

Dokument	<b>NZZ Nr. 140 20.06.1998, S. 29</b>
Autor	<b>Hans Caspar von der Crone</b>
Titel	<b>Ein Aktienrecht für das 21. Jahrhundert Erfolgreiche Öffnung des schweizerischen Aktienmarktes</b>
Publikation	<b>Recht im Spiegel der NZZ</b>
Herausgeber	<b>Neue Zürcher Zeitung</b>
Verlag	<b>Neue Zürcher Zeitung AG</b>

## **Ein Aktienrecht für das 21. Jahrhundert Erfolgreiche Öffnung des schweizerischen Aktienmarktes**

Von Hans Caspar von der Crone\*

### ***Fokus der Wirtschaft***

*Der Autor des nachstehenden Artikels stellt dem neuen Schweizer Aktienrecht ein gutes Zeugnis aus. Doch dieses Produkt gilt es weiterzuentwickeln, ja auf dem Weltmarkt zu verkaufen. Um den entsprechenden Beitrag zum Standortwettbewerb aber leisten zu können, werden fünf Punkte aufgezeigt, in denen es das Bestehende weiterzuentwickeln gilt. Diese Vorschläge tragen, ohne dass im Text die Namen explizit erwähnt werden, auch den Lehren aus den Auseinandersetzungen zwischen der Schweizerischen Bankgesellschaft und der BK Vision Rechnung. Sie gehen aber letztlich weit über diese mittlerweile abgeschlossene Kontroverse hinaus. (Red.)*

Neue Zürcher Zeitung, Samstag, 20.06.1998 Nr.140 **29**

Das Umfeld der schweizerischen Aktiengesellschaft hat sich in den letzten Jahren grundlegend verändert: Das Aktienrecht wurde revidiert, die Anforderungen an die Rechnungslegung verschärft, Regeln über die Marktinformation eingeführt. Gemeinsamer Nenner war die Heranführung an internationale Standards. Die untenstehende empirische Untersuchung lässt den Schluss zu, dass diese Bemühungen Erfolg gehabt haben: Bis zum Beginn dieses Jahrzehnts waren primär schweizerische Risiken für die Aktienbewertung verantwortlich. Heute sind es überwiegend internationale Faktoren, die die Kursentwicklung am Schweizer Aktienmarkt bestimmen. Die Beseitigung des Risikos "Schweiz", insbesondere durch die Einführung der Rechnungslegung auf internationalem Niveau, muss von den Anlegern honoriert worden sein: Der Aufstieg in die erste Liga dürfte einer der Gründe für die

---

\* Der Autor ist Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich und Rechtsanwalt. Eine erweiterte und belegte Fassung dieses Artikels wird in Nr. 4/1998 der Zeitschrift für schweizerisches Wirtschaftsrecht (SZW) publiziert.



seit 1992 überdurchschnittliche Performance des schweizerischen Aktienmarktes gewesen sein.

Ausschlaggebend für diesen Erfolg war ein kollektives Umdenken, das erst nach der Revision des Aktienrechts von 1991 einsetzte: Die Unternehmen erkannten, dass es sich im Wettbewerb um das Risikokapital auszahlt, den Aktionär ernst zu nehmen. Konsequenz ist ein radikaler Wandel des aktienrechtlichen Leitbildes. Das ständische Zwischenspiel der Aktiengesellschaft als statische, auf die Präferenzen des Verwaltungsrats orientierte Anstalt ist beendet. An ihre Stelle tritt die Aktiengesellschaft als Verfahren, in dem zwischen Verwaltungsrat und Aktionariat unter Berücksichtigung aller Umweltfaktoren und unter Einbezug des Aktienmarktes über den optimalen Einsatz der in der Gesellschaft zusammengefassten Ressourcen entschieden wird.

