

## § 5 Mikroökonomische Theorien der Firma und die Aktiengesellschaft als Geflecht von Verträgen

### 1. Abschnitt

### Ökonomische und rechtliche Theorien der Firma

#### I. Einleitung

Sowohl die schweizerische wie auch die deutsche Lehre verstehen die Kernbereiche des Aktienrechts in Anlehnung an die betriebswirtschaftliche Organisationslehre primär als *Organisationsrecht*. Dass das Aktienrecht lange Zeit von der Organisationslehre und nicht von der volkswirtschaftlich ausgerichteten Mikroökonomie mitbeeinflusst wurde, ist nicht weiter erstaunlich. Die traditionelle Mikrotheorie behandelt die Unternehmung ausschließlich als Produktionsfunktion und damit als für Nachbarwissenschaften wie die Rechtswissenschaften wenig ergiebige Blackbox. Beruhend auf den grundlegenden Werken von KNIGHT (1922/1965) und COASE (1937) hat sich in den letzten 25 Jahren eine *Neue Mikrotheorie* etabliert, die für eine positiv wie auch normativ ausgerichtete Analyse des Aktien- oder allgemeiner des Gesellschaftsrechts geradezu prädestiniert erscheint. Die auf der neuen Mikrotheorie beruhenden Theorien der Unternehmung, welche *Firmen als komplexes Geflecht von Verträgen* analysieren, haben denn auch die angelsächsische Theorie des corporate law in den letzten Jahren geradezu «überschwemmt».<sup>4</sup>

Auf dem Hintergrund hochentwickelter Kapitalmärkte hat – gewissermassen als zweiter wirtschaftstheoretischer Strang – die eng mit der Theorie der Firma verbundene moderne *Finanzmarkttheorie*<sup>5</sup> Eingang in die ökonomisch fundierte Aktienrechtstheorie gefunden. Auf der Grundlage der theoretischen Konzepte der neuen Mikro- und Finanzmarkttheorie hat sich vor allem in den angelsächsischen Staaten eine *ökonomisch fundierte Theorie des Aktienrechts der Publikums-gesellschaft* herausgebildet, die das Rechtsdenken und auch die Rechtspraxis in dieser Disziplin nachhaltig verändert hat. Der Versuch sei deshalb gewagt, diese neuen ökonomisch fundierten Theorien des Gesellschaftsrechts auch für das schweizerische Aktienrecht nutzbar zu machen. Wie die nachstehenden Ausführungen belegen, wäre es in jeder Hinsicht verfehlt, dieses Vorhaben von vorn herein mit dem Pauschalurteil abzuturn, es handle sich dabei um eine *dis-*

<sup>4</sup> KORNHAUSER (1989) 1449.

<sup>5</sup> Zum Einfluss der Finanzmarkttheorie auf das Gesellschaftsrecht siehe § 10.

*funktionale Übernahme von dem hebetischen Rechtsdenken fremden Rechtselmenten aus dem angelsächsischen case law.*

Eine *Rechtstheorie der Publikumsaktiengesellschafts*<sup>6</sup>, die auf der modernen Finanzmarkttheorie und der neuen Mikroökonomie beruht, liefert nicht nur neue Erklärungsansätze und normative Konzepte für die Ausgestaltung und Wahl rechtlicher Institutionen, sondern stellt auch einige dogmatische Konzeptionen des schweizerischen (und deutschen) Aktienrechts grundlegend in Frage.

Vorgängig einer Analyse konkreter Regelungen des schweizerischen Aktienrechts wird nachstehend die ökonomische Grundstruktur einer Rechtstheorie der Publikumsgesellschaft anhand der neueren ökonomischen Ansätze dargestellt. Ausgangspunkt ist eine Theorie, welche die Unternehmung als ein *Geflecht von Verträgen* erfasst und die Gesellschaftsstrukturen einer Aktiengesellschaft als einen *relationalen Vertrag* versteht, welcher gewissermassen den einen Endpunkt des weiten Spektrums zwischen den einfachen Tauschverträgen und komplexen, auf Kooperation ausgelegten Langfristverträgen markiert.

Dabei ist der «nexus of contract»-Ansatz durchaus auch für praktische Fragen des Aktienrechts von Interesse, da er sich nicht nur auf allgemein theoretische Fragen des Gesellschaftsrechts beschränkt, sondern ein Instrumentarium bereithält, zentrale Probleme eines Rechts der Publikumsgesellschaft aus *positiver* und *normativer* Warte zu analysieren.

Zu den nachfolgend behandelten Kernproblemen eines Rechts der Publikumsgesellschaft zählen insbesondere die *Reichweite der Vertragsfreiheit* im Aktienrecht wie auch die Wahl optimaler dispositiver und allenfalls auch zwingender gesellschaftsrechtliche Normen. Die Neue Mikro- und die Finanzmarkttheorie liefern zudem einen neuen Erklärungsansatz für die Analyse der Beziehungen und Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Obligationären als zwei zentralen Akteuren des Vertragsgelichtes Aktiengesellschaft. Dabei erweisen sich Eigen- und Fremdkapital nicht nur als alternative Finanzierungsarten, sondern auch als unterschiedliche Beherrschungs- und Überwachungsstrukturen («governance structures»), eine Sicht, welche die heute in der schweizerischen Doktrin (vielfach) erhobene Forderung nach einem einheitlichen Kapitalmarktrecht für Aktionäre und Obligationäre stark relativiert<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Die nachfolgenden Ausführungen beschäftigen sich vorwiegend mit Problemen der Kapitalgesellschaften, deren fungible Eigen- oder Fremdkapitalpapiere (insb. Aktien, Obligationen, hybride Finanzierungsinstrumente) an organisierten Märkten (Effektemärkten) gehandelt werden. Sie sind mithin auf eine Theorie der Publikumsgesellschaft ausgelegt, obwohl sich die meisten der hier benutzten theoretischen Ansätze durchaus auch für die Analyse der Rechtsstrukturen privater Aktiengesellschaften eignen.

<sup>7</sup> WERLEN (1994) 266ff., 275.

<sup>8</sup> Siehe § 5, III. 4.

Die genannten theoretischen Konzepte führen zum Ergebnis, dass rechtliche Institutionen, wie aktienrechtliche Normen, und Marktmechanismen sich auch als alternative Überwachungsmechanismen von Publikumskapitalgesellschaften interpretieren lassen. Es ist deshalb nur nahe liegend, dass die Funktionsweise von Kapitalmärkten, die in den letzten Jahren auch in der Schweiz einem sprunghaften Wandel unterlag, nicht ohne Konsequenzen für das Aktienrecht ist. Die Beantwortung zahlreicher Fragen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts hängt zu einem guten Teil davon ab, wie weit und in welcher Weise Kapitalmärkte effizient sind<sup>9</sup>.

Angesichts der Funktionsweise moderner Kapitalmärkte erweisen sich auch gewisse Vorstellungen einer Aktionärs- und Anlegertypologie, welche zahlreiche Normen des schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts prägen, als weitgehend überholt. So haben sich nicht nur die Funktionsweise von Kapitalmärkten verändert, sondern auch die Aktionärsstrukturen grosser Publikumsgesellschaften und das Verhalten gewichtiger institutioneller Investoren und Finanzintermediäre. Aktienrechtliche Wirkungsrechte wie auch marktliche Kontrollmechanismen haben auf diesem Hintergrund eine neue Bedeutung erlangt, die auf alle Kapitalleger von Publikumsgesellschaften abstrahlt. *Eine Theorie der Publikumsgesellschaft ist damit automatisch auch ein zentraler Baustein einer Theorie des Anlegerschutzes.*

## II. Mikroökonomische Theorien der Firma

### 1. (Kapital-)Gesellschaften als Geflecht von Verträgen

Die traditionelle neoklassische Theorie beschreibt die Unternehmen in rudimentärer Art als ein Set von Produktionsfunktionen mit dem Ziel der Profitmaximierung<sup>10</sup>. Neuere Theorien der Firma haben die Blackbox der neoklassischen Mikrotheorie aufgebrochen und versuchen, die Strukturen und die Organisation einer Unternehmung sowie die Interessenkonflikte der mit einer Unternehmung verbundenen Akteure (insb. Aktionäre, Manager, Arbeitnehmer, Kreditgeber, Konsumenten, Staat) zu beschreiben. Alle diese mikroökonomisch ausgerichteten Theorien der Firma<sup>11</sup> gründen auf der Einsicht, dass nicht in erster

<sup>9</sup> Siehe § 10.

<sup>10</sup> Anstelle vieler vgl. HENDERSON/QUANDT (1980); HART (1995) 15ff.; MAS-COILLIE/WINSTON/GREEN (1995).

<sup>11</sup> Innerhalb der neuen Mikroökonomie wird zwischen einer (neoklassischen) Agenturtheorie der Firma (Spence/ZECKHAUSER 1971; ROSS 1973; JENSEN/MECKLING 1976, 1979; FAMA 1980; FAMA/JENSEN 1983a und JENSEN 1983, 1986), einer Transaktionskostentheorie der Firma (WILLIAMSON 1975, 1979, 1985; KIERN/CRAWFORD/ALCHIAN 1978; KIERN 1980, 1988; KIERN/LEFFLER 1981; TEECE 1980; ALCHIAN 1984; JOSKOW 1985, 1988) sowie einer Property-

Linie Hierarchiestrukturen, sondern Vertragsbeziehungen das Wesen einer Firma ausmachen<sup>12</sup>. «The private corporation is simply a form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterised by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without the permission of the other contracting individuals»<sup>13</sup>.

Die Betonung der Vertragsnatur der Firma erleichtert es, die zahlreichen Vertragsbeziehungen einer Firma (oder allgemeiner einer Organisation) in ihrer gegenseitigen Abhängigkeit zu analysieren und zu erklären, wie diese Vertragsbeziehungen und -gleichgewichte durch *exogene Faktoren* und deren Entwicklung verändert werden. Die aus wirtschaftstheoretischer Perspektive schwer zu beantwortende Frage, was zur Firma gehört und was ausserhalb liegt, verliert damit an theoretischer wie praktischer Relevanz. Ausgangspunkt der neueren mikroökonomischen Analyse sind vielmehr die zahlreichen und komplexen Verträge zwischen der rechtlichen Fiktion Firma als dem zentralisierten Vertragspartner und anderen mit der Firma verbundenen Akteuren bzw. Vertragspartnern auf der Seite der *Inputfaktoren* (Humankapital, Eigenkapital, Fremdkapital, Material etc.) wie auch des Outputs (Abnehmer).

## 2. Agenturtheorie: Trennung zwischen Entscheidungs-funktionen und Übernahme residueller Risiken

Das Vertragsgeflecht Firma ist durch eine Reihe von Agenturbeziehungen<sup>14</sup> gekennzeichnet, wie sie sich auch in zahlreichen anderen Vertragsbeziehungen finden. Im Mittelpunkt des Interesse steht bei Kapitalgesellschaften naturgemäss das Agenturverhältnis zwischen den Aktionären und der Unternehmensleitung (Management), das auch in zahlreichen Regelungen des Gesellschaftsvertrages seinen Ausdruck findet. Die von BERLE und MEANS bereits 1932 populär umschriebene Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in grossen Publikums-gesellschaften kann als Trennung der operativen Führung und der Übernahme der residualen Risiken (residueller Gewinn und Liquidationsergebnis) durch den Aktionär beschrieben werden.

Kapitalgesellschaften erweisen sich auf diesem Hintergrund betrachtet als gesellschaftlich enorm *nützliche Organisationsform*, die es ermöglicht, den Faktor Management (als eine spezifische Form des Humankapitals) und den Faktor Eigenkapital ressourcenschonend zu kombinieren. Risikoaverse Kapitalgeber verfügen damit über die Möglichkeit, ihre Anlagen durch die Wahl eines optimalen Portfolios zu diversifizieren und firmenspezifische Risiken zu reduzieren, während Personen mit bestimmten unternehmerischen Fähigkeiten sowie limitierten finanziellen Mitteln und/oder beschränkter Risikobereitschaft auf eben dieses Kapital zurückgreifen können, wenn sie über erfolgsversprechende Projekte verfügen. Dieser gesellschaftlich erwünschten, weil effizienzsteigernden «separation of decision and risk-bearing functions»<sup>15</sup> stehen als Folge des damit notwendig verbundenen diskretionären Entscheidungsspielraums des Management *Agenturkosten*<sup>16</sup> gegenüber. Durch die Aufweitung des Eigentums und die Delegation der Verfügungsgewalt erstrebt für die Aktionäre das Risiko, dass das Management einen Teil der (potenziellen) Profite bzw. des freien Cash flows der Kapitalgesellschaften für eigene Ziele verwendet, wie beispielsweise für den Konsum am Arbeitsplatz, den Aufbau unproduktiver Wirtschaftsimperien oder etwa die Wahl eines zu geringen Anstrengungsniveaus<sup>17</sup>.

<sup>12</sup> rights-Theorie der Firma (COASE 1960; ALCHIAN 1961, 1965; DEMSETZ 1967; ALCHIAN/DEMSETZ 1972; GROSSMANN/HART 1986; HART 1990; HANSMAN 1996) unterschieden. Übersichten finden sich bei WILLIAMSON (1988, 1990, 1996); DEMSETZ (1988); HART (1989); HOLMSTROM/TROLE 1989; MILGROM/ROBERTS (1992); HART (1995). Die unterschiedlichen Ansätze, die in ihrer Entwicklung eine gewisse Konvergenz aufweisen (vgl. HART, 1988, 1773f.; ROSS, 1987, 33), bauen auf weitgehend identischen Verhaltensannahmen auf, sodass sie sich auch komplementär anwenden lassen (vgl. COFFEE, 1986, 25). Es hängt deshalb primär von der jeweiligen Fragestellung ab, welches theoretische Konzept für die Analyse des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts benutzt wird, wobei der transaktionstheoretische Ansatz und die Porpery-rights-Theorie stärker auf die Analyse von Institutionen ausgerichtet sind als die neoklassische Agenturtheorie. Ein weiterer firmentheoretischer Ansatz ist das sog. managerialistische Modell (vgl. BAUMOL 1959, MARRS 1964, LEMENSTEIN 1966, MARRIS/MUELLER 1980; FRITZROY/MUELLER 1984). Wie die nachfolgenden Ausführungen aufzeigen, verwenden die einzelnen Ansätze teilweise unterschiedliche Begriffe.

<sup>13</sup> Anders noch COASE (1937), der den Unterschied zwischen Firmen und Märkten mit der Unterscheidung von Austausch und Hierarchie charakterisiert hatte (kritisch hierzu ALCHIAN/DEMSETZ, 1972, 777ff.; HART, 1989, 1761). Nach HART (1988) 134, müssen sich diese unterschiedlichen Charakterisierungen nicht widersprechen, da hierarchische Strukturen und residuale Kontrollrechte in unvollständigen Verträgen sehr nahe beieinanderliegen.

<sup>14</sup> JENSEN/MECKLING (1976) 311.

<sup>14</sup> JENSEN/MECKLING (1976) 308, definierten Agenturbeziehungen wie folgt: «We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent».

<sup>15</sup> FAMA/JENSEN (1983a) 301.

<sup>16</sup> Wie in anderen Agenturbeziehungen setzen sich die Agenturkosten des Gesellschaftsvertrages aus den folgenden Kosten zusammen: a) Die Kosten der Überwachung durch den Prinzipal; b) die Ausgaben für Garantien des Agenten und c) der residuale Verlust (als Differenz zwischen den monetären Auswirkungen der Abweichungen der Entscheidungen des Agenten von denjenigen des Prinzipals) (JENSEN/MECKLING, 1976, 308).

<sup>17</sup> Ausführlich zu den unterschiedlichen Ursachen für residuale Verluste vgl. ADAMS (1989) 63ff., mit weiteren Nachweisen.

Eine zentrale Folgerung der Agenturtheorie geht dahin<sup>18</sup>, dass die Promotoren einer Gesellschaft die Vermögenseffekte dieser Agenturkosten vollumfänglich zu tragen haben, wenn die Kapitalmärkte die mit der Stellvertretungsproblematik verbundenen Kosten und Risiken richtig antizipieren. Es liegt deshalb sowohl im Interesse der kapitalsuchenden Unternehmer wie auch der Investoren, Überwachungs- und Selbstbindungsmechanismen zu finden, welche die *residualen Verluste* soweit reduzieren, dass die gesamten Agenturkosten minimiert werden. Angestrebt wird mithin ein *Optimum an Kontrolle und Selbstbindung und nicht ein Maximum*. Solange die operative Führung und die Übernahme des residualen Risikos nicht in einer Hand liegen, sind Agenturkosten unvermeidlich. Sie stellen gewissermaßen den Preis dar, der für die Vorteile der oben beschriebenen gesellschaftlichen Arbeitsteilung bezahlt werden muss<sup>19</sup>.

Es ergibt sich, dass die originären Eigentümer von Unternehmen und die Investoren ein reziprokes Interesse haben, diejenigen organisatorischen Massnahmen zu treffen, welche die Agenturkosten auf ein Minimum senken. Marktkräfte entfalten dadurch tendenziell einen Druck, ein optimales Niveau von Überwachungs- und Selbstbindungsmechanismen zu wählen. Zu solchen *Überwachungsmechanismen* zählen beispielsweise unabhängige und aussenstehende Verwaltungsräte, Rechnungslegungskomitees, aber auch anreizkompatible Entlohnungssysteme für das Management und den Verwaltungsrat. Gehr man zudem davon aus, dass Aktionäre sich in ihren Fähigkeiten, das Management zu überwachen, deutlich unterscheiden können, ist zu erwarten, dass sich bei einzelnen Unternehmen tendenziell diejenige *Aktionariatsstruktur* herauskristallisiert, welche die Agenturkosten minimiert und damit den Wert der Firma maximiert<sup>20</sup>. Der Reduktion der Agenturkosten dienen auch eine Reihe von *Selbstbindungsmechanismen*, wie ein hoher Leverage der Kapitalstruktur oder beispielsweise hohe Dividendenausschüttungen, welche die Abhängigkeit der Firma von Kapitalmarktfinauzierungen erhöhen<sup>21</sup>. Als ein äusserst wirksamer «external court of last resort»<sup>22</sup> erweist sich der Markt für Unternehmenskontrolle, welcher die Unternehmensleitung einem permanenten *Disziplinierungsschick* unterwirft. Er löst im Urteil der Agenturtheoretiker insbesondere die Frage «who monitors the monitors», da er den aus spezialisierten Entscheidungsexperten zusammengesetzten Verwaltungsrat einer externen Kontrolle unterwirft<sup>23</sup>.

