingesetzten Kapital verglichen werden kann), und die öffentlichen Investitionsvorhaben entsprechen eher den Wünschen der Bevölkerung. Dies legt nahe, dass ausgebaute direkt-demokratische Einflussmöglichkeiten nicht nur im politischen Bereich, sondern auch bei der Überwindung von Prinzipal-Agenten-Problemen in der Corporate Governance einen wichtigen Beitrag leisten können.

Wie erwähnt sind die direkten Einflussmöglichkeiten von Aktionären in Schweizer Firmen bereits relativ weit ausgebaut, insbesondere im Vergleich zu anderen Ländern wie den USA. Dennoch scheint es überlegenswert, ob die Aktionärsrechte in der Schweiz nicht noch weiter gefasst werden könnten. In Analogie zur Direkten Demokratie kann argumentiert werden, dass die «Kompetenz-Kompetenz» prinzipiell den Aktionären einer Firma zustehen sollte (oder, in einer breiteren Sicht, allen Stimmberechtigten einer Firma, was auch andere «Stakeholder»-Gruppen umfassen kann). Mit dem Begriff «Kompetenz-Kompetenz» ist gemeint, dass Aktionäre zwar meist nicht über detaillierte Sachfragen abstimmen werden wollen, aber grundsätzlich die Kompetenz

besitzen sollten, eine Entscheidung über diese Sachfragen an sich zu ziehen, wenn sie dies als relevant erachten. Beispielsweise werden Aktionäre die Wahl des CEO in der überwiegenden Zahl der Fälle an den Verwaltungsrat delegieren, und sie werden es vorziehen, wenn der Verwaltungsrat die Leitplanken für die Managemententlohnung oder die «Corporate Social Responsibility»-Politik bestimmt. Gleichzeitig sollten Aktionäre aber die Kompetenz haben, in diesen Sachfragen direkt einzugreifen, wenn sie mit dem Vorgehen des Verwaltungsrates nicht einverstanden sind. Gegenwärtig ist dies unter geltenden Schweizer Aktienrecht nicht möglich. Dennoch ist es nicht utopisch, über solche weitergehenden Aktionärsrechte nachzudenken. Im Rahmen der laufenden Revision des Schweizer Aktienrechtes wird beispielsweise diskutiert, ob den Aktionären Entscheidungsbefugnisse bei der Festlegung der Managemententlohnung eingeräumt werden sollen (Hofstetter 2006). In ähnlicher Weise ist die «Corporate Social Responsibility» in den letzten Jahren zu einem vielbeachteten Thema geworden, und die Wahl des CEO gehört zu den wichtigsten Entscheidungen in einer Firma. Direkte (potentielle) Mitsprachemöglichkeiten der Aktionäre in diesen Sachfragen könnten die Corporate Governance in der Schweiz weiter stärken.

6. Zusammenfassung und Ausblick

In diesem Papier wird eine neuartige Sicht auf das gegenwärtig kontrovers diskutierte Thema der Corporate Governance vorgeschlagen. Es wird gezeigt, dass die Corporate Governance von den wichtigsten Elementen der Public Governance lernen kann. Im politischen Bereich bestehen ähnliche Prinzipal-

Agenten-Probleme wie im Unternehmenssektor, und westliche Demokratien haben über die Jahrhunderte zahlreiche Institutionen entwickelt, um diese Governance-Probleme anzugehen. Demokratien sind dabei zweifellos nicht immer erfolgreich gewesen, wie gerade die ökonomische Theorie der Politik betont (z.B. Mueller 2003). Dennoch lassen sich Lehren aus der Public Governance ziehen, insbesondere wenn man die relativ erfolgreichen politischen Institutionen der Schweiz betrachtet. Drei grundlegende Aspekte der Public Governance wurden besonders hervorgehoben: das Prinzip der Gewaltenteilung, die Existenz kompetitiver Wahlen, und direkte Beteiligungsrechte der Bürger. Die Schweizer Corporate Governance teilt in einigen dieser Bereiche Elemente mit der Public Governance, aber es bestehen auch Unterschiede, die Anregungen zur Verbesserung der Governance von Schweizer Firmen geben können.

Für den Bereich der Gewaltenteilung wurde gezeigt, dass dieses demokratische Prinzip in der Schweizer Corporate Governance zwar erster genommen wird als beispielsweise in den USA, aber dass durchaus Potenzial für Verbesserungen besteht. Vor allem hinsichtlich der Arbeit der Verwaltungsrats-Ausschüsse, etwa dem Nominations- und dem Kompensations-Ausschuss, wird die Gewaltenteilung noch zu wenig beachtet. Die Gewaltenteilung könnte auch durch ein weiteres, hier analysiertes Element der Public Governance gestärkt werden, nämlich kompetitive Wahlen. «Kampfwahlen» sind in Schweizer Unternehmen leichter möglich als etwa in den USA und sie treten tendenziell auch häufiger auf, wie in einer eigenen Erhebung gezeigt wurde. Dennoch scheint ihr Potenzial für die Corporate Governance in der Schweiz bei weitem noch nicht ausgeschöpft. Kompetitive Wahlen könnten auch die Möglichkeit umfassen, dass die Aktionä-