### **Sektorielle Anlagestrategie**

Haben wir damit das Ende der aktienrechtlichen Geschichte erreicht? Das ist wenig wahrscheinlich, stehen wir doch vor einem weiteren Schub im Standort- und Systemwettbewerb. Für einmal ist dabei nicht der Prozess der europäischen Integration massgebend. Das schweizerische Gesellschaftsrecht ist heute schon weitgehend EU-kompatibel. Treibende Kraft dürfte vielmehr das zunehmend sektorielle Denken der institutionellen Anleger sein. Ausgangspunkt für den Anlageentscheid werden in Zukunft nicht mehr Länder und Währungen, sondern Wirtschaftssektoren sein: Der Anleger teilt die Gesamtanlage zuerst auf die einzelnen Wirtschaftssektoren auf und wählt dann unter den Gesellschaften des betreffenden Sektors die Titel aus, in die er investiert. Für eine sektorielle Anlagestrategie kommen nur Unternehmungen in Betracht, deren Aktien sich leicht mit denjenigen anderer Gesellschaften des gleichen Sektors vergleichen lassen. Voraussetzung dazu ist unter anderem die Unterstellung unter eine zeitgemässe aktienrechtliche Ordnung und insbesondere unter Rechnungslegungsvorschriften, die dem internationalen Standard entsprechen. Zwischen der ersten und der zweiten Liga wird sich, wie in anderen Bereichen, ein breiter Graben öffnen: Unternehmen mit Sitz in Ländern, deren Ordnung nicht dem internationalen Standard entspricht, werden unabhängig von ihren tatsächlichen Vorzügen oder Nachteilen zuerst einmal zweite Wahl sein, was mit substantiellen Wettbewerbsnachteilen verbunden ist.

### **Delaware als Vorbild**

Zur ersten Liga kann langfristig nur gehören, wer sein Angebot pflegt und zugleich sicherstellt, dass sich die Abnehmer seiner Vorzüge bewusst sind und bleiben. Das Aktienrecht unterscheidet sich darin nicht von Gütern und Dienstleistungen. Wenn wir den Erfolg der letzten fünf Jahre für die Zukunft sichern wollen, werden wir das schweizerische Aktienrecht als Produkt zu verstehen haben, das es aktiv weiterzuentwickeln und auf dem Weltmarkt zu *verkaufen* gilt. Unser Vorbild muss der US-amerikanische Bundesstaat Delaware sein - ebenfalls ein kleiner Staat -, der frühzeitig erkannt hat, welches Potential in der gezielten Weiterentwicklung und Vermarktung einer gesellschaftsrechtlichen Ordnung liegen kann. Sorgen um eine Verrohung der Sitten sollten wir uns dabei nicht zu früh machen. Auch im Standortwettbewerb wird sich letztlich nur Qualität durchsetzen. Ausgedehnte statistische Untersuchungen zeigen denn auch, dass sich das Gesellschaftsrecht von Delaware keineswegs, wie häufig unterstellt, "to the bottom", also in den libertären Abgrund, sondern zu einem besonders effizienten und leistungsfähigen System des Interessenausgleiches entwickelt hat.

### ***Ein Fünf-Punkte-Programm zur Weiterentwicklung***

Für eine solche zukunftsgerichtete Weiterentwicklung des Produktes "Schweizerische Aktiengesellschaft" möchte ich ein Fünf-Punkte-Programm postulieren.

### **Die AG als Wachstumsgesellschaft**



Schlüsselressource für die Schweiz ist die Innovationsfähigkeit. Innovation erfolgt zu einem wesentlichen Teil in kleineren Einheiten. Für solche aufstrebende Unternehmen stellt bekanntlich die Mittelbeschaffung ein besonderes Problem dar. Ob das notwendige Venture capital verfügbar ist, hängt unter anderem von den Ausstiegsszenarien ab. Ein Investor wird eher bereit sein, in Einzelfällen beträchtliche Risiken zu übernehmen, wenn er mittelfristig zu attraktiven Bedingungen aus den erfolgreich verlaufenden Projekten seines Portefeuilles aussteigen kann, sei es durch Verkauf an einen industriellen Partner, sei es durch Börseneinführung und ein Going public.