<sup>18</sup> JENSEN/MECKLING (1976) 314.

<sup>19</sup> JENSEN/MECKLING (1976), weisen darauf hin, dass diese an sich triviale Aussage von Anhängern eines *Nirvana-Ansatzes*, welcher die Kontrollproblematik am Ideal einer Modellwelt (s.c. ohne Transaktionskosten) miss, immer wieder übersehen wird.

<sup>20</sup> Ausführlich siehe § 11, IV.

<sup>21</sup> Ausführlich EASTERBROOK (1984).

<sup>22</sup> FAMA/JENSEN (1983a) 313.

<sup>23</sup> FAMA/JENSEN (1983a) 314.

### 3. Transaktionskostentheorie: Unvollständige Verträge mit Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen

Indem die Agenturtheorie ihre Betrachtung auf die ex ante wirkenden Anreize konzentriert, geht sie implizit oder explizit davon aus, dass die vorvertraglich fixierten Überwachungs- und Selbstbindungsmechanismen ausreichen, die Vertragsbeziehungen ex post zu kontrollieren<sup>24</sup>. Der noch stärker mikroanalytisch ausgerichtete transaktionstheoretische Ansatz der Firma versucht demgegenüber *den (Gesellschafts-)Vertrag in seinem vollen Umfang zu analysieren*<sup>25</sup>. Auf lange Frist angelegte kooperative Verträge, wie der in den Statuten verankerte Gesellschaftsvertrag («corporate code»), sind in ausgeprägtem Ausmass unvollständig, da sie nicht für alle Eventualitäten und möglichen Vertragsrisiken eine Regel vorsehen<sup>26</sup>. Aufgrund der *beschränkten kognitiven Fähigkeiten* der Wirtschaftssubjekte und der auf unbeschränkte Dauer angelegten Aktiengesellschaft ist es weder möglich noch sinnvoll, für die schier unbegrenzte Zahl von zukünftig möglichen Ereignissen und Umweltzuständen die jeweiligen Handlungsfolgen exakt zu beschreiben.

In einem unsicheren und komplexen Umfeld lassen sich auch *keine klaren Leistungsstandards* vorgeben, da die Geschäftsleistung notwendig über einen ausreichenden diskretionären Handlungsspielraum verfügen muss, um sich den Gegebenheiten anzupassen und erfolgsversprechende unternehmerische Strategien zu wählen. Zusätzlich zu den Problemen der Unsicherheit und Komplexität sind die Aktionäre mit dem für Agenturbeziehungen typischen Problem der *Informationsasymmetrie* konfrontiert, das eine wirkungsvolle Überwachung und Leistungsbeurteilung der Unternehmensleitung selbst ex post stark erschweren kann.

<sup>24</sup> Man kann den gleichgewichtsorientierten Ansatz der Agenturtheorie denn auch als «non-institutional» interpretieren, dessen wissenschaftlicher Anspruch darauf ausgerichtet ist, einen «institution-free core» der Theorie der Firma auszuarbeiten (vgl. WILLIAMSON, 1988, 587). Oder man kann deren Aussagen auch normativ dahingehend interpretieren, dass die in der realen Welt zu beobachtenden Agenturbeziehungen annähernd optimal und aktenrechtliche Regeln demnach weitgehend irrelevant sind (in diesem Sinne beispielsweise CLARK, 1985, 66f.).

<sup>25</sup> WILLIAMSON (1990) 33, sieht denn auch einen wichtigen Unterschied zwischen dem agentur- und dem transaktionstheoretischen Ansatz der Firmentheorie darin, dass der Letztere von der Unmöglichkeit ausgeht, «die gesamte Verhandlungstätigkeit in der Vorvertragphase, also ex ante, unterzubringen». Demgegenüber finden im Rahmen des transaktionstheoretischen Ansatzes vielmehr auch «die Institutionen der aussergerichtlichen Regelung und die Untersuchung des Vertrages in seinem vollen Umfang ihre kritische ökonomische Bedeutung».

<sup>26</sup> Zum Konzept des unvollständigen Vertrages siehe auch § 5, III, 3.

Es sind denn auch die beschriebenen Charakteristiken der komplexen Langfristverträge, welche sie besonders anfällig für sog. *Hold-up-Probleme*<sup>27</sup> und *opportunistisches Verhalten*<sup>28</sup> machen und nach Mechanismen rufen, um den Gesellschaftsvertrag fortlaufend zu ergänzen und allenfalls auch zu modifizieren.<sup>29</sup> Komplexe Langfristverträge, wie der an das Eigenkapital geknüpfte Gesellschaftsvertrag, sind deshalb notwendigerweise mit Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen («governance structures») verknüpft, die das Problem der eingeschränkten Rationalität entschärfen und *adaptive und sequenzielle Entscheidungsprozesse* unterstützen.<sup>30</sup>

Zahlreiche organisatorische (und durch das Recht unterstützte) Vorkehren und Neuerungen moderner Aktiengesellschaften lassen sich aus dieser Perspektive als Prozeduren interpretieren und analysieren, denen die Aufgabe zukommt, in einem sich wandelnden Umfeld *vertragliche Lücken* des Gesellschaftsvertrages zu *füllen*, Fehler zu korrigieren und effiziente Anpassungen an nicht antizipierte Veränderungen der Umweltbedingungen und an Vertragsstörungen vorzunehmen und gleichzeitig Sicherungen einzubauen, die den Spielraum für opportunistisches Verhalten der Unternehmensleitung begrenzen. Alternativen ökonomische Formen der Organisation in modernen Publikumsgesellschaften, wie etwa verschiedene Ausgestaltungen des Board of Directors (bzw. des Verwaltungsrates) lassen sich entsprechend auf ihre jeweilige Kapazität unterstehen, Ex-post-Vertragsbeziehungen zu harmonisieren und die auf Unsicherheit, Komplexität und Informationsasymmetrien zurückgehenden Vertragsprobleme transaktionskostensparend zu lösen.<sup>31</sup> Im Zentrum der transaktionstheoretischen Theorie der Firma steht demnach die *Analyse der relativen Wirksamkeit alterna-*

*tiver Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen*. Dem Aktienrecht kommt dabei in erster Linie die Funktion zu, «to delimit the range of indeterminacy within which private ordering bargains must be reached».<sup>32</sup>

#### 4. Theorie der Property rights: Die Aktionäre als residuale Eigentümer

Werden Aktiengesellschaften als Vertragsgeflecht betrachtet, bedeutet dies, dass alle in der Firma verwendeten Inputfaktoren im Eigentum eines Kontrahenten stehen. Wer über das Eigentum einer Aktiengesellschaft verfügt, ist demnach aus ökonomischer Sicht irrelevant, falls alle Verträge dem *Ideal vollständiger Verträge* nahekommen. Bestehen aufgrund von Unsicherheit und Transaktionskosten dagegen Vertragslücken und sind die Nutzungen der Vermögenswerte wie im Gesellschaftsvertrag nicht oder nur sehr vage spezifiziert, entfaltet die Ausgestaltung der Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften dagegen allokativen Wirkungen. Versteht man Eigentumsrechte wie die Property-rights-Theorie der Firma nicht nur als Persönlichkeitsrechte, sondern auch als einen zweckmäßigen Mechanismus, um wirtschaftliche Anreize festzulegen, stellt sich demnach die Frage nach deren optimalen Ausgestaltung.

*Publikumsaktiengesellschaften* erweisen sich in diesem Lichte betrachtet als ein ausgesprochen *komplexer Vermögenswert*, dessen Wert von zahlreichen unterschiedlichen Akteuren der Unternehmung beeinflusst werden kann. Einiges spricht nun dafür, unter allokativen Gesichtspunkten das *Eigentum an einer Firma als residuales Kontrollrecht zu definieren, welches das Recht beinhaltet, ex post alle Entscheidungen zu treffen, die nicht explizit durch das Recht festgelegt oder vertraglich einer anderen Person zugeordnet sind*.<sup>33</sup>

Dass die residualen Kontrollrechte den Aktionären und nicht beispielsweise den Obligationären oder den Arbeitnehmern zugeordnet werden, läßt sich vertragstheoretisch damit begründen, dass die Aktionäre wegen dem diffusen Charakter ihrer Investition<sup>34</sup> im Vergleich zu den anderen Vertragspartnern der rechtlichen Fiktion Firma am wenigsten in der Lage sind, diese in den bilateralen Verträgen abzusichern.<sup>35</sup> Aktionäre als Eigenkapitalgeber und residuale Risiko-

<sup>27</sup> Hold-up-Probleme weisen einen engen Zusammenhang mit dem Problem der fundamentalen Transformation auf, wonach aufgrund von vertragspezifischen Investitionen nach Vertragsschluss aus einer Situation mit zahlreichen Konkurrenten eine bilaterale Verhandlungssituation entsteht (WILLIAMSON, 1990, 70ff.; vgl. auch HART, 1988, 121; JOSKOW 1988; MURGOW/ROBERTS, 1992, 312). Ein solches Problem kann in Aktiengesellschaften vor allem deshalb entstehen, weil Eigenkapital der Stützung unternehmensspezifischer Investitionen dient, welche nur innerhalb der Unternehmung ihren Wert behalten (ausführlich WILLIAMSON, 1990, 272; WILLIAMSON, 1988b, 579ff.).

<sup>28</sup> Der Begriff Opportunismus wird in der Transaktionskostentheorie, derjenige des «moral hazard» in der Agenturtheorie verwendet, wobei sich die beiden weitgehend decken. Während moralische Risiken ein Problem darstellen, das nach Vertragsschluss entsteht, ist die adverse Selektion ein Ex-ante-Vertragsproblem. Beide Probleme haben ihre Ursachen in Informationsasymmetrien und der beschränkten Möglichkeit, vollständige Verträge auszuhandeln.

<sup>29</sup> WILLIAMSON (1988a) 69.

<sup>30</sup> WILLIAMSON (1988b) 570.

<sup>31</sup> WILLIAMSON (1988b) 573.

<sup>32</sup> WILLIAMSON (1988b) 573.

<sup>33</sup> MURGOW/ROBERTS (1992) 289. Vgl. auch WILLIAMSON (1988a) 79; HART (1995) 30.

<sup>34</sup> WILLIAMSON (1990) 272, erklärt diesen diffusen Charakter und das daraus entstehende besondere Risiko damit, dass Eigenkapital mit einer Mehrzweckaufkraft verbunden ist und auch als Mittel für unternehmensspezifische (d.h. nicht anderweitig verwendbare) Investitionen eingesetzt werden kann.

<sup>35</sup> Arbeitnehmer, Kreditgeber, Lieferanten, Kunden, Gemeinden etc. verfügen im Vergleich zu den Aktionären vielfach über wirkungsvollere Möglichkeiten, nichttriviale unternehmensspezifische Investitionen gegen opportunistisches Verhalten in ihren bilateralen Verträgen

träger tragen nicht nur das Risiko für ihre gesamte Investition, sondern bilden auch die einzige Gruppe von Vertragskontrahenten, deren Beziehung nicht peritodisch erneuert werden muss. Dass sich die einzelnen Aktionäre im Gegensatz zu anderen Vertragskontrahenten vergleichsweise leicht von ihrem Engagement lösen können, ändert nichts an der Tatsache, dass die Aktionäre als Gruppe für eine unbestimmte Zeiddauer gebunden sind.

Da der Vertrag zwischen den Aktionären und der Firma innerhalb des «nexus of contracts» der am wenigsten vollständige Vertrag darstellt, sind die Eigentümernachgeber nach Vertragsschluss in besonderem Masse anfällig für *Lack-of-Situationen* und nachträgliche Enteignungen. Entsprechend macht es Sinn, den Trägern der residualen Risiken auch die *residualen Kontrollrechte* zuzuordnen, die das Recht beinhalten, die verbleibenden Dimensionen der Nutzung zu bestimmen.<sup>36</sup> «In a world of transaction costs and incomplete contracts, ex post residual rights of control will be important because, through their influence on asset usage, they will affect ex post bargain power and the division of ex post surplus in a relationship».<sup>37</sup> Eigentum ist demnach «a source of power when contracts are incomplete».<sup>38</sup>

Da unvollständige Verträge notgedrungen *Nachverhandlungen* bedingen, trägt der Status des Eigentümers dazu bei, die Verhandlungsposition nach dem Vertragsschluss zu stärken. Verfügungen umgekehrt die Aktionäre nicht über die residualen Kontrollrechte oder werden diese verwässert, hat dies einen negativen Einfluss auf die Investitionsanreize.

Ein diffuses Eigentumskonzept kann insbesondere dann resultieren, wenn die Freiheit des Handelns der Unternehmung und ihrer Organe nicht klar definiert und umschrieben ist. Unklare und mehrdeutige Handlungsmaximen sind etwa dann zu erwarten, wenn die Ergänzungen des Gesellschaftsvertrages am Unternehmensinteresse und damit am Interesse aller Stakeholder ausgerichtet werden.<sup>39</sup> Eigentumsrechte in Publikumsgesellschaften werden demnach mit Vorteil so strukturiert, dass die mit unvollständigen Verträgen verbundenen Hold-up-Probleme zu möglichst geringen Verzerrungen der Investitionsentscheidungen führen. Oder allgemeiner formuliert: Die an einer möglichst ertragsreichen Reg-

abzusichern (WILLIAMSON, 1990, 276ff.; MACCER 1991). Ausführlich zur ökonomischen Analyse des Anleihenvertrages und zu den vertraglichen Mitteln, sich durch eine adäquate Ausgestaltung der Anleihenverträge gegen opportunistisches Verhalten abzusichern McDANIEL (1986, 1988); BRATTON (1984, 1989); TADKE (1989); KANDA (1992).

<sup>36</sup> Vgl. HART (1989) 1766.

<sup>37</sup> HART (1989) 1766; HART, 1995, 29. Präzisierend kann angefügt werden, dass die residualen Verfügungsrechte sich ausschliesslich auf die physischen Vermögenswerte, nicht aber das Humankapital beziehen (vgl. HART, 1989, 1771f.; kritisch demgegenüber KIERN, 1988, 205ff.).

<sup>38</sup> HART (1995) 29.

<sup>39</sup> Ausführlich siehe § 5, III. 4.

lung interessierten Beteiligten werden die Eigentumsrechte am Unternehmen derjenigen Gruppe zuweisen, welche ansonsten nicht an dem das Unternehmen bildenden Vertragsgelicht teilnehmen könnten, weil ihr hierbei im Verhältnis zum Ertrag zu hohe Kosten entstehen würden.<sup>40</sup>

## 5. Das Board of Directors<sup>41</sup> als Beherrschungs- und Überwachungsorgan der Aktionäre

### a) Schutzmechanismus gegen diffuse Enteignungsrisiken

Dass alle neueren mikroökonomischen Theorien der Firma ihr Interesse schwergewichtig auf die Analyse der Verhältnisse der Aktionäre und der Unternehmensleitung ausrichten, hat seine guten Gründe. Die vertragstheoretische Analyse der zahlreichen Vertragsbeziehungen mit der rechtlichen Fiktion Firma lässt nicht nur auf eine *besondere Stellung der Aktionäre*, sondern auf eine ebensolche der Unternehmensleitung schliessen. Zwar ist auch die Unternehmensleitung aus der Perspektive eines «nexus of contract» Ansatzes betrachtet wie alle anderen Kontrahenten in eine bilaterale Vertragsbeziehung mit der Firma eingebunden. Materieell verfügt die Unternehmensleitung bzw. das oberste Management aber über eine zentrale Stellung, da sie beim Abschluss aller Verträge zwischen den Akteuren einer Firma federführend beteiligt ist.<sup>42</sup>

Dass sich das *Management als eigentliches Machtzentrum* mit immensen Informationsvorteilen nicht nur instrumental, sondern auch strategisch verhält und eigene Interessen verfolgt, ist spätestens seit BERLE und MEANS ein Dauerthema der firmentheoretischen Arbeiten. Aufgrund der spezifischen Vertragsbeziehung der Aktionäre und dem reziproken Interesse an einem *wirkungsvollen Selbstbindungsmechanismus* ist es deshalb nahe liegend, Beherrschungs- und Überwachungssysteme einzuführen, die den Anteilseignern einen gewissen Schutz vor Enteignung und krasser Misswirtschaft bieten. Aus dieser Sicht betrachtet ist der Verwaltungsrat bzw. das Board of Directors als oberstes Organ denn auch in erster Linie als ein – endogen entstandenes Kontrollinstrument der Aktionäre zu verstehen, das «als Instrument zur Absicherung der Investitionen deijeni-

<sup>40</sup> Vgl. HANSMANN (1988) 267ff.

<sup>41</sup> Da es sich hier um ein theoretisches Modell eines Unternehmensorgans handelt, soll der im Ursprungsland der Agentur- und Transaktionskostentheorie gebrauchliche Ausdruck «board of directors» beibehalten werden. Anzumerken bleibt, dass das schweizerische Modell des Verwaltungsrates in der Rechtspraxis eine Annäherung an das amerikanische «Board System» insbesondere in den grossen Publikumsgesellschaften nicht behindert hat (vgl. BÖCKLI, 1996, Rz 1759ff.), wobei damit noch nichts darüber ausgesagt ist, ob die konkreteren Ausgestaltungen von Boards der US-Gesellschaften den theoretischen Idealmodellen entsprechen. WILLIAMSON (1990) 289.

gen (dient), die ein diffuses, aber erhebliches Enteignungsrisiko tragen, weil die in Frage stehenden Vermögenswerte zahlreich und ungenau definiert sind und sich nicht gezielt, d.h. transaktionsspezifisch absichern lassen»<sup>43</sup>. Wird das Board in erster Linie als Überwachungsinstrument der Aktionäre verstanden, hat dies – wie weiter hinten ausgeführt wird – weittragende Konsequenzen für die Ausgestaltung der Treue- und Sorgfaltspflichten der Gesellschaftsorgane, die aus vertragstheoretischer Perspektive mit Vorteil an den Interessen der Aktionäre ausgerichtet werden<sup>44</sup>.