re direkt bestimmen, wer in den verschiedenen Ausschüssen des Verwaltungsrates Einsitz nehmen soll. Schliesslich ist das wohl wichtigste Element, bei dem die Schweizer Corporate Governance von der Public Governance lernen kann, die Ausweitung der «Kompetenz-Kompetenz» der Aktionäre. In einer direkten Demokratie wie der Schweiz haben die Stimmberechtigten relativ ausgebaut Möglichkeiten, Abstimmungen über konkrete Sachfragen zu verlangen, wenn sie dies als wichtig erachten. Das Schweizer Aktienrecht kennt bereits ähnliche Elemente: Beispielsweise können die Aktionäre die Direktwahl des Verwaltungsratspräsidenten herbeiführen, wenn sie dies wollen. Angesichts der guten Erfahrungen mit der direkten Demokratie bei der Entschärfung der Prinzipal-Agenten-Problematik im politischen Bereich sollte erwogen werden, die «Kompetenz-Kompetenz» der Aktionäre auch im Unternehmensbereich weiter zu fassen. Dies könnte etwa das Recht beinhalten, direkte Mitsprache bei den Leitplanken der Managemententlohnung zu verlangen oder bei der «Corporate Social Responsibility»-Politik, der Besetzung der Verwaltungsrats-Ausschüsse oder gar der Wahl des CEO – immer vorausgesetzt, dass die Aktionäre diese direkte Mitsprache als relevant erachten (zu dieser «konstitutionellen» Sicht der Corporate Governance, siehe auch Benz/Frey 2006).

Die Analogie zwischen dem politischen und dem wirtschaftlichen Bereich liesse sich auch noch auf weitere Gebiete ausdehnen. Beispielsweise wird in Zukunft das Thema des brieflichen Abstimmens einen wichtigen Diskussionspunkt in der Schweizer Corporate Governance darstellen, da die Präsenz an den Generalversammlungen im Zuge der Globalisierung der Kapitalmärkte tendenziell abnimmt (Hofstetter 2006). Der politische Bereich hat mit dieser Form des Abstimmens bereits weitgehende Erfahrungen gesammelt,

auf die Unternehmenssektor zurückgreifen könnte. Im Weiteren verdient die Rolle von Intermediären zunehmende Beachtung – in der Politik nehmen die Parteien eine wichtige Vermittlungsfunktion zwischen «Prinzipalen» und «Agenten» wahr, in der Aktionärsdemokratie haben sich solche Strukturen

nach wenig herausgebildet. Sie dürften aber mit der Demokratisierung und Verbreiterung des Aktionariates (in der Schweiz insbesondere über die Mitgliedschaft aller Arbeitnehmer in den Pensionskassen) eine zunehmende Notwendigkeit werden.

Anmerkung

- ¹ Persönliche Kommunikation mit Stephan Hostettler, Inhaber der auf Performance Management und Incentive Compensation spezialisierten Beratungsfirma Hostettler & Partner, 10.1.2007.

Literaturverzeichnis

- Bebachuk, L.A. (2005a): The Case for Increasing Shareholder Power, in: *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, S. 833–914.
- Bebachuk, L.A. (2005b): The Myth of the Shareholder Franchise, Working Paper, Harvard Law School.
- Bebachuk, L.A. (2006): Letting Shareholders Set the Rules, Working Paper, Harvard Law School.
- Becht, M./Bolton, P./Roell, A. (2002): Corporate Governance and Corporate Control, ECGI Working Paper Series in Finance 02/2002. Auch in: Constantiniides, G./Harris, M./Stulz, R. (Hrsg.): *Handbook of Finance*, North Holland.
- Beiner, S./Drobez, W./Schmid, M./Zimmermann, H. (2006): An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, in: *European Financial Management*, Vol. 12, No. 2, S. 249–283.
- Benz, M./Frey, B.S. (2006): Towards a Constitutional Theory of Corporate Governance, IEW Working Paper No. 304, Universität Zürich.
- Benz, M./Frey, B.S. (2007): Corporate Governance: What Can We Learn from Public Governance?, in: *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 1, S. 92–104.
- Black, B.S. (1990): Shareholder Passivity Reexamined, in: *Michigan Law Review*, Vol. 89, S. 520–608.
- Blair, M./Stout, L. (1999): A Team Production Theory of Corporate Law, in: *Virginia Law Review*, Vol. 85, S. 247–328.
- Blair, M./Stout, L. (2001): Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board, in: *Washington University Law Quarterly*, Vol. 79, S. 403–447.
- Dalton, C./Dalton, D./Cannella, A. (2003): Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data, in: *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, S. 371–382.
- Dalton, D./Daily, C./Elstrand, A./Johnson, J. (1998): Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 19, S. 269–290.
- Dalton, D./Daily, C./ Certo, S./Roengpitya, R. (2003): Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion?, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 46, No. 1, S. 13–26.
- Downs, A. (1957): *An Economic Theory of Democracy*, New York.
- Economist (2004): Half measures: the auditing industry still needs more reform, in: *The Economist*, Vol. 373, No. 8402, 20.11.2004, S. 16.
- Forstmoser, P./Meier-Hayoz, A./Nobel, P. (1996): Schweizerisches Aktienrecht, Bern.
- Frey, B.S./Stutzer, A. (2006): Direct Democracy: Designing a Living Constitution, in: Congleton, R./Swedenborg, B. (Hrsg.): *Democratic Constitutional Design and Public Policy, Analysis and Evidence*, Cambridge.
- Frey, B.S./Osterloh, M. (2005): Yes, Managers Should Be Paid Like Bureaucrats, in: *Journal of Management Inquiry*, Vol. 14, No. 1, S. 96–112.
- Frey, B.S./Benz, M. (2005): Can Private Learn from Public Governance?, in: *Economic Journal*, Vol. 115, No. 507, S. 377–396.
- Grandori, A. (Hrsg.) (2004): *Corporate Governance and Firm Organization*, Oxford.