Das rechtliche Umfeld trägt zur Innovationsfähigkeit der Volkswirtschaft bei, wenn es optimale Voraussetzungen für alle Wachstumsschritte von der Gesellschaftsgründung über die Aufnahme neuer Mittel bis zur Einführung an der Börse schafft. Die Aktiengesellschaft muss dazu auch in Zukunft eine reine Kapitalgesellschaft bleiben. Abzulehnen ist insbesondere eine Zulassung von erweiterten statutarischen Pflichten der Aktionäre, wie sie zum Teil als Alternative zur Revision des GmbH-Rechts postuliert wird. Wollen die Aktionäre einer Aktiengesellschaft untereinander solche weiteren Pflichten eingehen, so steht ihnen dazu das Instrument des Aktionärsbindungsvertrags zur Verfügung. Liesse man dagegen die Aufnahme zusätzlicher Pflichten in die Statuten zu, so käme deren spätere Beseitigung - ohne die sich eine externe Kapitalbeschaffung kaum (und ein Börsengang sicher nicht) realisieren liess - einer Änderung der Rechtsform und damit einem Wachstumshindernis gleich.

### **Verfahrensorientierte Konfliktlösung**

Der Aktionär hat sich emanzipiert. Im Wettbewerb um knappes Eigenkapital mutierte er vom "*Störfaktor*" zum *umworbene(n) Investor*. Ein modernes Aktienrecht hat den Aktionär deshalb nicht mehr paternalistisch als schutzbedürftigen Minderheitsaktionär zu behandeln, sondern ihm die Instrumente in die Hand zu geben, mit denen er seine Interessen selbst wahrnehmen kann. Ins Zentrum rücken damit ganzheitliche - materielle und prozedurale Aspekte miteinander verbindende - Spielregeln für die Konfliktlösung. Für die potentiellen Konfliktfelder ist klar zu definieren, welche Seite was darzutun und allenfalls zu beweisen hat. Dabei ist die Vermutungs- und Beweislage nach Wahrscheinlichkeitsgesichtspunkten zu gestalten. Zwei Beispiele:

-- Haben bei einer Publikumsgesellschaft neunzig oder mehr Prozent des an der Generalversammlung vertretenen Kapitals einem Antrag zugestimmt, so dürfte eine Anfechtungsklage in der Regel unbegründet sein. Der potentielle Anfechtungskläger sollte deshalb keinen Anspruch auf Sperre des Handelsregisters für die Dauer des Anfechtungsprozesses geltend machen können.

-- Hat der Verwaltungsrat einen Entscheid sorgfältig vorbereitet, so dürfte er aus damaliger Sicht vertretbar gewesen sein. Im Sinne der "*Business judgement rule*" ist der Verwaltungsrat deshalb im Streitfall zu verpflichten, die sorgfältige Vorbereitung des Entscheides darzutun. Kann er dies, so ist von der Vertretbarkeit des Entscheides auszugehen, kann er es nicht, so ist zu vermuten, dass der Verwaltungsrat seine Pflichten verletzt hat.

Die Ausrichtung des schweizerischen Aktienrechts auf Verfahrensüberlegungen hat über weite Strecken den Charakter einer Optimierung. Zumindest in einem Punkt ist aber eine grundlegende Schwäche der heutigen Ordnung zu korrigieren: Unter dem geltenden Aktienrecht fallen die Kosten für die Durchsetzung von Aktionärsrechten in erster Linie beim aktiv werdenden Aktionär an, während der Erfolg dem Kollektiv als ganzem zugute kommt. Wie immer, wenn sich ein Problem des kollektiven Handelns stellt, ist damit zu rechnen, dass das betreffende Gut - hier die Wahrnehmung der Aktionärsinteressen - in einem subeffizienten Ausmass produziert wird.

Bei der Revision des Aktienrechts wurde dieses Problem erkannt, aber nur beschränkt gelöst. Abhilfe ist durch Einführung eines summarischen Vorverfahrens zu schaffen, in dem das Gericht darüber entscheidet, ob die Verletzung von Aktionärsrechten wahrscheinlich genug scheint, so dass ein legitimes Interesse an der näheren Abklärung



des Sachverhalts besteht. Bejaht das Gericht diese Frage, so gehen die Kosten des Verfahrens zulasten der Aktiengesellschaft. Verneint es sie, so bleibt der Kläger auf sich selbst gestellt.