#### b) Vertragstheoretische Begründung der Zusammensetzung des Verwaltungsrates

Hauptaufgabe und Zusammensetzung des Board of Directors sind demnach weitgehend von den spezifischen Vertragsbeziehungen der Firma abhängig. *Da die Arbeitnehmer, Kreditgeber und andere wichtige Kontrahenten der Kapitalgesellschaft ihre vertragspezifischen Risiken besser auf der jeweiligen Vertragsebene absichern können, besteht der vertragliche Hauptzweck des Board darin, die Interessen der Aktionäre zu wahren*<sup>45</sup>. Erhalten umgekehrt Vertreter anderer Vertragsinteressen Entscheidungsrechte im Board, bestehen für diese Anreize, sich opportunistisch zu verhalten und Interessen durchzusetzen, die auf der Ebene der bilateralen Verträge nicht durchgesetzt werden konnten. Die Vertretung anderer Interessen als die der Aktionäre im Board of Directors wird sich demnach tendenziell negativ auf die Investitionsanreize auswirken und den Preis für das Eigenkapital erhöhen.

Aus vertragstheoretischer Perspektive spricht demnach einiges dafür, dass neben den Aktionären andere am Vertragseffekt beteiligte Gruppen nur ausnahmsweise oder nur zu *Informationszwecken* Einsitz in das Board erhalten<sup>46</sup>. Eine Board-Beteiligung mit Stimmrecht bietet sich beispielsweise für Gläubiger von Gesellschaften an, die eine sehr dünne Eigenkapitaldecke bzw. eine Finanzierungstruktur mit hoher Hebelwirkung aufweisen. Da in diesen Fällen die Obligationäre sich meist nicht durch einen vorrangigen Anspruch auf dauerhafte Vermögenswerte absichern können, werden sie zu Trägern residualer Risiken.

<sup>43</sup> WILLIAMSON (1990) 274.

<sup>44</sup> Siehe § 5, III. 4.

<sup>45</sup> WILLIAMSON (1990) 289. Dass das Kapital die Arbeit beschäftigt und nicht umgekehrt die Arbeit das Kapital, ist demnach nicht historisch, sondern in der Logik der Vertragsbeziehungen und dem Umstand bedingt, dass die Vertragsbeziehungen zwischen Aktionären und Unternehmern ihrem Wesen nach sehr schwer abzuschirmen sind (WILLIAMSON, 1990, 296f.).

<sup>46</sup> Nach WILLIAMSON (1990) 269, legt es die vertragstheoretische Analyse nahe, zwischen zwei Arten der Mitgliedschaft im Board zu unterscheiden: eine Beteiligung mit Stimmrecht oder aber lediglich eine solche zu Informationszwecken.

ken, sodass sie sich mit ähnlichen Vertragsrisiken konfrontiert sehen, wie sie für Aktionäre charakteristisch sind. Die Einsitznahme von Vertretern der Arbeitnehmer lässt sich demgegenüber aus vertragstheoretischer Sicht lediglich zu Informationszwecken rechtfertigen<sup>47</sup>. Der Wert einer Beteiligung der Arbeitnehmer im Board kann insbesondere darin liegen, in Zeiten schlechter Wirtschaftslage wichtige und richtige Informationen weiterzugeben<sup>48</sup>. Dem vertragstheoretischen Ansatz entspricht demnach nicht ein partizipatorisches Board, sondern ein eigenliches Kontroll- oder Überwachungsmodell.

#### b) Stylisierte Schritte unternehmerischer Entscheidungsprozesse

Während die Zusammensetzung des Board of Directors sich firmentheoretisch primär aus der Struktur der unterschiedlichen Vertragsbeziehungen des «nexus of contracts» ableiten lässt, stehen dessen Funktionen zusätzlich in einem engen Zusammenhang mit den *Charakteristiken und typischen Abläufen von Entscheidungsprozessen* in grossen Aktiengesellschaften, die sich nach FAMA/JENSEN<sup>49</sup> grob in vier Schritte aufteilen lassen:

- (a) Vorschlag: Vorlage von Vorschlägen zur Nutzung von Produktionsmitteln und Gestaltung von Verträgen;
- (b) Bestätigung: Beschluss über die durchzuführenden Entscheidungsvorschläge;
- (c) Durchführung: Umsetzung und Ausführung der beschlossenen Entscheidung;
- (d) Überwachung: Messung der Leistungen der Entscheidungsträger (decision agents) und Festsetzung von Belohnungen.

In komplexen Organisationen wie Publikumsgesellschaften verteilt sich das für spezifische Entscheidungen relevante Wissen auf zahlreiche Akteure auf allen Stufen der Unternehmung<sup>50</sup>. Da der interne Transfer von Wissen hohe Kosten verursacht, drängt sich aus Gründen der Effizienz eine Aufgliederung des *Entscheidungsmanagement* und eine Delegation der Ausarbeitung von Entscheidungsvorschlägen und der Durchführung der beschlossenen Entscheidungen auf die diejenigen Entscheidungsträger («specialized decision agents») auf, die über die relevanten Kenntnisse verfügen. Da auch die *Entscheidungskontrolle* spezialisierteres Wissen voraussetzt, macht es Sinn, auch diese auf zahlreiche interne Stellenvertreter zu delegieren und zu verteilen.

<sup>47</sup> Ausführlich HART (1983); AOKI (1984) 167; WILLIAMSON (1990) 270ff.

<sup>48</sup> Vgl. WILLIAMSON (1990) 271, der als Beispiel die Aufnahme eines Arbeitnehmervertreters in das Board des einstmalig krisengeschüttelten Automobilherstellers Chrysler erwähnt.

<sup>49</sup> FAMA/JENSEN (1983a) 303.

<sup>50</sup> FAMA/JENSEN (1983a) 308.

## d) Management- und Kontrollfunktionen

Die mit einem weiterverzweigten Entscheidungssystem verbundene Agenturproblematik in komplexen Organisationen ist demnach «controlled by decision systems that separate the management (initiation and implementation) and control (ratification and monitoring) of important decisions at all levels of the organization»<sup>51</sup>.

Da in Publikumsgesellschaften meist eine grosse Zahl von Aktionären Träger der residualen Risiken sind, wäre es zu kostspielig, wenn alle sich an der Entscheidungskontrolle beteiligen würden. Entsprechend liegt es nahe, die *wichtigsten Entscheidungsbefugnisse* an ein Board of Directors zu delegieren, welches das Entscheidungsmanagement und zahlreiche Kontrollfunktionen weiterdelegiert, sich gleichzeitig aber die *obersten Kontrollrechte* vorbehält. Das Board of Directors erweist sich aus dieser Perspektive betrachtet als ein organisatorischer Mechanismus bzw. ein endogener Beherrschungs- und Überwachungsmechanismus<sup>52</sup>, der dazu dient, einerseits spezialisiertes (Entscheidungs-)Wissen in komplexen Organisationen zu nutzen und andererseits die Enteignungsrisiken der Aktionäre zu beschränken.

Mit einem nach dem Kontrollmodell ausgestalteten Board durchaus vereinbar ist auch, dass *Manager als «inside directors»* in diesem vertreten sind. Die Beteiligung leitender Manager im Board dient insbesondere dazu, den Informationsfluss zwischen der über einen enormen Informationsvorsprung verfügenden Unternehmensleitung und dem das Entscheidungsmanagement kontrollierenden Board zu sichern<sup>53</sup>. Darüber hinaus ist aufgrund der Agenturproblematik zu erwarten, dass in einem idealtypischen Board auch zahlreiche «outside directors» Einsitz nehmen, die wiederum als spezialisierte «decision agents» primär *Aufgaben der Entscheidungskontrolle* (Bestätigung und Überwachung) übernehmen.

## e) Kollusion als agenturtheoretisches Problem

Ein besonderes Agenturproblem liegt darin, dass ausserstehende mit internen Verwaltungsräten auf Kosten der Aktionäre zusammenspannen. Es bedarf deshalb gewisser Mechanismen, um allfälligen Kollusionen zwischen internen und externen Mitgliedern des Board entgegenzuwirken. Dazu zählen zum einen Reputationsmechanismen, die besonders dann zum Tragen kommen, wenn sich ein *funktionierender Markt für externe Verwaltungsräte als spezialisierte Über-*

*wachungsexperten* entwickelt. Das Risiko agenturkosten erhöhender Kollusionen im Board lässt sich zum andern auch durch *anreizkompatible Entscheidungsgesysteme und Beteiligungssysteme* für ausserstehende Verwaltungsräte reduzieren. Möglichen Kollusionen zwischen internen und externen Verwaltungsräten zum Nachteil der Aktionäre kann auch durch die strukturelle Ausgestaltung des Board entgegen gewirkt werden. Ein Beispiel dafür sind *Ausschüsse* für gewisse Aufgabenbereiche (z. B. Revisionsausschüsse), die sich nur aus ausserstehenden Verwaltungsräten zusammensetzen.

## f) Probleme der kollektiven Wahl und unentziehbare Aufgaben des Board

Dass Aktionäre als Träger residualer Risiken und «Eigentümern» von Publikumsgesellschaften nur über wichtige «organische» Änderungen abstimmen und ansonsten Entscheidungskompetenzen weitgehend und unwiderruflich an den Verwaltungsrat delegieren, lässt sich nicht nur allein mit Informationsasymmetrien und den hohen Kosten des Stimmrechtes begründen. Würde eine Vielzahl von Aktionären beispielsweise über alternative Investitionsprojekte von grosser wirtschaftlicher Tragweite entscheiden, ist aufgrund der Theorie der kollektiven Wahl zu erwarten, dass das Abstimmungsergebnis letztlich primär durch die institutionelle Ausgestaltung des Abstimmungsprozesses und insbesondere auch die Reihenfolge der Abstimmung determiniert würde<sup>54</sup>. Härten die Aktionäre die Möglichkeit, wichtige strategische Unternehmensentscheide im Sinne von sog. *shareholder initiatives* auf die Traktandenliste zu setzen, wäre die Gefahr gross, dass *inkonsistente Abstimmungsergebnisse* resultierten.

Die in der Praxis zu beobachtende und vom Recht<sup>55</sup> meist unterstützte unentziehbare Kompetenzzuordnung der wichtigsten unternehmerischen Entscheide an den Verwaltungsrat lässt sich demnach – zumindest für grosse Publikumsgesellschaften – ökonomisch nicht nur mit Informationsasymmetrien und -kosten, sondern auch mit Problemen der kollektiven Wahl begründen, die zu zyklischen und damit inkonsistenten Abstimmungsergebnissen («*cycles*»)<sup>56</sup> führen. Die der Generalversammlung vorbehaltenen Entscheide haben von ihrer Natur her denn auch meist eher defensiven Charakter. Abgesehen vom Recht, Verwaltungsräte nicht mehr wiederzuwählen, bietet das Stimmrecht insbesondere auch einen *Schutz gegen opportunistische Veränderungen der Statuten*, wie etwa im Falle von Kapitalerhöhungen, Veränderungen der Kapitalstruktur etc. Dass Aktionäre zudem in der Regel auch bei wichtigen Strukturänderungen der

<sup>51</sup> FAMA/JENSEN (1983b) 331.

<sup>52</sup> WILLIAMSON (1990) 274.

<sup>53</sup> Ausführlich FAMA/JENSEN (1983a) 314. Zu den sekundären Aufgaben des Board vgl. WILLIAMSON (1990) 282.

<sup>54</sup> Ausführlich GORDON (1991) 347ff. mit weiteren Nachweisen.

<sup>55</sup> Zu den überragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrates nach schweizerischem Recht vgl. FORSTMOSER (1994) 169ff.

<sup>56</sup> Ausführlich GORDON (1991) 359.

Gesellschaft (Unternehmenszusammenschlüsse, Management Buyouts und allenfalls auch bei asymmetrischen Spinn-offs etc.), nicht aber bei wichtigen Investitionsentscheidungen mit ähnlicher wirtschaftlicher Tragweite ein Stimmrecht besitzen, lässt sich vor allem damit erklären, dass diese Transaktionen für Aktionäre besondere Risiken bergen. Solche *fundamentale Strukturänderungen der Gesellschaft* zeichnen sich zum einen dadurch aus, dass die Anreize des Management erheblich von denen der Aktionäre abweichen können. Zum anderen sind andere Kontrollmechanismen, die opportunistisches Verhalten des Management einschränken, in diesen Situationen vielfach ohne grosse Wirkung. Dies gilt insbesondere für die *Reputation*, die als Kontrollmechanismus weitgehend ausfällt, wenn es sich für das Management wie etwa bei Management-Buyouts um sogenannte *Endspiel-Situationen*<sup>57</sup> handelt, die das Unternehmen der Kontrolle durch die Kapitalmärkte entziehen.

## 6. Wechselwirkungen im Vertragsgeflecht

### a) Verschiebungen in anderen Vertragsgleichgewichten

Innerhalb und zwischen den einzelnen Verträgen des Vertragsgeflechts Firma bestehen Wechselwirkungen. Änderungen in einzelnen bilateralen Vertragsbeziehungen zwischen der Gesellschaft als juristischer Person und den unterschiedlichen mit der Firma verbundenen Akteuren können zu Vermögensverschiebungen führen, die zu Lasten anderer Vertragspartner der Firma gehen. Die dadurch verursachten *Verschiebungen in anderen Vertragsgleichgewichten* werden – abgesehen von nichtkompensierten (Windfall-)Verlusten – vor allem bei langfristigen Verträgen durch Anpassungen der Vertragsbedingungen aufgefangen.<sup>58</sup> Kommt es beispielsweise im Zuge von Unternehmensübernahmen zu einer «Enteignung» impliziter Ansprüche der Arbeitnehmer, kann dies zu Neuverhandlungen führen, bei denen die Arbeitnehmer versuchen werden, implizite durch explizite Ansprüche zu ersetzen, indem sie in neuen Verträgen explizite Mobilitätserschädigungen auszuhandeln versuchen.<sup>59</sup>

Nicht kompensierte Vermögensverschiebungen zu Lasten anderer Vertragspartner der Firma waren auch bei den zahlreichen Management-Buyouts in den späten achtziger Jahren zu beobachten. Diese gingen insbesondere auf Kosten der Anleiensgläubiger, welche die mit einem höheren Fremdkapitalanteil (Leverage) verbundenen Risiken vielfach nicht antizipiert und entsprechend auch

nicht durch geeignete Klauseln in den Anleiensverträgen (*Put-Optionen für sog. event risks*) abgesichert hatten.<sup>60</sup>

### b) Strategisches Verhalten

Wechselwirkungen zwischen einzelnen Verträgen entstehen auch durch strategisches Verhalten der Unternehmensleitung. Da das Management, das letztlich die Verträge für die Firma schliesst, auch eigene Interessen verfolgt, verhält sich die Firma als Vertragspartner nicht notwendig neutral gegenüber ihren zahlreichen Vertragskontrahenten. Verfügbar die Unternehmensleistung über Informationsvorteile und werden die bilateralen Verträge mit der Firma nacheinander geschlossen, können Anreize für strategisches Verhalten der Unternehmensleitung bestehen.<sup>61</sup> *Inkonsistenzen zwischen nacheinander geschlossenen Verträgen* sind insbesondere dann wahrscheinlich, wenn das Management in der Lage ist, Informationen selektiv an die einzelnen Vertragsgruppen abzugeben und diese nicht in der Lage sind, die damit verbundenen Risiken zu antizipieren, sodass es zu *unkompensierten Vermögensverschiebungen* kommt. Generell ist damit das Problem angesprochen, dass vertragliche Abmachungen zwischen der Firma und einer bestimmten Vertragsgruppe die Anreizstrukturen der Unternehmensleitung für nachfolgende Verträge mit anderen Vertragsgruppen verändern können.

### c) Mechanismen zur Beschränkung unerwünschter Wechselwirkungen

Die mit diesen Wechselwirkungen für die Vertragsparteien der Firma verbundenen Risiken lassen sich zumindest teilweise durch *vertragliche Vorkehrungen* auffangen. Entsprechend führen diese Interdependenzen im Vertragsgeflecht Firma in der Regel zu komplexeren Befehls- und Überwachungsstrukturen in den jewei-

<sup>57</sup> Siehe § 5, III. 4.

<sup>58</sup> Vgl. das Beispiel bei WILLIAMSON (1990) 290, das hier leicht modifiziert wiedergegeben wird: Die Unternehmensleitung eines Zulieferbetriebes kann einerseits das Risiko eines rückläufigen Absatzes durch einen Vertrag auffangen, der bei tiefen Lieferpreisen gewisse Sicherstellungen oder Abnahmegarantien des Abnehmers beinhaltet, oder aber andererseits das Risiko rückläufiger Verkäufe bei höheren Lieferpreisen von der Unternehmung tragen lassen. Ist die Unternehmensleistung stark am Gewinn beteiligt, hat sie bei der zweiten Vertragsvariante mit höheren Lieferpreisen ein Interesse, den Arbeitnehmer das für diese mit der spezifischen Ausgestaltung des (Sukzessiv-)Lieferungsvertrages verbundene Risiko zu verheimlichen. Während im positiven Falle eines florierenden Geschäftsganges die Unternehmensleistung von der Gewinnbeteiligung profitiert, kann sie bei negativer Entwicklung versinken. Solche Lohnsenkungen durch Effektivlohnsenkungen der Arbeitnehmer aufzufangen. Solche Lohnsenkungen lassen sich vor allem dann durchsetzen, wenn die Arbeitnehmer durch hohe firmenspezifische Humankapitalinvestitionen eng an die Firma gebunden sind, da diese Investitionen bei einer Vertragsauflösung *verloren* werden.

<sup>57</sup> Siehe § 7, II. 4.

<sup>58</sup> Vgl. WILLIAMSON (1990) 268.

<sup>59</sup> Siehe § 5, III. 4.

ligen bilateralen Verträgen. Eine mögliche vertragliche Antwort auf die mit den Wechselwirkungen verbundenen Vertragsrisiken ist etwa die Beschränkung der Vertragsdauer, die Neuverhandlungen offen läßt. Ein verwandter Schutzmechanismus sind Kündigungsoptionen, wie etwa Put-Optionen der Anleihegläubiger bei Transaktionen, welche die (Finanzierungs-)Struktur einer Firma grundlegend verändern<sup>62</sup>. *Neuverhandlungs- und Kündigungsrechte* bilden allerdings nur dann einen wirkungsvollen Schutzmechanismus gegen Wechselwirkungen im Vertragsgeflecht Firma, wenn die Vertragsposition der betroffenen Parteien nicht durch *hohe einseitige vertragsspezifische Investitionen* geschwächt ist, wie etwa durch hohe firmenspezifische Humankapitalinvestitionen der Arbeitnehmer.