- Hayek, F.A. (1948): Individualism and Economic Order, Chicago.
- Hofstetter, K. (2002): Corporate Governance in der Schweiz. Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe «Corporate Governance», Zürich.
- Hofstetter, K. (2006): Modernere Spielregeln für die Aktionärsdemokratie. Die Generalversammlung findet im Vorentwurf zur Revision des Aktienrechtes wenig Aufmerksamkeit, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 99, 29./30.04.2006, S. 33.
- Holmström, B./Kaplan, S. (2003): The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? ECGI – Finance Working Paper No. 23/2003.
- Jensen, M./Murphy, K. (1990): Performance Pay and Top Management Incentives, in: Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 2, S. 225–264.
- Kraakman, R./Davies, P./Hansmann, H./Hertig, G./Hopt, K./Kanda, H./Rock, E. (2004): The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, Oxford.
- Matsusaka, J. (2005): Direct Democracy Works, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, No. 2, S. 185–206.
- Meyer, C./Staub, P. (2005): Umsetzung der Corporate Governance-Richtlinie? Analyse der Geschäftsberichte 2003, in: Der Schweizer Freuhändler, 1. Jg., S. 27–34.
- Mueffler, D. (2003): Public Choice III, Cambridge.
- Novartis (2005): Charter of the Corporate Governance and Nomination Committee of Novartis AG, Basel, Stand 26. Oktober 2005.
- NZZ (2006a): Saurers halber Sieg gegen Laxey. Ergänzung des Verwaltungsrates um Preston Rabi, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 109, 12.05.2006, S. 21.
- NZZ (2006b): Knapper Sieg der SIG-Führung. Abgewehrter «Angriff» von Sterling – Neuer Verwaltungsrat, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 76, 31.03.2006, S. 21.
- Schmid, M./Zimmermann, H. (2005): Should Chairman and CEO Be Separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland, Working Paper, Universität Basel.
- Schumpeter, J. (1942): Capitalism, Socialism and Democracy, New York.
- Shivdasani, A./Yermack, D. (1999): CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis, in: Journal of Finance, Vol. 54, No. 5, S. 1829–1853.
- The Corporate Library (2004): Split: CEO/Chairman Roles – March, 2004. [http://www.thecorporatelibrary.com/Backup-Content/Governance-Research_copy\(1\)/spotlight-topics/spotlight/boardsanddirectors/SplitChairs2004.html](http://www.thecorporatelibrary.com/Backup-Content/Governance-Research_copy(1)/spotlight-topics/spotlight/boardsanddirectors/SplitChairs2004.html) (Stand Juni 2006).
- Wohlgemuth, M. (2007): Learning through institutional competition, in: Bergh, A./Höjjer, R. (Hrsg.): The Institutional Race, im Erscheinen.

Matthias Benz, Dr., ist Mitglied der Wirtschaftsredaktion der Neuen Zürcher Zeitung, Habilitand an der Universität Zürich und Research Fellow von CREMA – Center for Research in Economics, Management and the Arts.

Bruno S. Frey, Prof. Dr. Dr. h.c. mult., ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Zürich und Direktor von CREMA – Center for Research in Economics, Management and the Arts.

Anschrift: Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Zürich, Winterthurerstr. 30, CH-8006 Zürich. Tel.: +41-1-634-3731; Fax: +41-1-634-4907; E-Mail: matbenz@iew.unizh.ch, bsfrey@iew.unizh.ch, und CREMA – Center for Research in Economics, Management and the Arts.

Wir danken zwei anonymen Gutachtern für wertvolle Hinweise, Gerard Hertig und Karl Hofstetter für hilfreiche Diskussionen sowie der Ecoscientia Stiftung für finanzielle Unterstützung dieses Forschungsprojektes.