### ***Transparente Rechnungslegung***

Die wirkungsvolle Führung eines Unternehmens setzt Klarheit über seine finanzielle Lage voraus: Eine aussagekräftige Rechnungslegung ist unentbehrliche Grundlage für den wirtschaftlichen Erfolg auch eines kleineren Unternehmens. Was sich bei den Publikumsgesellschaften bewährt hat, ist deshalb auch für kleinere und mittlere Aktiengesellschaften einzuführen: Die Rechnungslegung muss bei Aktiengesellschaften jeder Grösse ein transparentes und den tatsächlichen Vermögensverhältnissen entsprechendes Bild, eben die "true and fair view" vermitteln. Die Überarbeitung der Rechnungslegungsbestimmungen des Obligationenrechts ist bereits im Gang. Sie sollte sich nicht auf eine Anpassung an den EU-Minimalstandard beschränken. Hohe Anforderungen an die Rechnungslegung bringen - wie das Beispiel Grossbritannien belegt - Wettbewerbsvorteile und nicht -nachteile.

### **Flexible Kapitalstruktur**

Die Verfahren des heutigen schweizerischen Aktienrechts zur Aufnahme und Rückzahlung von Eigenkapital sind verhältnismässig schwerfällig und kompliziert. Das Modell Delaware zeigt, dass der ganze Bereich der Kapitalstruktur wesentlich flexibler geregelt werden kann, ohne dass dadurch Aktionärs- oder Gläubigerinteressen gefährdet würden. Solche Flexibilität erlaubt es Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, mit der Kapitalpolitik rasch auf die Bedürfnisse der Gesellschaft zu reagieren und zudem gegenüber den Aktionären eine Reputation dafür aufzubauen, erarbeitetes Geld nur dann in der Gesellschaft zu behalten, wenn es dort auch wirklich rentabel eingesetzt werden kann.

Neu ist deshalb ein flexibles Aktienkapital vorzusehen, eine Bandbreite innerhalb deren der Verwaltungsrat das Aktienkapital durch Ausgabe neuer Aktien, Rückkäufe mit und ohne Kapitalherabsetzung und Neuplacierung zuvor zurückgekaufter Titel frei gestalten kann. Den Aktionärsinteressen wäre durch zwingende Einräumung eines Bezugs- bzw. eines Verkaufsrechts Rechnung zu tragen, an dessen Stelle bei Publikumsgesellschaften die Placierung bzw. der Rückkauf über den Markt treten könnte. Als Gegenstück zur neuen Freiheit wäre eine vertiefte Marktinformation vorzuschreiben, also die Veröffentlichung von Quartalsabschlüssen sowie die laufende Bekanntgabe des jeweiligen Aktienkapitals (outstanding capital).

### **Effiziente Rechtsanwendung**

Recht wird langfristig als Konfliktlösungsmechanismus nur dann akzeptiert, wenn es Konflikte rasch und überzeugend zu lösen vermag. Dazu ist die Rechtsanwendung für den Bereich des Aktienrechts in drei Punkten neu zu gestalten:

Erstens sind die zivilgerichtlichen Verfahren für kotierte und nichtkotierte Aktiengesellschaften in einer Instanz zusammenzufassen. Das gleiche Gericht muss örtlich und sachlich für die Beurteilung aller aktienrechtlichen Ansprüche zuständig sein. Damit ist die Konsistenz und Effizienz der Rechtsprechung gewährleistet: Parallel ablaufende Verfahren wie ein Begehren auf Sonderprüfung und ein Anfechtungsprozess würden nach einheitlichen Kriterien entschieden. Doppelspurigkeiten wie die Prüfung von Begehren auf vorsorgliche Sperre des Handelsregisters zuerst durch den Einzelrichter am Bezirksgericht und anschliessend durch das in der Hauptsache erstinstanzlich zuständige Handelsgericht wären eliminiert.