Strategisches Verhalten der Unternehmensleitung bei nacheinander geschlossenen Verträgen wird insbesondere auch durch *Reputationsmechanismen* beschränkt. Wie wir gesehen haben, sind diese vor allem dann wirksam, wenn es sich für das Management nicht um sog. Endspiel-Situationen handelt. Vermögensverschiebungen als unerwünschte Wechselwirkungen lassen sich zudem auch durch (sanktionsbewehrte) *Offenlegungspflichten* auffangen, die es den Vertragspartnern ermöglichen, vertragliche Sicherungen einzubauen (bzw. ex ante eine Kompensation für diese Risiken zu verlangen) oder die Vertragsbedingungen anzupassen. Entsprechend kann es beispielsweise Sinn machen, Arbeitnehmern über einen Sitz im Board Informationsrechte einzuräumen, die einerseits – im Sinne einer Selbstbindung – eine wirkungsvolle Kontrolle strategischen Verhaltens ermöglichen und andererseits allfällige Neuverhandlungen erleichtern<sup>63</sup>. Strategische Inkonsistenzen nacheinander geschlossener Verträge lassen sich dadurch tendenziell reduzieren.

## 7. Kapitalstrukturen als Beherrschungs- und Überwachungsmechanismus

### a) Ausgangspunkt: Die Irrelevanz-Hypothese von Modigliani/Miller

Die mit alternativen Finanzierungsformen verbundenen Beherrschung und Überwachungsstrukturen und die Auswirkungen von Variationen der Kapitalstruktur auf die Agenturkosten sind die zentralen Fragestellungen der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie, deren Beantwortung mit zahlreichen Implikationen für das Recht verbunden ist. Ausgangspunkt der modernen Theorie der Unternehmensfinanzierung sind die beiden Theoreme von MODIGLIANI/

MILLER<sup>64</sup>, wonach – vereinfacht gesagt – Entscheidungen über die Finanzierungsstrukturen (die Aufteilung zwischen Eigen- und Fremdkapital) und über die Dividendenpolitik keinen Einfluss auf den Wert einer Firma haben. «(T)he average cost of capital to any firm is completely independent of its capital structure and is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class». Hinter der *Irrelevanz-Hypothese* der Kapitalstruktur steht in erster Linie die Überlegung, dass die Marktwerte von Firmen mit identischen Ertrags Erwartungen nicht voneinander abweichen können, unabhängig davon, ob sie durch eine Fremdkapitalfinanzierung<sup>65</sup> eine Hebelwirkung aufweisen oder nicht. Begründen lässt sich diese Hypothese mit Hilfe von *Arbitrargementen*, wonach durch eine entsprechende Kreditaufnahme und eine Anpassung ihrer Portefeuilles die Investoren ohne weiteres in der Lage sind, die durch eine Fremdfinanzierung erreichte Hebelwirkung der Unternehmung rückgängig zu machen.

Würde das Theorem von MODIGLIANI/MILLER in der Praxis uneingeschränkt Gültigkeit haben, gäbe es keine optimalen Finanzierungsstrukturen, womit sich auch die Frage nach den *Auswirkungen von Rechtsregeln auf die Finanzierungsstruktur* – abgesehen vom Gedanken des Kapitalschutzes – erübrigen würde. Erweiterungen des Modells von MODIGLIANI/MILLER ergeben, dass die Kapitalstruktur eben doch eine Rolle spielt und sich Unternehmen vor die Aufgabe gestellt sehen, ihre Finanzierungsstruktur aufgrund ihrer spezifischen Verhältnisse zu optimieren. Unter den am häufigsten genannten Argumenten<sup>66</sup>, die das MODIGLIANI/MILLER-Modell vertiefen, sind aus dem Blickwinkel einer institutionell ausgerichteten Theorie der Unternehmensfinanzierung vor allem zwei Aspekte bedeutungsvoll: Der Kapitalstruktur kann zum einen eine *Signalfunktion* und zum anderen eine *Anreizfunktion* zukommen.

### b) Signalfunktion

Unternehmensleistungen, die nur schon aus eigenen Interessen am Bestand der Unternehmung ein Interesse haben, bevorzugen eine dicke Eigenkapitaldecke, welche die *Wahrscheinlichkeit eines Konkurses* reduziert. Auf diesem Hintergrund erklärt ROSS<sup>67</sup> die Benutzung von Fremdkapital mit einer Signalfunktion. Ausgangspunkt des Modells von ROSS ist die Annahme, dass die Zukunftsaussich-

<sup>64</sup> MODIGLIANI/MILLER (1958) 268f.

<sup>65</sup> Das Argument kann auf beliebige Finanzierungsinstrumente ausgeweitet werden (vgl. MITCHELL/ROBERTS, 1992, 459).

<sup>66</sup> Neben den hier behandelten Aspekten haben vor allem unterschiedliche Steuern auf Eigen- und Fremdkapital einen Einfluss auf die Finanzierungsstruktur. Daneben gibt es eine eher technisch ausgerichtete Erklärung, die auf der Möglichkeit von Konkursen beruht (vgl. GROSSMANN/HART, 82, 130).

<sup>67</sup> ROSS (1977).

<sup>62</sup> Ausführlich siehe § 5, III, 4.

<sup>63</sup> WILLIAMSON (1990) 291.

ten der Unternehmungen (der zukünftige Strom der Gewinne) von der Unternehmensleitung besser beurteilt werden können als von aussenstehenden Investoren. Das Management kann solche Informationsasymmetrien korrigieren, indem es mit Hilfe von Variationen der Finanzierungsstruktur den Investoren *unterschiedliche Erwartungen über die Gewinnentwicklung des Unternehmens signalisiert*. Firmen mit sehr guten Ertragsperspektiven sind in der Lage, mehr Fremdkapital zu emittieren als solche mit schlechteren Zukunftsperspektiven. Die Erhöhung des Leverage ist für die Aktienmärkte ein glaubwürdiges Signal für optimistische Ertragsprognosen des Management, da eine Unternehmensleitung, die von vergleichsweise verhaltenen Ertragsaussichten ausgeht, bei einer Erhöhung der Fremdfinanzierung zu ihrem eigenen Nachteil das Risiko eines Konkurses beträchtlich erhöht. Aufgrund dieser signaltheoretischen Erwägungen gelangt man deshalb zum Schluss, dass *Ertragsaussichten die Wahl der Kapitalstrukturen beeinflussen* können und dass Firmen mit besseren Perspektiven tendenziell einen höheren Fremdkapitalanteil aufweisen.

### c) Anreizfunktion und Selbstbindung

*Unter regulatorischen Gesichtspunkten weit wichtiger* als die Signalfunktion dürfen in der Praxis jedoch die mit unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen verbundenen *Anreizwirkungen* und die Funktion von Fremdkapital als Selbstbindungsmechanismus sein. Diese Problematik wurde erstmals von STIGLITZ<sup>68</sup> sowie JENSEN/MECKLING<sup>69</sup> aufgegriffen, die in ihren Arbeiten davon ausgehen, dass Unternehmer als Alleineigentümer ihrer Firma über beschränkte finanzielle Ressourcen verfügen. Eigenkapitalfinanzierungen über aussenstehende Investoren haben den Nachteil, dass sie die *Anreizstrukturen der Gründungsunternehmer aufweichen*. Da die Gründer im Zuge eines Going public nur mehr über einen Teil des Eigenkapitals verfügen, erstrebt für diese ein Anreiz, sich einen Teil der Erträge «on the job» über die Entlohnung als Manager anzuweigen. Wird dies von den Investoren richtig antizipiert, verteuert sich das Eigenkapital gegenüber anderen Finanzierungsformen. Im Gegensatz zur Eigenkapitalfinanzierung ist eine Fremdkapitalaufnahme nicht mit einer solchen Verwässerung der Anreize verbunden. Dies führt zur Frage, warum Gründungsunternehmer sich bei lohnenden Projekten nicht ausschliesslich über Fremdkapital refinanzieren. Die Antwort lautet, dass auch *Fremdkapitalfinanzierungen* mit zunehmender Hebelwirkung Veränderungen der Anreizstrukturen bewirken, die nach

geeigneten Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen rufen, zumal mit steigendem Leverage das Risiko eines kostspieligen Konkurses zunimmt<sup>70</sup>.

Hohe Fremdkapitalanteile bergen für die Obligationäre oder andere Kreditgeber ein hohes Ex-post-Risiko, da die Gläubiger das Risiko eines Scheiterns der Projekte tragen müssen, während bei einem Erfolg die Gewinne den Aktionären zufallen. Kreditgeber verlangen für dieses Risiko eine Prämie. Entsprechend wird Fremdkapital mit steigendem «leverage» progressiv teurer. Berücksichtigt man die mit wachsendem Anteil steigenden Kosten des Fremdkapitals, lässt sich die *optimale Kapitalstruktur einer Firma* in Anlehnung an JENSEN/MECKLING wie folgt ableiten: In einer Firma, in welcher der Gründungsunternehmer über beschränkte Ressourcen verfügt, ist der Mix von Aktien- und Fremdkapital dann optimal, wenn die durch die Aufweichung der Anreizstrukturen bewirkten Grenzeffekte einer Eigenkapitalfinanzierung genau den Grenzeffekten entsprechen, welche die durch die Fremdfinanzierung verursachte Risiko-verschiebung zur Folge hat<sup>71</sup>.

*Fremdkapital* dient aus dieser Perspektive betrachtet nicht nur als Signal für unterschiedliche Ertragsperspektiven sondern auch als *Selbstbindungsmechanismus*. Ein relativ hoher Anteil an Fremdkapital zwingt das Management, die Unternehmensressourcen effizient zu nutzen. Ist die Unternehmensleitung nicht oder nur zu einem kleinen Teil am Eigenkapital der Unternehmung beteiligt, gehen die wichtigsten Anreizwirkungen nicht in erster Linie vom Eigenkapital, sondern vom Fremdkapital und dem Bestreben aus, die Wahrscheinlichkeit eines Konkurses möglichst klein zu halten<sup>72</sup>. Die Emission von Fremdkapital hat damit auch die Funktion, das Management im Interesse der Aktionäre auf eine effiziente Verwendung der Ressourcen des Unternehmens zu verpflichten.

### d) Fremdkapital als Beherrschungs- und Überwachungsstruktur

Mit Hilfe der Transaktionskostentheorie lassen sich auch die mit Eigen- und Fremdkapital verbundenen unterschiedlichen Befehls- und Überwachungsmechanismen analysieren. Fremdkapitalaufnahmen, wie Anlehenskredite, zeichnen sich durch eine vergleichsweise *einfache, regelgebundene «governance structure»* aus. Der Schuldner hat insbesondere folgende Regeln zu befolgen: a) Leistung der vereinbarten Zinszahlungen im Rahmen regulärer Intervalle, b) das Unter-

<sup>70</sup> JENSEN/MECKLING (1976) 334. Im Falle eines Konkurses sind nicht mehr die Aktionäre, sondern die Obligationäre die Träger der residualen Risiken, da sie prioritären Anspruch auf den Konkurserlös haben. Kreditgeber wie Obligationäre erhalten jedoch nicht den ganzen residualen Anteil, da die Abwicklung eines Konkurses nichttriviale Kosten im Sinne der von

JENSEN/MECKLING definieren Konkurskosten verursacht.

<sup>71</sup> JENSEN/MECKLING (1976) 343.

<sup>72</sup> GROSSMAN/HART (1982) 116, 127ff.

<sup>68</sup> STIGLITZ (1974).

<sup>69</sup> JENSEN/MECKLING (1976).

nehmen muss fortlaufend gewisse Liquiditätsrest erfüllen, c) die investierten Mittel werden wieder angesammelt und die Anleihe wird bei Fälligkeit zurückbezahlt, d) im Falle eines Konkurses besitzen die Gläubiger Vorrangrechte bezüglich der noch bestehenden Vermögenswerte.<sup>73</sup>

Fremdkapital als Überwachungsmechanismus hat nach WILLIAMSON<sup>74</sup> im Falle der Nichterfüllung harte Konsequenzen, da die Unternehmung ohne Wenn und Aber liquidiert wird. Da die Investoren die von ihnen verlangte Risikoprämie (im Vergleich zu einem als risikolos definierten Zinssatz) insbesondere nach der Konkurswahrscheinlichkeit und den Konkurskosten abstrufen, bemisst sich diese Prämie auch nach dem Grad der Unternehmensspezifität der mit den aufgenommenen Mitteln finanzierten Investitionen<sup>75</sup>. Während Vermögenswerte mit breiter Verwendbarkeit eine hohe Konkursdividende erwarten lassen, werden die Investoren bei ausgeprägt unternehmensspezifischen Investitionen eine relativ hohe Risikoprämie für festverzinsliche Schulden verlangen. *Fremdkapital eignet sich deshalb vor allem für die Finanzierung mehrfach verwendbarer, unspezifischer Vermögenswerte.*

#### e) Eigenkapital als Beherrschungs- und Überwachungsstruktur

Im Gegensatz zum Fremdkapital ist Eigenkapital mit einer *wesentlich komplexeren Beherrschungs- und Überwachungsstruktur* verbunden. Die «governance structure» des Eigenkapitals zeichnet sich im Vergleich mit Fremdkapital zudem dadurch aus, dass sie im Falle der Zahlungsunfähigkeit weit weniger an Regeln gebunden ist und der Unternehmensleitung eine grössere Diskretion zugestht<sup>76</sup>. Aufgrund der Komplexität der mit dem Aktienkapital verbundenen Befehls- und Überwachungsstruktur ist diese Finanzierungsart generell mit höheren

Kosten verbunden. Wegen der mit Eigenkapitalfinanzierungen verbundenen *grösseren Anpassungsfähigkeit in finanziellen Stressperioden* steigen die Kosten des Eigenkapitals mit zunehmender Unternehmensspezifität der Vermögenswerte einer Firma aber weniger stark an als bei einer ausschliesslichen Finanzierung über Fremdkapital. Je höher der Grad der Unternehmensspezifität der Vermögenswerte einer Firma ist, desto billiger wird eine Finanzierung über Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital. *Eigenkapital erweist sich damit gewissermassen als eine Finanzierungsform «of last resort»<sup>77</sup>, die besonders dann zum Zuge kommt, wenn unternehmensspezifische Investitionen getätigt und finanziert werden müssen.*

Die skizzierten Ansätze eignen sich vorzüglich, um das in den USA vor allem in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre beobachtete Phänomen der zahlreichen «*leveraged buyouts*» zu erklären<sup>78</sup>. Diese Transaktionen sind fast ausnahmslos so strukturiert, dass das bisherige Management einen hohen Eigenkapitalanteil erhält und zugleich ein im Vergleich zu durchschnittlich beobachtbaren Finanzierungsstrukturen extrem hoher Fremdkapitalanteil entsteht. Damit entstehen für das Management sowohl von der Aktien- wie auch von der Fremdkapitalseite enorme Anreize bzw. ein massiver Druck, die Vermögenswerte der Unternehmung allenfalls auch durch Teilverkäufe einzelner Unternehmensteile effizienter zu nutzen. Auch wenn es bei diesen Transaktionen teilweise zu *Auwüchsen* gekommen ist, deuten die empirischen Studien darauf hin, dass «*leveraged buyouts*» unter bestimmten Voraussetzungen (insbesondere vergleichsweise geringe unternehmensspezifische Investitionen der betroffenen Firmen) dazu geeignet sind, das *Kontrollproblem zwischen Aktionären und Managern zu entschärfen* und letztlich auch eine volkswirtschaftlich bedeutende Rolle zu spielen<sup>79</sup>.

Generell lassen die durch «*leveraged buyouts*» hervorgerufenen Strukturveränderungen gewisser Branchen darauf schliessen, dass insbesondere in reifen Industrien in Kapitalgesellschaften ein Kontrollproblem besteht, das auch in seinen volkswirtschaftlichen Konsequenzen nicht unterschätzt werden darf. Rechtliche Regeln, welche die *Kapitalchutzvorschriften*, in die Finanzierungsstruktur einer Gesellschaft eingreifen oder anderweitig die Beziehungen zwischen Aktionären und Obligationären regeln<sup>80</sup>, sind damit nicht notwendig neutral bezüglich ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen, wie es das aus dem Basismodell von MODIGLIANI/MILLER abgeleitete *Neutralitätstheorem* suggeriert.

<sup>77</sup> WILLIAMSON (1988) 581.

<sup>78</sup> Eine ausführliche Darstellung, welche auch zahlreiche der mit diesen «*leveraged buyouts*» und den «*junk-bonds*»-Finanzierungen verbundenen, nicht zuletzt in der Rechtswissenschaft verbeiterten Vorurteile relativiert, findet sich bei JENSEN (1989); FISCHEL (1995).

<sup>80</sup> Ausführlich hierzu McDANIELS (1986, 1988); BRATTON (1984, 1989); TAUKE (1989); KANDA (1992).

<sup>73</sup> Ausführlich WILLIAMSON (1988) 579ff.

<sup>74</sup> WILLIAMSON (1988) 580.

<sup>75</sup> Diese Aussage impliziert, dass für die Unternehmen ein Trade-off besteht: Steigen die zu bezahlenden Risikoprämien bei zunehmender Unternehmensspezifität der Vermögenswerte zu stark an, kann es sich für eine Unternehmung lohnen, Produktionsvarianten zu wählen, die auf weniger unternehmensspezifischen Produktionsrichtungen basieren.

<sup>76</sup> Nach FAMA/JENSEN (1983) und WILLIAMSON (1988) 580, lässt sich die Befehls- und Überwachungsstruktur des Eigenkapitals wie folgt definieren: 1) das Aktienkapital trägt die residuellen Risiken bezüglich Gewinn und Liquidation; 2) die Vertragsdauer ist unbeschränkt; 3) als endogenes Organ wird ein Board gebildet, das a) von den Aktionären gemäss den pro-rata Stimmrechten gewählt wird, b) die Kompetenz besitzt, das Management umzusetzen, c) die Entlohnung des Management festlegt, d) rechtzeitig Zugang zur internen Performance-Kontrolle hat, e) für spezielle Zwecke eine detaillierte Rechnungslegung verlangen kann, über wichtige Investitionen und operative Projekte vor ihrer Umsetzung unterrichtet wird und f) bei anderen Entscheidungen ein Prüfungs- und Kontrollrecht gegenüber dem Management besitzt.

## 8. Firmen und Märkte

Versteht man die Firma im Einklang mit den Neuen Mikroökonomie als Vertragsgeflecht, wird die Vorstellung obsolet, dass Gesellschaften selbstständige, eigene Interessen haben. «The firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may represent other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations. In this sense the behavior of the firm is like the behavior of a market, i.e., the outcome of a complex equilibrium process»<sup>81</sup>. Wenn Firmen letztlich das Ergebnis des Zusammenspiels zahlreicher Märkte und Marktbeziehungen sind, verbindet sich damit auch ein wesentlich dynamischeres Verständnis der Unternehmung als dies beispielsweise in den Notionen *Unternehmensinteresse*, *Kapitalschutz und -erhaltung*, *Grundstruktur der Gesellschaft* etc. zum Ausdruck kommt, auf denen das schweizerische Aktienrecht aufbaut.

*Aktienmärkte*, an denen die residualen Rechte der Kapitalgesellschaften gehandelt werden, stellen nicht nur einen wichtigen Kontrollmechanismus der Aktionäre gegenüber der Unternehmensleitung dar, sondern erweisen sich auch als ein wichtiger *Katalysator des wirtschaftlichen Strukturwandels*. Unternehmensübernahmen, Fusionen, Konzernrestrukturierungen, «split-off», aber teilweise auch «leveraged-management-buyouts» und «freeze-outs» von Minderheitsaktionären, welche die Kontrollstrukturen der Aktiengesellschaften verändern, stehen meist in einem *engen Zusammenhang mit strukturellen wirtschaftlichen Veränderungen*. Die rasche Anpassung der Grenzen einer Gesellschaft an externe Entwicklungen ist durch die verstärkte Divisionalisierung der Gesellschaften erleichtert und beschleunigt worden. All diese Transaktionen, die eine *fundamentale Transformation* einzelner Gesellschaften bewirken können, sind zu einem zentralen Problem des Aktienrechts geworden, da sie die Rechte der Aktionäre und auch anderer am Vertragsgeflecht beteiligter Gruppen meist grundlegend verändern.

Da das Management diesen fundamentalen Veränderungen meist nicht uninteressiert gegenüber steht, kommt dem Recht zusätzlich die Aufgabe zu, die meist erheblichen *Interessenkonflikte zu kontrollieren*. Angesichts des Ausmaßes der auf dem Spiel stehenden Interessen sind marktliche Kontrollmechanismen wie z.B. die Reputation in der Regel weitgehend wirkungslos, da sich die betroffenen Manager mit diesen Transaktionen vielfach ein für allemal der Kontrolle der Kapitalmärkte entziehen können. Da die Investitionen der Aktionäre als Gruppe demgegenüber gebunden sind<sup>82</sup>, bedarf es für diese fundamentalen Trans-

aktionen rechtlich abgestützter Beherrschungs- und Kontrollstrukturen, die einerseits *ressourcenparende Modifikationen nicht verhindern* und andererseits *moralische Risiken* («moral hazards») *begrenzen oder reduzieren*.

## 9. Neue aktienrechtliche Fragestellungen

## a) «Eigentum» an Publikumsgesellschaften

Die Funktionsweise entwickelter Aktienmärkte, wie sie von der Finanzmarkttheorie und der neoinstitutionalistischen Theorie der Firma vermittelt werden, führt zu einer Reihe neuer Fragestellungen für das Aktienrecht der Publikumsgesellschaften. Neu gestellt wird insbesondere die alte Frage von BEARLE und MEANS, wer und mit welchen ökonomischen Konsequenzen «Eigentümer» eines so *komplexen Vermögenswertes* wie der Aktiengesellschaft ist. Die optimale Zuordnung von Eigentumsrechten wird dadurch kompliziert, dass Publikumsgesellschaften ein vielschichtiges System von Agenturbeziehungen aufweisen und der Wert einer Firma durch unterschiedliche Gruppen von Akteuren beeinflusst werden kann. Dabei ist, wie oben ausgeführt wurde, die *Ausgestaltung und Zuordnung der Eigentumsrechte* nur deshalb relevant, weil auf vertraglicher Ebene im Voraus nicht für alle Eventualitäten festgelegt werden kann, wie die Vermögenswerte im Zeitablauf und unter wechselnden Umwelbedingungen genutzt werden sollen<sup>83</sup>. «Eigentümer» einer Firma sind aus dieser Perspektive betrachtet diejenigen Akteure, die über die residualen Aneignungsrechte sowie die Ex-post-Entscheidungs- und Kontrollrechte verfügen.

Zu den *Kontrollrechten* gehören insbesondere die Bestimmungen zur Kompetenzordnung der Gesellschaftsorgane, die Stimmrechtsregeln, Sorgfalts- und Treuepflichten sowie Klagerrechte der Aktionäre, welche es diesen ermöglichen, Entscheide der Organe ex post einer richterlichen Kontrolle zu unterziehen. Die *optimale Ausgestaltung der Kontrollrechte* ist deshalb aus normativer Warte ein vorrangiges Ziel des Aktienrechts, zumal unterschiedlich definierte Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften je unterschiedliche Auswirkungen auf die Bereitschaft haben, (ex-ante) in diese zu investieren. Unsichere Eigentumsrechte sind demgegenüber mit sozialen Kosten verbunden. Zu einem *diffusen Eigentumskonzept* kann beispielsweise auch die Ausrichtung der Sorgfalts- und Treuepflichten am Unternehmensinteresse und damit am Interesse aller Stakeholder führen, da damit die Freiheit des Handelns der Unternehmung und ihrer Organe nicht klar definiert und umschrieben ist. Ein klares Indiz für unsichere Eigentumsrechte sind beispielsweise auch markant gestiegene Prämien für die

<sup>81</sup> JENSEN/MECKING (1976) 311.

<sup>82</sup> Aktionäre können sich über die Aktienmärkte nur einzeln, nicht aber als Gruppe von ihren Anteilen trennen.

<sup>83</sup> Siehe § 5, III. 3.

Versicherung von Haftungsrisiken von Mitgliedern des Board, wie sie in den USA in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre beobachtet werden konnten<sup>84</sup>.

#### b) Flexibilität der Kapitalstruktur und Austrittsrechte

Im schweizerischen Aktienrecht kommt dem *Schutz der Grundstruktur der Aktiengesellschaft* mit ihrem Strukturelement des unkündbaren Eigenkapitals und dem Prinzip der Kapitalerhaltung eine zentrale Rolle zu<sup>85</sup>. Die grosse Bedeutung, die der Kapitalerhaltung insbesondere auch unter der Perspektive des Schutzes der Gläubiger der Gesellschaft zugemessen wird, kommt vor allem darin zum Ausdruck, dass der Rückkauf eigener Aktien erst nach dem neuen Aktienrecht zulässig ist und immer noch einer Höchstgrenze von 10% (ausnahmsweise 20%) unterliegt.

Restriktiver als etwa das US-Aktienrecht ist das schweizerische Aktienrecht auch bei *Austrittsrechten* (sog. «appraisal rights»), welche die Eigenkapitalstruktur verändern. So stellt ein statutarisch verankertes Austrittsrecht nach wohl herrschender Lehre einen unzulässigen Eingriff in die Grundstruktur der Aktiengesellschaft dar<sup>86</sup>. Leidgedanke dieser Bestimmung ist es zu verhindern, dass sich Aktiengesellschaften durch Vermögensübertragungen auf ihre eigenen Beteiligten zulasten der Gläubiger definanzieren. Diese Regel verkennet allerdings, dass Austrittsrechte der Aktionäre nach dem Muster der im US-Recht geltenden Appraisal rights insbesondere in Publikumsgesellschaften einen ausgesprochen wirksamen *Schutzmechanismus* für Minderheitsaktionäre bei für sie nachteiligen fundamentalen Transaktionen darstellen können<sup>87</sup>.

Aus rechtspolitischer Perspektive stellt sich die Frage, ob das geltende Aktienrecht dem Problem der Kapitalerhaltung zumindest bei Publikumsgesellschaften nicht ein zu grosses Gewicht beimisst. Abgesehen davon, dass die Schutzwirkung der genannten Kapitalschutzbestimmungen bei Publikumsgesellschaften fraglich ist<sup>88</sup>, wird mit der starken Betonung des *Kapitalschutzgedankens* mög-

<sup>84</sup> Vgl. MURGROM/ROBERTS (1992) 315.

<sup>85</sup> Nach OR 706b sind Beschlüsse der Generalversammlung nichtig, die «die Grundstrukturen der Aktiengesellschaften missachten oder die Bestimmungen zum Kapitalschutz verletzen». BÖCKLI (1996) N 1929f.; N 1948f.; vgl. auch HÖHNERWADTEL (1995) 139, wonach ein statutarisch verankertes Austrittsrecht (Aktienübernahme durch die Gesellschaft) an dem in Art. 680 Abs. 2 OR verankerten Rückforderungsausschluss scheitert.

<sup>87</sup> Siehe § 7.

<sup>88</sup> In Publikumsgesellschaften lassen sich die Risiken anderer Stakeholders, wie insbesondere der Anleihegläubiger, nur sehr beschränkt über Kapitalschutzbestimmungen steuern. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, sind Anleihegläubiger insbesondere den Risiken einer statuten Erhöhung des Fremdkapitalanteils (Leverage) und einer Änderung der unternehmerischen Risikostruktur («risk alteration problem») ausgesetzt, beides Risiken, die nicht durch Kapitalschutzvorschriften, sondern nur durch die vertragliche Ausgestaltung der Anleihebedingungen kontrolliert werden können (ausführlich hierzu KANDA 1992).

*cherweise ein weit wichtigerer Aspekt der Kapitalstruktur ausgeklammert*. Die institutionell ausgerichtete Finanzierungstheorie hat darauf aufmerksam gemacht, dass unterschiedliche Finanzierungsformen, wie Fremd-, Eigenkapital und hybride Finanzierungsinstrumenten mit unterschiedlichen Anreizstrukturen für das Management verbunden sind. Variationen der Kapitalstruktur, welche die Anreizstrukturen des Management verändern, lassen sich deshalb auch zur Reduzierung des Agenturproblems in Publikumsgesellschaften einsetzen. Aktienrechtliche Konzepte und Normen, die den Kapitalschutzgedanken allzu stark in den Vordergrund stellen, beschränken deshalb den Spielraum der Publikumsunternehmen, Agenturkosten zu senken.

#### c) Nebenpflichten für Blockaktionäre?

Einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen sind, wie die Agenturtheorie herausgestellt hat, besser als andere in der Lage, das Management wirkungsvoll zu kontrollieren. Aktienrechtliche Regeln, welche die Aktionärsstrukturen beeinflussen, können sich deshalb ebenfalls auf die Höhe der Agenturkosten und damit den Wert einer Firma auswirken. Wie weiter hinten näher ausgeführt, gilt dies insbesondere für Regeln, welche eine *Konzentration des Aktienbesitzes* verteuern und erschweren. Dazu zählen beispielsweise Informationspflichten (Meldepflichten von Einzelaktionären oder Aktionärsgruppen bei Erreichen bestimmter Beteiligungsquoten) und Angebotspflichten wie sie im neuen Börsengesetz verankert sind. Das neue schweizerische Börsenrecht, das ohnehin eine Zerteilung des Aktienrechts für börsenkotierte und nichtkotierte Gesellschaften zur Folge hat<sup>89</sup>, durchbricht damit einen wichtigen Grundsatz des Aktienrechts, wonach dem Aktionär neben der Liberierungspflicht keine *Nebenleistungspflichten* überbürdet werden dürfen. Obwohl das Bundesgericht<sup>90</sup> und die herrschende Lehre Nebenpflichten der Aktionäre grundsätzlich ablehnend gegenüberstehen, wird aus der Perspektive der modernen Finanzmarkttheorie zumindest de lege ferenda nicht nur die Frage einer *Treuepflicht des Grossaktionärs*<sup>91</sup> sondern auch diejenige nach der Gültigkeit von Vereinbarungen zwischen der Gesellschaft und einzelnen Blockaktionären neu aufgeworfen. Während etwa *Stillschwehereinbarungen* zwischen der Gesellschaft und einzelnen gewichtigen Aktionären im amerikanischen Aktienrecht in gewichtigen Fällen praktische Bedeutung

<sup>89</sup> VON BÜREN (1996) 391f.; VON DER CRONE 1997 73ff.; NOBEL (1997) 451f.

<sup>90</sup> Generell ablehnend BGE 91 II 305; eine Treuepflicht des Aktionärs ablehnend BGE 91 II 305; BGE 99 II 62; BGE 105 II 128.

<sup>91</sup> Eine solche Treuepflicht behandelnd WOLFMANN (1968); NENNINGER (1974) 105, 108ff.; OR-BAUDENBACHER (1996) Art. 620 N 35; HÖHNERWADTEL (1995) 82ff.

erlangt haben<sup>92</sup>, ist es nach schweizerischem Recht zumindest nach der herrschenden Doktrin zu Art. 680 Abs. 1 OR fraglich, inwieweit Verträge zwischen Gesellschaft und Aktionär Gültigkeit haben, welche die Gesellschaft auf bestimmte Handlungen verpflichten oder einen Aktionär verbindlich auf eine bestimmte Art der Bildung seines Willens in Generalversammlungen festlegen<sup>93</sup>.

#### d) Residuale Kontrollrechte der Aktionäre

Als Entscheidungs- und Kontrollmechanismus der Aktionäre steht naturgemäss das *Stimmrecht* im Vordergrund. Die Theorie der kollektiven Wahl bietet einen Ansatz, um die Frage zu beantworten, welche Entscheide dem Stimmrechtsentscheid der Aktionäre unterbreitet werden sollen und generell die Stärken und Schwächen dieses Kontrollmechanismus und die *Grenzen einer Aktionärsdemokratie* zu analysieren. Die Ausübung der Aktionärskontrolle in grossen Publikumsgesellschaften ist aufgrund der grossen Informationsasymmetrien zwischen dem Verwaltungsrat und den Aktionären vielfach mit einem Informationsproblem verbunden, das durch Offenlegungspflichten nicht gelöst werden kann. Entsprechend stellt sich die Frage, inwiefern und unter welchen Bedingungen direkte oder indirekte Vertreter der Aktionäre im Verwaltungsrat als *Informations- und Kontrollintermediäre* einen Beitrag zur Senkung der Agenturkosten leisten können. Modifikationen des einfachen Stimmrechts, wie das insbesondere in den USA wieder populäre, *kumulative Stimmrecht* für die Wahl von Verwaltungsräten, bieten allenfalls ein probates Mittel, Minderheitsgruppen oder einzelnen aktiven Aktionären eine Mindestpräsenz in diesem Organ zu sichern.

In einer gewissen Konkurrenz zum *ex ante wirkenden Stimmrecht* stehen die *ex post ansetzenden Kontrollrechte*, wie die Klagerechte bei einer Verletzung von Sorgfalts- und Treuepflichten durch die leitenden Organe der Gesellschaft. Da unter dem Blickwinkel einer optimalen Ausgestaltung der Eigentumsrechte bzw. der Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen diese beiden Kontrollmechanismen je ihre eigenen Vor- und Nachteile aufweisen, stellt sich wiederum die *normativ ausgerichtete Frage*, bei welchen Entscheidungen und Handlungen der leitenden Organe der Richter über komparative Vorteile verfügt, um diese Entscheide im Sinne eines «second guessing» einer *nachträglichen materialen Überprüfung* zu unterziehen.

Während Stimm- und Klagerechte auf Aktionäre zugeschnitten sind, die eine Strategie der Mispflicht («*voies*») verfolgen, sind *Austrittsrechte* nach dem

Muster der im US-Recht zulässigen Appraisal rights ein *präventiv wirkender Kontrollmechanismus*, der auf Aktionäre zugeschnitten ist, die wichtige Entscheidungen der Gesellschaft anders beurteilen als die Mehrheit. Sie bilden daher einen zum Stimmrecht komplementären Kontroll- und Schutzmechanismus für Situationen, in denen der Verkauf über die Märkte selbst bei liquiden Aktienmärkten *keinen adäquaten Austritt* bietet.

#### e) Dispositive und zwingende Normen

Geht man wie die mikroökonomischen Theorien der Firma davon aus, dass das Verhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft bzw. Management primär vertraglicher Natur ist, impliziert dies ein Recht der Aktiengesellschaften, das so weit wie möglich auf dispositiven Normen beruht. Zwingende Normen haben demgegenüber den Nachteil, dass sie die *Variationsmöglichkeiten der wirtschaftlichen Akteure einschränken*, die für ihre jeweilige Situation passenden Statuten und Statutenänderungen zu wählen. Umgekehrt gibt es Argumente wie *Externitäten* oder *Informationsasymmetrien*, die zwingende aktienrechtliche Normen aus ökonomischer Warte durchaus rechtfertigen können. Gesucht ist demnach aus normativer Warte ein *optimaler Mix dispositiver und zwingender Normen* und ein theoretischer Ansatz, mit dem sich die Vor- und Nachteile dieser alternativen Regeln analysieren lassen.