Zweitens sind im Bereich der Publikumsgesellschaften die Aufsichtsbehörden zusammenzulegen. Überflüssige Funktionsstufen sind in der Rechtsanwendung genauso ineffizient wie in der Wirtschaft. Die Übernahmekommission und die Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) sind deshalb zu einem einheitlichen Aufsichtsorgan für kotierte Gesellschaften zu verschmelzen. Gleichzeitig ist der Tätigkeitsbereich dieser Aufsichtsbehörde zu fokussieren. Die



Aufsichtsbehörde wird dann überzeugen, wenn sie im Bereich ihrer Kernkompetenzen tätig ist, also öffentliche Interessen im engeren Sinn wahrnimmt. Der Fokus muss deshalb bei der Sicherstellung der Marktinformation liegen. Angemessene Information des Marktes erlaubt es den Aktionären erst, ihre Interessen selbst wahrzunehmen. Die Durchsetzung der Aktionärsrechte dagegen ist den Aktionären und damit dem kontradiktorischen Zivilverfahren zu überlassen.

Drittens sind zivil- und verwaltungsrechtliche Behelfe zu integrieren. Für eine effiziente Rechtsanwendung müssen alle aktienrechtlichen Fäden in einer Instanz zusammenlaufen. Dementsprechend ist ein Bundesaktiengericht einzuführen, dem im Bereich der Publikumsgesellschaften die erstinstanzliche Zuständigkeit in allen aktienrechtlichen Zivilfragen und die verwaltungsgerichtliche Zuständigkeit in Rekursen gegen die Entscheide der Aufsichtsbehörde übertragen werden. Ein solches Bundesaktiengericht stelle insbesondere mit Blick auf seine erstinstanzliche Zuständigkeit in Zivilsachen ein Novum dar. Die geänderten Umstände scheinen mir allerdings Grund genug, um alte Dogmen zu überprüfen. Der kantonale Systemwettbewerb ist - abgesehen von Steuerfragen - für die Publikumsgesellschaften vollumfänglich durch den internationalen ersetzt worden. Eine aktive Politik im Hinblick auf diesen Wettbewerb erfordert die Konzentration der Ressourcen mit dem Ziel, an einem Ort die Voraussetzungen für kompetente, rasche, einheitliche, zivil- und verwaltungsrechtliche Aspekte miteinander verbindende Entscheidungen zu schaffen.

### **Die Integration des Schweizer Aktienmarkts**

*vdC.* Bis in die frühen neunziger Jahre bestand zwischen dem schweizerischen Aktienmarkt und den europäischen bzw. weltweiten Aktienmärkten nur eine schwache gegenseitige Beeinflussung. Während der neunziger Jahre hingegen erhöhte sich die "Verbundenheit" der Märkte. Diese Korrelationen zwischen den Indexrenditen der Märkte sind oben graphisch dargestellt. Die Untersuchung wurde von Heinz R. Kubli vom Swiss Equities and Derivatives Research bei SBC Warburg Dillon Read durchgeführt. Als Datenbasis dienen die Datastream-Indizes Gesamtmarkt Europa und Gesamtmarkt Welt, umbasiert in Schweizerfranken, sowie der SBC General, welcher seit dem 1. 1. 1998 mit dem Swiss-Performance-Index weitergeführt wird. Diese Indizes sind vom 1. 1. 1973 bis zum 16. 3. 1998 erhoben worden. Die berechneten Korrelationen basieren auf täglichen Indexrenditen und einer rollenden Berechnungsperiode von 262 Tagen, was der Anzahl Handelstage an der Schweizer Börse entspricht. Die Korrelation zwischen SBC General und Europa-Index beträgt in den siebziger Jahren meist weniger als 0,40, zwischen SBC General und Weltindex meist weniger als 0,25. Danach steigen diese, von einer vorübergehenden Abschwächung im Jahre 1993 abgesehen, auf 0,84 beziehungsweise 0,70 im März 1998 an. Dieser Aufwärtstrend beider Korrelationen verdeutlicht, dass der schweizerische Aktienmarkt verstärkt in die europäischen und weltweiten Aktienmärkte integriert worden ist.