### III. Die Aktiengesellschaft als Geflecht von Verträgen<sup>94</sup>

#### I. Der «nexus of contract»-Ansatz als analytisches Konzept

Das Aufbrechen der Black box der Firma durch die Neue Mikroökonomie in die eine Aktiengesellschaft konstituierenden Vertragsbeziehungen legt es nahe,

<sup>92</sup> Der nachfolgend dargestellte, im Geschäfts- und Kapitalmarktrecht benutzte Vertragsansatz geht auf Coase (1937) zurück. Prominente Vertreter dieses Ansatzes sind WINTER (1977, 1978) EASTERBROOK/FISCHER (1981, 1982, 1983, 1984, 1989, 1991), FISCHER (1982); CARLTON/FISCHER (1983) und zurück. Er wird auch von BANSINGER/BUTLER (1985); MACEY (1984, 1989, 1991); MACEY/MCCHESNEY (1985); POSNER (1992) 391ff.; MCCHESNEY (1989); HADDOCK/MACEY/MCCHESNEY (1990); WILLIAMSON (1985, 1988, 1996); COFFEE (1986a, 1989) BEBCHUK (1989a, 1989b, 1992) GORDON (1989); ROMANO (1985, 1987, 1989); TAUKE (1989); KRONMAN (1989); KORINHAUSER (1989); BLACK (1990a); PROCCACCA (1990); KAHAN (1992). Dabei wird verschiedentlich zwischen einem neoklassischen und einem institutionentheoretischen Ansatz unterschieden, wobei hier auf eine Zuordnung der einzelnen Autoren verzichtet wird, da die Übergänge ohnehin fließend sind. Kritisch zum «nexus of contract»-Ansatz BURKADW (1984); BRUDNER (1985); CLARK (1985); DEMOTT (1989); BRATTON (1989a, 1989b). In der schweizerischen und deutschen Doktrin wurde dieser Ansatz von ADAMS (1990, 1991); MEIER-SCHATZ (1991) 69; KALFASS (1992a, 1992b); SCHAEFER/OTT (1993);

<sup>93</sup> Als aktuelles Beispiel sei hier das «standstill agreement» zwischen dem Automobilhersteller Chrysler und einem seiner Grossaktionäre, dem Investor Kerckorian, angeführt (ausführlich BRANCATO, 1997, 7; WESTON/CHONG/SIN, 1998, 409f.).

<sup>94</sup> BODDICI (1996) Rz 1442f.; Rz 1671; FORSTMOSER/MEIER-HAVOZ/NOBEL (1996) § 42 N 43ff.; ausführlich siehe § 8, V.6.b).

auch im Recht die *vertragliche Natur der Aktiengesellschaften* in den Vordergrund zu stellen. Auf dem Hintergrund eines funktionierenden US-Statuarmarktes, der den Blick für die Wahlfreiheit von Gesellschaftsstatuten wie auch deren Variabilität von Firma zu Firma und im Zeitablauf geschärft hat, hat sich vor allem im amerikanischen Schrifttum eine Rechtstheorie der Aktiengesellschaft entwickelt, die gestützt auf die neueren Ansätze der Theorie der Firma *grosse Kapitalgesellschaften als ein Geflecht von expliziten und impliziten<sup>95</sup> Verträgen* charakterisiert. Kapitalgesellschaften werden danach als «nexus of contracts» bzw. als ein komplexes Geflecht von auf Freiwilligkeit beruhenden Vereinbarungen von Eigenkapitalgebern, Kreditoren, Lieferanten, Managern, Arbeitnehmern usw. charakterisiert und analysiert.

Publikumsgesellschaften existieren demnach nicht als unabhängige von Märkten getrennte Einheiten, sondern bilden vielmehr ein komplexes Netzwerk von Vertragsbeziehungen der Kontrahenten auf den Eigen-, Fremdkapital-, Arbeits- und Gütermärkten, die sich in einer Gesellschaft zur Verfolgung ihrer gemeinsamen wie auch gegenläufigen Interessen zusammenfinden<sup>96</sup>. Die Betrachtung der Unternehmung wird damit über die als Einheit gedachte juristische Person hinaus auf die sie *konstituierenden Vertragsbeziehungen* ausgedehnt. Dieser «nexus of contracts»-Ansatz erleichtert es, das Zusammenspiel der unterschiedlichen an einer Unternehmung beteiligten Akteure und die Unternehmensaktivitäten in Abhängigkeit von extremen (Markt-)Kräften und Institutionen (Rechtsregeln) zu verstehen und sowohl die kooperativen wie auch die auf einen Interessensgegensatz angelegten Strukturelemente einer Publikumsgesellschaft einer rechtlichen Analyse zugänglich zu machen<sup>97</sup>. Nachfolgend steht deshalb

KÜBLER (1994); HOFSTETTER (1995); HERTIG (1998a, 1998b); aufgenommen. Zu den Stärken und Schwächen des Vertrags- und des Trust-Modells, das die Konzeption der «fiduciary duties» im US-Gesellschaftsrecht geprägt hat, vgl. KORNHÄUSER (1989) 1449ff. Eine Übersicht über die Entwicklung des Vertragsansatzes in der amerikanischen Doktrin enthält BURLER (1989).

<sup>95</sup> Implizite Kontrakte (implicit/implicit contracts) sind in der Ökonomie Verträge, deren Erfüllung durch Marktmechanismen (z.B. Reputationseffekte) erzwungen werden, wobei im Falle der Nicht- oder Schlechterfüllung die leistungsverpflichtete Partei im Zeitablauf bestraft wird, ohne dass der Leistungsempfänger die Ansprüche rechtlich durchsetzen kann (vgl. KLEIN/LEFFLER, 1981, 615ff.; TEISER, 1980, 27ff.). In der (angelsächsischen) Vertragstheorie wird der Begriff der impliziten Verträge enger gefasst und für Verträge benutzt, die nicht effektiv abgeschlossen wurden, gestützt auf gewisse grundlegende Rechtsprinzipien aber dennoch durchgesetzt werden können (vgl. GORDON, 1989, 1549). Vgl. hierzu auch GORTZ/SCOTT (1983); McDANIELS (1988) 251; ADAMIĆ (1990) 73; POSNER (1992) 133ff.

<sup>96</sup> Nach JENSEN/MECKLING (1976) 310f., lassen sich Publikumsgesellschaften deshalb auch als eine Art Gleichgewichtsposition der gesellschaftlichen Akteure auffassen.

<sup>97</sup> Der Problematik moderner Publikumsgesellschaften – weil einseitig das kooperative Element betont – kaum gerecht werdend dagegen die schweizerische Doktrin, gemäss der die Statuten auf eine Interessengemeinschaft, Schuldverträge hingegen auf einen Interessensgegensatz ausgerichtet sind (vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAVOZ/NOBEL, 1996 § 7 N 5).

der analytische Beitrag der *normativ ausgerichteten Vertragstheorie der Kapitalgesellschaft<sup>98</sup>* im Vordergrund, deren desaggregierte Sicht der Unternehmung sich als wertvoller Analyserahmen eines die Funktionsweise hochentwickelter Kapitalmärkte einbeziehenden Aktenrechts der Publikumsgesellschaft erweist<sup>99</sup>.

## 2. Die vertragliche Natur der Gesellschaftsstatuten

### a) Freiwilligkeit und Anpassungsfähigkeit

In das Vertragsgeflecht Aktiengesellschaft eingewoben sind insbesondere auch die Interessen des *Management und der Aktionäre*. Die vertraglichen Beziehungen dieser beiden wichtigen Gruppen werden in den Gesellschaftsstatuten geregelt. Da die Satzungen einer Gesellschaft nicht nur die Kooperation und die Interessenssätze von Management und Aktionären sondern auch die Beziehungen der Aktionäre untereinander regeln, lassen sich die Statuten gleichzeitig auch als *Vertrag der Aktionäre inter se* verstehen<sup>100</sup>.

EASTBROOK UND FISCHEL<sup>101</sup> sehen den Vertragscharakter der Aktiengesellschaft und der Gesellschaftssatzungen aus rechtlicher Perspektive vor allem dadurch bestätigt, dass den *Kriterien der Freiwilligkeit und Anpassungsfähigkeit* eine zentrale Rolle zukommt: Gesellschaften entstehen aufgrund von freiwilligen Verträgen und nicht aufgrund des Gesellschaftsrechts bzw. irgendwelcher hoheitlicher Akte. Dass diese Verträge ähnlich wie beispielsweise Allgemeine Geschäftsbedingungen einseitig von einer Vertragspartei oder von (stellvertretenden) Kapitalmarktintermediären ausgearbeitet werden, ändert an der grundsätzlich freiwilligen Natur dieser Abmachungen nichts<sup>102</sup>. Vertragscharakter haben auch die Klauseln in den Statuten, welche die Spielregeln innerhalb der Gesellschaft (insbe-

<sup>98</sup> Dass der Gesellschaftsvertrag eine schuldrechtliche Seite besitzt, ist denn auch im schweizerischen und deutschen Recht, das von einer schuld- und sozialrechtlichen Doppelnatur des Gesellschaftsvertrages ausgeht, weitgehend unbestritten. Die Unterscheidung der schuld- und sozialrechtlichen Seite geht auf LARENZ (1967/1968) zurück. Aus schweizerischer Sicht ausführlich MÜLLER (1971) 31ff.

<sup>99</sup> Die Nützlichkeit der desaggregierten Sicht des Vertragsansatzes für das Gesellschaftsrecht wird auch von Kritikern des hier dargestellten «nexus of contracts»-Ansatzes betont (vgl. etwa BRATTON, 1989c, 427).

<sup>100</sup> Vgl. PROCCACCIA (1990) 179.

<sup>101</sup> EASTBROOK/FISCHEL (1991) 16ff.

<sup>102</sup> Kein Argument gegen die vertragliche Natur ist auch der Hinweis, dass die Gesellschaftsstatuten bei Publikumsgesellschaften normalerweise nicht «ausgehandelt», sondern über den Kauf/Nichtkauf von Aktien akzeptiert oder nicht akzeptiert werden, zumal dies auch bei anderen Verträgen beobachtet werden kann, die von Stellvertretern bzw. Intermediären ausgehandelt werden (EASTBROOK/FISCHEL (1991) 15).

sondere die Entscheidungsregeln für Statutenänderungen) festlegen.<sup>103</sup> Vertraglich ist aus dieser Perspektive wenn auch nicht das Resultat eines Generalversammlungsbeschlusses, so doch zumindest die *Struktur der Stimmrechte*.<sup>104</sup> Wenn zukünftige Änderungen beispielsweise durch einfache Mehrheitsentscheide der Aktionäre akzeptiert werden, ist dies eine vertragliche Wahl eines Entscheidungsmechanismus.

#### b) In die Preisbildung einflussende Vertragsbedingungen

Unter dem Aspekt der Freiwilligkeit ist von zentraler Bedeutung, dass alle Klauseln des Gesellschaftsvertrages dem *Preis- und Testmechanismus der Kapitalmärkte* unterstehen. Die Funktionsweise von Kapitalmärkten und eine minimale Präsenz von professionellen Investoren bieten in liquiden Märkten eine gewisse Garantie<sup>105</sup>, dass auch die Klauseln von Gesellschaftsverträgen bzw. der Statuten von Publikumsgesellschaften Eingang in die Preisbildung von Aktien finden. Trifft dies zu, reflektiert sich die in den Statuten (und allfälligen Reglementen) festgelegte Ordnungsstruktur der Gesellschaft adäquat in den Preisen.

An diesem Befund wenig zu ändern vermag auch der Umstand, dass Aktienmärkte nicht notwendig zu jeder Zeit vollständig effizient sind, zumal keine andere Institution und insbesondere auch nicht der Gesetzgeber in der Lage ist, die Effekte der Ordnungsstrukturen der Gesellschaften adäquater als die Märkte zu bewerten. Spielen diese Marktmechanismen, finden auch vom Standard abweichende Statutenbestimmungen in den Preisen ihren Niederschlag. Dies bedeutet auch, dass Gründungsaktionäre, die Aktionären bei Publikumsoffnungen Satzungen anbieten, die ein erhöhtes Risiko opportunistischen Verhaltens bergen, die Konsequenzen in Form höherer Finanzierungskosten selbst zu tragen haben.<sup>106</sup> Sind die *Aktienmärkte in der Lage, abweichende Statutenbestimmungen adäquat zu bewerten, erhalten die Aktionäre sowohl bei Publikumsöffnungen wie auch bei Transaktionen am Sekundärmarkt einen angemessenen Gegen-*

<sup>103</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 16.

<sup>104</sup> Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 4f.: «Voters may not look much like contracts, but the structure of voting – who votes, using what institutions – is contractual».

<sup>105</sup> Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 19, stützen sich auf die Arbeit von SOVBEIL (1982); GROSSMANN/STIGLITZ (1976), VERRECHIA (1980), die zum Ergebnis gelangen, dass die Preisbildungsmechanismen in Aktienmärkten bei einer minimalen Präsenz professioneller Investoren dafür sorgen, dass die Marktpreise mehr Informationen enthalten, als auch der bestinformierte einzelne Aktionär besitzen kann (siehe § 10, II. 2.).

<sup>106</sup> Dies muss allerdings noch nicht heissen, dass – wie dies einige orthodoxe Vertragstheoretiker ableiten – die Kapitalmärkte in einem System vollkommen nachgiebiger aktienrechtlicher Normen automatisch die Optimalität jeder einzelnen Statutenbestimmung garantieren (siehe § 9).

wert für die jeweils ausgehandelten Vertragsbestimmungen und die damit verbundenen Agenturkosten.

#### c) Satzungs- und Organisationsfreiheit

In der wirtschaftlichen Realität findet sich ein weites Spektrum unterschiedlicher Unternehmensorganisationen von stark hierarchisch strukturierten Unternehmen bis hin zu wenig hierarchisch gestalterten, nach divisionalen Profitzentren gegliederten Gesellschaften. Ähnlich vielfältig sind auch die Kompensationsmechanismen für das höhere Management, die Finanzierungsstrukturen und die benutzten Finanzierungsinstrumente. Die Art, wie Unternehmen ihre Geschäftstätigkeit organisieren, die Agenturkosten kontrollieren, Eigen- und Fremdmittel aufzunehmen und ihre Investoren entschädigen, variiert entsprechend von Branche zu Branche und auch im Zeitablauf innerhalb einer Firma.<sup>107</sup> Das *Aktienrecht muss deshalb ausreichend flexibel sein, damit die Organisations- und Entscheidungsstrukturen der Unternehmen neuen Gegebenheiten angepasst werden können.*

Kontrakttheoretiker wie EASTERBROOK/FISCHEL<sup>108</sup> sehen in der Geschichte des amerikanischen Gesellschaftsrechts und den zahlreichen Reinkorporationen von US-Firmen unter dem Recht anderer Einzelstaaten denn auch bestätigt, dass ein starres Aktienrecht, das alle Unternehmen in einen Topf werfen will, einer flexiblen Variante mit *unterschiedlichen Statutenmodellen* bzw. einem *funktionalisierenden Statutenmarkt* und einem vorwiegend auf dispositiven Normen beruhenden Aktienrecht unterlegen ist. Die Notwendigkeit, komplexe Beziehungen zwischen zahlreichen freiwilligen Akteuren einer Firma flexibel bzw. anpassungsfähig zu regeln, kann auch als weiterer Hinweis auf den vorwiegend vertraglichen Charakter der Gesellschaftsstatuten interpretiert werden.<sup>109</sup>

*Ein solch flexibles Bild der rechtlich verfassten Aktiengesellschaft steht in einem gewissen Gegensatz zu der mit der Verbandsverfassung verbundenen Vorstellung einer Institution, deren komplexe Strukturen von der Rechtsordnung auf Dauer zumindest in den Grundzügen verbindlich festgelegt werden*<sup>110</sup>. Der vertragstheoretische Ansatz impliziert damit denknöwendig eine Konzeption des Aktienrechts, die weit mehr als die kontinentaleuropäischen Regelungen auf dispositi-

<sup>107</sup> Ausführlich EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 13, gestützt auf WILLIAMSON (1990) und CHANDLER (1977).

<sup>108</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 13f., 212f. In dieses Bild passt insbesondere auch die von BASSINGER/BUTLER (1985) vertretene Produktdiversifizierungshypothese, wonach die US-Unternehmen sich dasjenige einzelsaatliche Gesellschaftsrecht aussuchen, das ihrer Aktionärsstruktur am meisten entspricht (kritisch dazu ROMANO, 1989b, 220ff.).

<sup>109</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 14.  
<sup>110</sup> Vgl. KÜBLER (1994) 141f.

ven statt zwingenden Normen beruht. Einschränkungen der Satzungsnormen durch zwingende gesellschaftsrechtliche Normen bergen aus der Sicht des Vertragsansatzes die Gefahr, die Organisationsautonomie grosser Gesellschaften einzuschränken. Zu starre aktienrechtliche Normen *behindern die Freisetzung organisationaler Kreativität*, die in hochentwickelten Volkswirtschaften wohl mindestens ebenso wichtig für Produktivitätssteigerungen ist wie Innovationen im Bereich der eigentlichen Güterproduktion.<sup>111</sup>

#### d) «Binnenrecht» und optimale Beherrschungs- und Kontrollstrukturen

Aus der Perspektive eines «nexus of contracts»-Ansatzes besteht eine zentrale Funktion der Gesellschaftssatzung in der Regelung der Beziehungen zwischen den Aktionären als Prinzipalen und dem Management als Agenten. Die in der schweizerischen und deutschen Literatur der Verbandsverfassung<sup>112</sup> zugeordneten Struktur-, Organisations- und Verhaltensnormen stellen aus dieser Sicht betrachtet nicht nur «Binnenrecht» der Gesellschaft dar. Sie erweisen sich vielmehr als kapitalmarktorientierte Ordnungsstruktur mit Vertragscharakter, die im Zusammenspiel mit externen Kontrollmechanismen (Aktienmärkte, Kontrollmärkte, Märkte für Manager etc.) die Überwachung der Agenten durch die Prinzipale sichert.

Aktionärsstimmrechte, ein System von Aktionärsklagen und zahlreiche andere Normen der «Verbandsverfassung» erweisen sich als über die Zeit und je nach Unternehmen und Aktionärsstruktur *variable Institutionen*, die auf die Einsparung von Agenturkosten ausgelegt sind.<sup>113</sup> Ein System sich ergänzender und teilweise auch substituierbarer institutioneller Kontrollmechanismen<sup>114</sup> (Stimmrechte, Klagerrechte) und Selbstbindungen<sup>115</sup> (z. B. Auskaufrechte) sorgt im Kom-

<sup>111</sup> Eindrücklich zum Verhältnis von Satzungs- und Organisationsautonomie und den verkürzten Strukturen des noch stärker als das schweizerische umnachgiebig ausgestalteten deutschen Aktienrechts MERTENS (1994) 427ff.

<sup>112</sup> Grundlegend zur Deutung des Gesellschaftsrechts als Recht der Verbandsverfassung in der schweizerischen Doktrin BINDER (1988); FORSTMOSER/MEIER-HAVOZ/NOBEL (1996) § 3 N 1ff.; WERLEN (1994) 250ff.; in der deutschen Literatur WITTEMANN (1980): 143 KÜBLER (1990) 11; demgegenüber den Begriff der Verbands- und Unternehmensverfassung stark relativierend nun aber KÜBLER (1994) 141f.

<sup>113</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 14.

<sup>114</sup> Unter den Kontrollmechanismen lassen sich direkte Überwachungsmechanismen (einfache und kumulative Stimmrechte, Klagerrechte) und indirekte Anreizsysteme (z. B. Mitarbeiteraktien, Optionsprogramme, Hebelwirkung der Finanzierungsstruktur etc.) unterscheiden. Selbstbindungen («bonding devices») stellen nach JENSEN/MECKLING (1976) eine Art Garantie des Agenten dar, dass er von gewissen den Prinzipal schädigenden Handlungen absieht oder dass der Prinzipal bei Vornahme dieser Handlungen entschädigt wird.

ination mit marktlichen Kontrollmechanismen<sup>116</sup> dafür, dass die Früchte der Kooperation in grossen Publikumsgesellschaften so wenig wie möglich durch die mit einer arbeitsteiligen Organisation unweigerlich verbundenen *Agenturkosten* verloren gehen.

Die verschiedenen Arten von Überwachungs- und Selbstbindungsmechanismen sind unterschiedlich wirkungsvoll und kostspielig. Für die einzelne Firma stellt sich deshalb das Problem, aufgrund der jeweiligen Verhältnisse einen *optimalen Mix von Beherrschungs- und Kontrollmechanismen* zu finden und diesen allenfalls neuen Gegebenheiten anzupassen.<sup>117</sup> Auch ist aufgrund von möglichen Skalenerträgen zu erwarten, dass es sich für grosse weit mehr als für kleine Unternehmen lohnt, *massgeschneiderte Statutenbestimmungen* zu wählen.<sup>118</sup> Ist das Aktienrecht ausreichend flexibel bzw. weitgehend dispositiver Natur, kann daher eine gewisse *Heterogenität der Gesellschaftssatzungen* erwartet werden, wie sie sich auch bei einem funktionierenden Statutarmarkt nach amerikanischem Muster ergibt.

Verändern sich die Verhältnisse, indem sich beispielsweise die relativen Kosten der marktlichen und nichtmarktlichen Kontrollmechanismen verschieben, wird dies in der Regel einen *Anpassungsbedarf* in den Statuten festgelegten Ordnungsstrukturen bedingen.<sup>119</sup> Wie weiter hinten ausgeführt wird, können auch Veränderungen der Aktionärsstrukturen und insbesondere die zu beobachtende zunehmende Konzentration des Aktionariats neue Fragen und Probleme der «corporate governance» aufwerfen, die Anpassungen des in den Gesellschaftssatzungen festgelegten Vertrags zwischen Aktionären und Management und möglicherweise auch zwischen unterschiedlichen Gruppen von Aktionären bedingen.

<sup>116</sup> Die Terminologie geht auf JENSEN/MECKLING (1976) 308, zurück. Die Agenturkosten setzen sich demnach aus den Kosten des «monitoring», des «bonding» und den residualen Verlusten zusammen, welche die Differenz zwischen den Interessen des Prinzipals und den Handlungen des Agenten widerspiegeln. Wie oben ausgeführt wurde, haben JENSEN/MECKLING als erste darauf aufmerksam gemacht, dass das Interesse an einer Reduktion der Agenturkosten reziprok ist, da hohe Agenturkosten den Wert der Leistungen der Agenten drücken.

<sup>117</sup> Theoretisch muss eine Firma einen Mix von Kontrollmechanismen und Selbstbindungen anstreben, dessen marginale Kosten denjenigen marginalen Kosten entsprechen, welche die nicht perfekte Kontrolle verursacht.

<sup>118</sup> Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL (1989) 1745.

<sup>119</sup> So wird beispielsweise die Übernahmevolle in den achtziger Jahren auch damit erklärt, dass sich die Kosten des Marktes für Unternehmenskontrolle als eines der Disziplinierungsinstrumente des Management im Verhältnis zu anderen Kontrollinstrumenten als Folge der Entwicklungen an den Kapitalmärkten deutlich verbilligt haben (vgl. WILLIAMSON, 1988, 84).

### 3. Die Gestaltungsstatuten als relationaler Vertrag

#### a) Festlegung einer Ordnungsstruktur ohne detaillierte Risikozuweisung

Aus der in einem dynamischen Umfeld langfristig angelegten Arbeitsteilung zwischen den Aktionären als residualen Risikoträgern und der über spezifische Managementfähigkeiten verfügenden Unternehmensleitung ergibt sich der spezielle Charakter der Statuten: Eine detaillierte Beschreibung aller Rechte, Risiken und Leistungsstandards erweist sich weder als zweckmässig, noch ist sie angesichts des auf eine unbefristete Zeitdauer angelegten Vertrages auch nur annähernd möglich. Die Gesellschaftsstatuten als Vertrag zwischen dem Management und den Aktionären spezifizieren vielmehr nur die *Grundzüge der Ordnungsstruktur und die Spielregeln für die Anpassung der Statuten an veränderte Bedingungen und die Regelung zukünftiger Konflikte*<sup>120</sup>. Aktienrecht als Vertragsrecht verstanden regelt demnach in erster Linie einen *Prozess* und weniger eine Substanz<sup>121</sup>.

Die Aktiengesellschaft erweist sich damit – in der Terminologie der neoinstitutionalistischen Vertragstheorie ausgedrückt – als Paradebeispiel eines *relationalen Vertrages*<sup>122</sup>, da die Parteien nur die Ordnungsstruktur, nicht aber alle Er-

<sup>120</sup> COFFEE (1989) 1681.

<sup>121</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 14.

<sup>122</sup> Relationale Verträge (im deutschen Schrifttum meist als komplexe Langzeitverträge bezeichnet) zeichnen sich – etwas verkürzt ausgedrückt – dadurch aus, dass sie nicht auf einen einmaligen Leistungsaustausch, sondern auf eine intensive Kooperation im Rahmen eines gemeinsamen Projektes im weitesten Sinne ausgerichtet sind, an dem regelmässig eine Vielzahl von Beteiligten mitwirken und das meist längere Zeit in Anspruch nimmt. Typisch für diese Verträge ist, dass bei Vertragsschluss Ungewissheiten vorliegen, die es unmöglich machen, im Vertrag die Rechte und Pflichten der Vertragspartner exakt festzulegen, wie wir das beim punktuellen Austauschvertrag gewohnt sind, auf den die allgemeinen Regeln unseres Vertragsrechts zugeschnitten sind. Von den klassischen Dauerschuldverhältnissen unterscheiden sich die komplexen Langzeitverträge insbesondere dadurch, dass sie nicht auf eine fortlaufende Wiederholung des Leistungsaustausch über eine bestimmte Zeit ausgerichtet sind. Der Begriff 'relationaler Vertrag' geht auf MACNEIL (1974, 1978, 1980, 1987) zurück. Zur Problematik relationaler Verträge vgl. auch GOETZ/SCOTT (1981); SCOTT (1986; 1987); SCHWARTZ (1992); WILLIAMSON (1996) 61 ff. Eine stärker praxisorientierte Sicht der komplexen Langzeitverträge bietet im deutschsprachigen Schrifttum der Sammelband von NIKAISCH (1987). Zur Aktiengesellschaft als relationaler Vertrag vgl. WILLIAMSON (1990) 266 ff.; BRATTON (1989) KORNHÄUSER (1989) 1453; COFFEE (1989) 1619 ff.; EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 93 ff. AVNES (1992) 1404. Der Begriff relationaler Vertrag deckt sich weder mit dem im schweizerischen Recht verwendeten Begriff des Dauerschuldverhältnisses, noch mit demjenigen des Rahmenvertrages (vgl. von DER CRONE, 1993, 179, 243). Die ökonomische Problematik der relationalen Vertragsbeziehungen und ihre Konsequenzen für das Vertragsrecht sind in der schweizerischen Literatur bis anhin nicht oder zumindest nur ansatzweise behandelt worden (vgl. WEBER, 1987, 408 ff.; zurückhaltend von DER CRONE, 1993, 243).

wartungen und Risikoanordnungen spezifizieren. Gesellschaftsstatuten sind wie andere komplexe Verträge, die langfristige Vertragsbeziehungen regeln, weit vom neoklassischen Ideal des vollständigen, alle denkbaren Ereignisse vollständig berücksichtigenden (*complete contingent claim contracts*) Vertrages<sup>123</sup> entfernt, der die Ansprüche für alle zukünftig möglichen Umweltzustände regelt. Hohe *Transaktionsaktionskosten* (insbesondere Informationskosten) bei der Ausarbeitung der Verträge, eigenliche *Ungewissheiten* im Sinne von nicht vorstellbaren Risiken<sup>124</sup> und mehr noch die *eingeschränkte Rationalität* der Vertragskontrahenten in einer komplexen und dynamischen Umwelt verhindern, dass die Gesellschaftsstatuten als Vertrag zwischen Management und Aktionären auch nur annähernd dem Ideal der vollständigen Verträge entsprechen<sup>125</sup>. Die Risikollokation<sup>125</sup> kann im Gegensatz zu punktuellen Austauschverträgen aufgrund der Natur unternehmerischer Tätigkeit in einer dynamischen und unsicheren Umwelt nur rudimentär in den Grundzügen vorgenommen werden.

#### b) Anpassungs- und Lückenfüllungsmechanismen

Die Aktiengesellschaft bzw. der Gesellschaftsvertrag markiert mit Blick auf den Grad der Bestimmtheit der vertraglichen Leistungen und der Dauer das eine Ende des weitreichenden Spektrums der diskreten und relationalen Verträge. Mit den *komplexen Langzeitverträgen* hat die Aktiengesellschaft als Vertrag auch alle wichtigen Strukturmerkmale gemein. Wie die anderen von Agenturbeziehungen geprägten relationalen Kontrakte<sup>127</sup> zeichnet er sich durch Konfliktb-

<sup>123</sup> Ein vollständiger Vertrag zwischen Aktionären und Managern müsste genau festlegen, welche Handlungen ein Manager unter allen möglichen Ereignissen und Umweltzuständen ausführen hat und welche Entlohnungen er jeweils dafür erhalten würde. Das theoretische Ideal des «complete contingent claim contract» wurde aus der Theorie kompletter Warenmärkte abgeleitet (vgl. KORNHÄUSER, 1983, 691 ff.; KORNHÄUSER, 1989, 1453; ADAMS, 1986, 455 ff.).

<sup>124</sup> Zur Unterscheidung von vorhersehbaren und nicht vorhersehbaren Risiken vgl. KORNHÄUSER (1989) 1456.

<sup>125</sup> BRATTON (1989b) 431 f., unterscheidet in seiner Kritik am vertragstheoretischen Ansatz zwischen den diskreten Verträgen «zwischen» einzelnen Aktionären und der Gesellschaft und dem relationalen Vertrag zwischen der Gruppe aller Aktionäre und der Gesellschaft als «Einheit». Eine solche Unterscheidung macht vor allem deshalb Sinn, weil die Aktionäre als Gruppe im Gegensatz zum Einzelaktionär nicht über einen Verkauf der Aktien aus dem «Projekt» Unternehmung aussteigen können.

<sup>126</sup> Zur Risikollokation durch Vertrag grundlegend von DER CRONE (1993) 87 ff.

<sup>127</sup> Als relationale Kontrakte gelten in der Literatur insbesondere der Franchising-Vertrag, vertikale Distributionsverträge mit Ausschliesslichkeitscharakter, der Arbeitsvertrag, der Brokerage-Vertrag, vertragliche Joint-Ventures etc. Die Einordnung des Brokerage-Vertrages unter die relationalen Kontrakte macht deutlich, dass nicht nur langfristige Verträge die Charakteristiken von relationalen Verträgen aufweisen (vgl. GOETZ/SCOTT, 1981, 1091).

sungsmechanismen aus, die das kooperative Element betonen und gleichzeitig die mit unternehmensspezifischen Investitionen verbundenen Anreize zu opportunistischem Verhalten begrenzen<sup>128</sup>. Die *Gesellschaftsstatuten enthalten wie andere relationale Verträge Entscheidungsregeln, um vertragliche Modifikationen vorzunehmen und die Risikoanordnung adaptiv den veränderten Bedingungen und Ereignissen anzupassen*<sup>129</sup>. Im Gegensatz zu den exakt definierten Leistungspflichten bei punktuellen Austauschbeziehungen sind die *Leistungsstandards* zudem nur sehr allgemein formuliert. Ein vielfältiges System direkter Überwachungsmechanismen und indirekter Anreizsysteme – allenfalls durch Selbstbindungen<sup>130</sup> der Agenten verstärkt – soll garantieren, dass diese Performancestandards eingehalten werden.

Eine besondere Bedeutung kommt bei fast allen relationalen Verträgen und insbesondere auch beim «corporate contract» expliziten und impliziten Nebenpflichten als Lückenfüllungsmechanismen zu. Im Vertrag zwischen Aktionären und Management offen gelassene Lücken werden nicht nur durch das Aktionärsstimmrecht sondern auch gestützt auf die Sorgfalts- und Treuepflichten ex post durch die Gerichte «gefüllt»<sup>131</sup>. Den Sorgfalts- und Treuepflichten kommt dabei insbesondere die Funktion zu, den Rahmen für den Entscheidungsraum des Verwaltungsrates als «Oberleitungsorgan» abzustrecken. Sorgfalts- und Treuepflichten, die primär auf eine Präventivwirkung ausgelegt sind, bilden demnach einen Lückenfüllungsmechanismus des relationalen Vertrages zwischen den Aktionären und dem Management. «*Fiduciary duties are the mechanism invented by the legal system for filling in the unspecified terms of shareholders' contingent contracts*»<sup>132</sup>.

Mehr noch als bei anderen relationalen Verträgen wird bei der Aktiengesellschaft die Einhaltung der vertraglichen Pflichten durch *Marktmechanismen* un-

<sup>128</sup> Da sowohl Manager wie Aktionäre unternehmensspezifische Investitionen in Form von Humankapitalinvestitionen bzw. von Eigenkapital als Allzweck-Finanzierungsinstrument unternehmensspezifischer Vermögenswerte tätigen, ist das Risiko, durch opportunistisches Verhalten überfordert zu werden, grundsätzlich reziprok. Zum Begriff der transaktions-spezifischen Vermögenswerte vgl. auch von DER CRONE (1993) 254ff.

<sup>129</sup> In diesem Sinne auch COFFEY (1989) 1620, der auch auf einen vergleichbaren Anreiz zwingender und positiver Normen im Gesellschafts- und Vertragsrecht hinweist.

<sup>130</sup> Konkurrenzklauseln, Konventionalstrafen, einseitige Kündigungsrechte etc. stellen solche Selbstbindungen in relationalen Verträgen dar (GOETZ/SCOTT, 1981, 1093).

<sup>131</sup> Ausführlich EASTBROOK/FISCHER (1991) 90ff. Anzunehmen gilt, dass die traditionelle US-Gesellschaftsrechtsdoktrin die «*duty of care/duty of loyalty*» aus dem Trust-Konzept ableitet. Eine differenzierte Ableitung der Treuepflicht aus der Vertragsetapher findet sich bei KORNHÄUSER (1989) 1450; BERGLUK (1989b) 1409; GORDON (1989) 1593ff.; MACEY (1991a).

<sup>132</sup> MACEY (1991a) 28.

terstützt<sup>133</sup>. Zahlreiche Märkte wie der Kapital-, der Unternehmenskontroll-, der Manager- und in geringerem Ausmass auch der Gütermarkt tragen dazu bei, dass diejenigen Parteien, die vertraglichen Pflichten schlecht oder nicht erfüllen, die Kosten ihres eigenen Handelns selbst tragen müssen<sup>134</sup>. Da Marktmechanismen ihre je eigenen *Funktionsschwächen* aufweisen, können auch sie nicht in jedem Fall die perfekte Durchsetzung vertraglicher Ansprüche garantieren<sup>135</sup>. Aus Funktionsschwächen von Märkten direkt auf einen Regulierungsbedarf wie beispielsweise zwingende aktienrechtliche Normen zu schliessen – wie dies in der schweizerischen Doktrin wiederholt gemacht wird – wäre dennoch verfehlt. Da alle Durchsetzungsmechanismen (zwingende Normen, Stimmrechte, Austrittsrechte, ex post Überprüfung durch die Gerichte, Marktmechanismen) je ihre komparativen Vor- und Nachteile haben, geht es im Aktienrecht letztlich um die normative ausgerichtete Frage, *wie sich vertragliche Vorkehren und marktliche Mechanismen optimal kombinieren lassen*<sup>136</sup>.

#### 4. Konkretisierungsmassstäbe für die Lückenfüllung

##### a) Ausrichtung der «fiduciary duties» an den Aktionärsinteressen

Relationale Verträge, wie der zwischen Management und Aktionär, mit «Lückenfüllungsmechanismen» in der Form von Sorgfalts- und Treuepflichten bedürfen notwendig eines *Massstabes*, an dem der Richter seine Konkretisierungstätigkeit ausrichten kann. Werden die «fiduciary duties» dem Vertrag zwischen Management und Aktionären zugeordnet, liegt es nahe, *die Interessen der Aktionäre zum alleinigen Massstab der Sorgfalts- und Treuepflichten zu machen*. Wie bereits oben angedeutet wurde, gibt es weitere vertragstheoretische Argumente, die es unter normativen Gesichtspunkten ratsam erscheinen lassen, die Interessenabwägung bzw. «Lückenfüllung» an den Aktionärsinteressen auszurichten. Im Rahmen der

<sup>133</sup> Grundlegend zur Funktion von Märkten als Durchsetzungsmechanismus («enforcement mechanism») von Verträgen, die auf langfristige relationale Beziehungen ausgelegt sind WILLIAMSON (1979, 1983a); TELSER (1980); KIEN/LEHNER (1981); KNOBBER (1983); KRONMAN (1985).

<sup>134</sup> Vgl. EASTBROOK/FISCHER (1991) 94f.

<sup>135</sup> Für eine ausgezeichnete Analyse dieser marktlichen Kontrollmechanismen aus schweizerischer Sicht vgl. MEIER-SCHATZ (1988) 201ff.

<sup>136</sup> Die Vorgehensweise, von Funktionsschwächen direkt auf einen Regulierungsbedarf zu schliessen, entspricht dem insbesondere von der Public Choice-Theorie kritisierten Nirvana-Ansatz, da damit implizit eine vollkommene Funktionsweise rechtlicher Institutionen vorausgesetzt wird. Der Ansatz der komparativen Institutionentheorie zielt demgegenüber darauf ab, die jeweiligen Stärken und Schwächen rechtlicher und marktlicher Institutionen aus positiver und normativer Warte zu analysieren und nach einem optimalen Mix von Institutionen zu suchen (in diesem Sinne auch MEIER-SCHATZ, 1988, 232; LAMBERT, 1992, 243).

ökonomische Analyse des Vertragsgeflechts Aktiengesellschaft lassen sich drei einander ergänzende Begründungsansätze unterscheiden, die allesamt zum Ergebnis führen, die Sorgfalts- und Treuepflicht nicht auf die Interessen aller Stakeholders auszurichten<sup>137</sup>:

Das sog. *«residual claimant arguments»* beruht insbesondere auf der unterschiedlichen Natur der vertraglichen Ansprüche der Aktionäre und der übrigen am Vertragsgeflecht Beteiligten<sup>138</sup>. Danach sind die Aktionäre als residuale Risikoträger die einzige am Unternehmen beteiligte Gruppe mit den *«richtigen Anreizen»*. Entsprechend kann von ihnen erwartet werden, dass sie dafür sorgen, dass das Management unter alternativen unternehmerischen Projekten die unter allokativen Gesichtspunkten richtigen Projekte auswählt. Andere Akteure mit fixen Ansprüchen weisen dagegen eine Tendenz auf, zu wenig riskante Projekte zu wählen, da sie von Gewinnssteigerungen nur unterproportional profitieren<sup>139</sup>. Bilden die Sorgfalts- und Treuepflichten einen wirksamen Mechanismus zur Sicherung der spezifischen Risiken und Interessen der Aktionäre, ist zu erwarten, dass dieser Schutzmechanismus für die Aktionäre einen höheren Wert hat als für andere Stakeholders. Sind die Aktionäre auf dem Hintergrund funktionaler Kredit- und Arbeitsmärkte bereit, die übrigen Beteiligten beispielsweise in Form von höheren Obligationenrenditen oder höheren Löhnen für die exklusive Bindung der *«fiduciary duties»* an ihre Interessen zu kompensieren, profitieren letztlich alle Beteiligten von einer solchen Lösung<sup>140</sup>.

Ein weiterer wichtiger Begründungsansatz ist das sog. *«too many masters-Argument»*<sup>141</sup>: Werden die Sorgfalts- und Treuepflichten an den konfliktierenden Interessen der zahlreichen an einer Publikumsgesellschaft beteiligten Akteure ausgerichtet, führt die zu einem ausgesprochen *«diffusen Konkretisierungsansatz»*. *«When directors must not only decide what their duty of loyalty mandates, but also to whom their duty of loyalty runs (and in what portions), poorer decisions can be expected»*<sup>142</sup>. Eine Ausrichtung der Sorgfalts- und Treuepflichten am Interesse der *«Unternehmung an sich»* und an den Interessen aller Beteiligten begünstigt damit tendenziell das Management: *«A manager told to serve two masters (a little for equity holders, a little for the community) has been freed for both and is answerable to neither»*<sup>143</sup>. Das Argument, wonach das oberste Management bei einer Bindung an die Interessen aller Stakeholder zu vielen Herren dienen muss, hat vor allem auch deshalb Gewicht, weil die Gerichte bei der

Konkretisierung der *«fiduciary duties»* ohnehin mit Informationsdefiziten konfrontiert werden, die es ihnen schwierig machen, die massgebenden Gesichtspunkte auf den konkreten Einzelfall umzulegen.

Ein drittes Argument, das für eine Ausrichtung der Sorgfalts- und Treuepflichten am alleinigen Interesse der Aktionäre spricht, entstammt der *Theorie der relationalen Verträge*. Aufgrund des extrem offen formulierten Leistungsstandards des Vertrages zwischen Aktionären und Managern sind die Aktionäre wie keine andere mit der Firma verbundene Gruppe auf den Schutzmechanismus der Sorgfalts- und Treuepflichten angewiesen. *«Wie am Beispiel der Obligationäre unterschiedlich dargestellt wurde, ist es für andere in die Aktiengesellschaft eingebundene Akteure mit fixen Ansprüchen wesentlich leichter, sich durch explizite und klare Vertragsklauseln, wie beispielsweise Put-Optionen bei sog. «event risks» gegen opportunistisches Verhalten nach Vertragschluss abzusichern»*<sup>144</sup>. Aufgrund des diffusen Charakters ihrer Investition kann deshalb wiederum davon ausgegangen werden, dass die Aktionäre diesen *«Lückenfüllungsmechanismus»* höher bewerten als andere Akteure der Gesellschaft. Die Ausrichtung der Sorgfalts- und Treuepflichten an den Interessen der Aktionäre kann deshalb dazu beitragen, die Investitionsanreize für die Aktionäre zu verbessern, während die anderen Stakeholders sich in ihren Verträgen mit den Gesellschaften weitgehend über *fixe Ansprüche* absichern können.

#### b) Ausrichtung der *«fiduciary duties»* an den Interessen der Gesellschaft

Gemäss Art. 717 Abs. 1 OR werden die Mitglieder des Verwaltungsrates und Dritte, die mit der Geschäftsführung betraut sind, dazu angehalten, *«die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen (zu) wahren»*<sup>145</sup>. Die herrschende Lehre geht aufgrund des klaren Wortlauts und der Entstehungsgeschichte dieser Norm mit gutem Grund davon aus, *«dass bei einer AG nicht nur die Interessen der Aktionäre, der Shareholders, Berücksichtigung finden sollen, sondern allenfalls auch diejenigen der übrigen Stakeholders, Beteiligten»*<sup>146</sup>. Der Gesetzgeber dürfe damit die Praxis des Bundesgerichts unter dem alten Aktienrecht

<sup>137</sup> Ausführlich MACEY (1991a) 23ff.

<sup>138</sup> Siehe § 5, II, 4.

<sup>139</sup> Vgl. EASTERBROOK/FISCHER (1983) 403.

<sup>140</sup> Vgl. MACEY (1991) 27.

<sup>141</sup> Ausführlich MACEY (1991a) 31.

<sup>142</sup> American Bar Association Committee on Corporate Laws (1990) 2253.

<sup>143</sup> EASTERBROOK/FISCHER (1991) 38.

<sup>144</sup> Vgl. TAURKE (1989); KANDA (1992); aus ökonomischer Sicht DAMODARAN (1997) 18ff., in der

schweizerischen Lehre WEBER (1990); DÄNIKER (1992).

<sup>145</sup> Nach LAMBERT (1992) 125, wird damit keine materielle Verhaltensmaxime für die Verwaltung, sondern eine Treuepflicht statuiert, was letztlich auf eine Treuepflicht hinauslaufen würde, der die massgebenden Gesichtspunkte fehlen.

<sup>146</sup> FORSTMOSER/MEIER-HAVOZ/NOBEL (1996) § 3 N 21.

festgeschrieben haben, die dem *Schutz des «Unternehmens an sich»* einen hohen Stellenwert eingeräumt hat<sup>147</sup>.

Entsprechend müssen sich die Aktionäre schweizerischer Aktiengesellschaften einerseits damit abfinden, dass auch Dritrinteressen, die in einem bestimmten sachlichen Zusammenhang mit dem Unternehmen stehen, zu Lasten ihrer Interessen wahrgenommen werden können, während andererseits Dritte keine Ansprüche zur Berücksichtigung ihrer Interessen aus dem Aktienrecht ableiten können.<sup>148</sup> Andere *Stakeholders* verfügen somit bei aufrechterhaltenden Aktiengesellschaften nicht über Rechtsmittel, mit denen sie sich beispielsweise dagegen wehren können, dass das Management einer Publikumsgesellschaft einen «einseitigen» Shareholder-value-Ansatz verfolgt. Ein Aktienrecht, das einerseits die Interessen der «Unternehmung an sich» zum massgebenden Gesichtspunkt einer allumfassenden Interessenabwägung erhebt und andererseits keine symmetrischen Klagerichte für Shareholder und Stakeholder kennt, verfehlt letztlich den gesetzlichen Zweck, da es zu einer Aufweichung eines wichtigen Schutzmechanismus der Aktionäre führt und umgekehrt auch *die Interessen der Stakeholder nicht wirkungsvoll sichern kann*.

Die moderne Kontrakttheorie der Firma, die den Gesellschaftsvertrag primär als Agenturbeziehung zwischen Aktionären und Managern einstuft, stellt demnach die in der Schweiz vertretene Lehre des «Unternehmen an sich» grundlegend in Frage.<sup>149</sup> Die *rechtliche Identität einer Firma* ist in erster Linie Konvention zur Erleichterung des Geschäftsverkehrs und nicht Realität.<sup>150</sup> Fasst man aus der Perspektive des «nexus of contract»-Ansatzes die juristische Person Aktiengesellschaft demnach nur als *ein nützliches Denkmuster* auf, das die gesetzliche Standardisierung von Verhaltenspflichten und Rechten erlaubt, macht es keinen Sinn diesem Vertragsgeflecht unmittelbare Eigeninteressen zuzubilligen, zumal erdachte Rechtskonstruktionen keine Interessen besitzen können.<sup>151</sup>

<sup>147</sup> Vgl. BGE 51 II 427; 53 II 231. Folgerichtig hat das Bundesgericht daraus wiederholt abgeleitet, dass in Zweifelsfällen das Interesse der Gesellschaft vor den persönlichen Vorteil und Eigennutzen einzelner Aktionäre gestellt werden müsse (vgl. BGE 72 II 306).

<sup>148</sup> LAMBERT (1992) 253.

<sup>149</sup> Die in der Lehre von BÄR (1959) 369ff.; BÄR (1966) 514f.; KRUPP (1967) 9 – allerdings unter anderen rechtsrassischen Bedingungen – vertretene Position, die Individualinteressen der Aktionäre in den Vordergrund stellt, erhält in diesem Lichte betrachtet eine neue Aktualität, auch wenn die Ausführungen über den typischen Aktionär und die daran anknapfende Typologie des Aktionärs aufgrund der Funktionsweise moderner Kapitalmärkte überholt sind.

<sup>150</sup> Beispielsweise ist auch die beschränkte Haftung nicht Attribut der Gesellschaft, sondern vielmehr des Aktieninvestments (EASTERBROOK/FISCHEL, 1989, 1425f.; EASTERBROOK/FISCHEL, 1991, 40ff.).

<sup>151</sup> Vgl. ADAMS (1991) 15; ADAMS (1990) 243f. In diesem Sinne auch ein «gemässigte» Vertragstheoretiker wie KORNTHAUSER (1989) 1450: «It would be odd, ..., to see the promotion of the interests of a fictitious entity as the fundamental justification of the institution».

Hinter der Vorstellung vom «Eigeninteresse der Gesellschaft» steht vielfach die Absicht, den Haftungsfonds der Gesellschaft zugunsten der unterschiedlichen Kategorien der Gläubiger wie auch den Bestand der Firma im Interesse der Arbeitnehmer und der öffentlichen Hand zu sichern.<sup>152</sup> Diesem Argument muss entgegengehalten werden, dass die übrigen am Vertragsgeflecht Aktiengesellschaft beteiligten Kontrahenten (insb. Arbeitnehmer und Gläubiger) ihre Interessen meist wirkungsvoller auf der *jeweiligen Vertragsebene* absichern können.<sup>153</sup> *Offentliche Interessen* (z.B. Umweltschutz, sozialpolitische Anliegen etc.) lassen sich demgegenüber wesentlich effizienter durch andere wirtschaftspolitische Instrumente als durch eine *diffuse Instrumentalisierung des Aktienrechts* mit Hilfe des Begriffes des Gesellschaftsinteresses erreichen.

#### c) Konkretisierungsmaxstab: Maximierung des gemeinsamen Vermögens («joint wealth maximization»)

Fasst man die Gesellschaftsstatuten primär als Vertrag zwischen dem Management und den Aktionären auf, können die Interessen der Aktionäre nicht der alleinige Massstab für die richterliche Konkretisierung sein. Die in zwei- und mehrseitigen Verträgen notwendige Interessenabwägung wird weiter dadurch kompliziert, dass die Statuten auch als Vertrag der Aktionäre unter se interpretiert werden können und sich die Interessen einzelner Aktionärgruppen keineswegs decken müssen. EASTERBROOK/FISCHEL<sup>154</sup> bieten nun eine einfache Formel an, wie dieses Problem zu lösen ist: Danach hat der Richter bei Lücken oder unbestimmten aktienrechtlichen Bestimmungen diejenigen Normen herauszubilden, die den gemeinsamen Reichtum der Vertragskontrahenten maximieren bzw. welche die Parteien vereinbart hätten, wenn sie über vollständige Informationen verfügt hätten und die Vertragsschlussung kostenlos gewesen wäre.<sup>155</sup> Der unvollständige Gesellschaftsvertrag ist demnach um diejenigen Regeln zu ergänzen, auf die sich die beteiligten Aktionäre und Manager ex ante in einer *idealen Vertragsverhandlungssituation* geeinigt hätten.

In utilitaristischer Tradition wird demnach unterstellt, dass es im Interesse aller Beteiligten liegt, sich auf eine Regel zu verständigen, die das gemeinsame

<sup>152</sup> Vgl. VON GREYERZ (1982) 167. Für das deutsche Recht LUTTER (1983) m. w. N. Kritisch dazu ADAMS (1989) 338.

<sup>153</sup> Ausführlich zu dieser Problematik siehe § 4, II.

<sup>154</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1989) 1433. Die von den beiden Autoren empfohlene Formel lässt sich nicht nur für die richterliche Konkretisierung aktienrechtlicher Normen verwenden, sondern kann auch als normativer Standard für die aktienrechtliche Gesetzgebung dienen. Ähnlich EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 15: «The normative theses of the book is that corporate law should contain the terms people would have negotiated, were the costs of negotiating at arm's length for every contingency sufficiently low».

Vermögen maximiert (*«joint wealth maximization»*), da dadurch der unter den Parteien zu verteilende Kuchen am grössten wird. Die von EASTERBROOK/FISCHEL vorgeschlagene Formel entspricht weitgehend dem die individuellen Interessen zum Ausgleich bringenden Performance-Standard, der im Rahmen der modernen Kontrakttheorie generell als Massstab für die Konkretisierung relationaler Verträge vorgeschlagen wird<sup>156</sup>. Wie wir weiter hinten sehen werden, handelt es sich bei diesem normativen Standard um einen brauchbaren Ausgangspunkt, der gewisser Relativierungen und Verfeinerungen bedarf<sup>157</sup>.

## 5. Das Aktienrecht als Standardform-Kontrakt

Aus der vertraglichen Natur und dem die Vertragsfreiheit legitimierenden Argument, dass private Parteien ihr Interesse besser als Dritte (Gesetzgeber, Richter etc.) kennen, wird im Rahmen des kontrakttheoretischen Ansatzes von verschiedenen Autoren abgeleitet, dass die Regeln des Aktienrechts weitgehend oder gar ausschliesslich *dispositiven Charakter* haben sollen<sup>158</sup>. Die Forderung nach einer möglichst grossen Freiheit der Parteien, von den Regeln des Aktienrechts abzuweichen (sog. «opting-out»), wird zusätzlich mit dem Argument untermauert, dass zwingende Normen den Prozess der natürlichen Selektion und Evaluation behindern<sup>159</sup>.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, welche Funktion dem staatlich gesetzten Aktienrecht überhaupt noch zukommen soll. Auf einen kurzen Nenner gebracht lautet die Antwort aus dem Blickwinkel des Vertragsansatzes, dass das Aktienrecht wie andere dem Vertragsrecht zuzurechnende Normenkomplexe in erster Linie eine *Art Standardform-Kontrakt*<sup>160</sup> anbietet, auf den die Parteien zurückgreifen können, wenn sie nichts anderes vereinbaren wollen. Das Aktienrecht stellt den Parteien mithin ein Vertragsmuster mit Normen zur Verfügung, die eine Einsparung von Transaktionskosten ermöglichen. Wird dieses erprobte Vertragsmuster übernommen und auf die vom Aktienrecht zur Verfügung gestellten Standardnormen abgestellt, kann auf die kostspielige Ausarbei-

tung von Verträgen und die Regelung schwer abschbarer Interessenkonflikte verzichtet werden<sup>161</sup>.

## 6. Die Reichweite des Vertragsansatzes

Der «nexus of contract»-Ansatz und die damit verbundene normative Forderung nach einem weitgehend auf nachgiebigen Normen beruhenden Aktienrecht, hat neben handfesten wirtschaftlichen Interessen ohne Zweifel dazu beigetragen, dass insbesondere in den USA verschiedene Staaten ehedem zwingende aktienrechtliche Bestimmungen in dispositive Regeln abgeändert haben<sup>162</sup>. Abgesehen von dieser *Tendenz in Richtung eines nachgiebigeren Aktienrechts* hat sich in den USA ein eigentlicher Statutarmarkt zwischen den konkurrierenden Aktienrechten der Einzelstaaten herausgebildet. Publikumsgesellschaften und Investoren erhalten damit konkurrierende Standardkontrakte angeboten, die je nach Bundesstaat auf einem mehr oder weniger nachgiebigen Aktienrecht beruhen.

Auch wenn die Tendenz in Richtung eines nachgiebigeren Aktienrechts in der US-Doktrin fast einheitlich auf Zustimmung gestossen ist, haben weniger orthodoxe Vertragstheoretiker darauf hingewiesen, dass der *Vertragsansatz nicht notwendig ein Aktienrecht impliziert, das ausschliesslich auf dispositiven Regeln beruht*<sup>163</sup>. Vielmehr erweist sich die Frage, welche aktienrechtlichen Regeln dispositiven und welche zwingenden Charakter haben sollen, auch bei einer vertragstheoretischen Perspektive als eine der *Schlüsselfragen eines modernen Aktienrechts der Publikumsgesellschaft*. Bevor wir uns dieser zentralen Problematik näher zuwenden, sollen nachstehend drei spezifisch auf das Aktienrecht zugeschnittene Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen dargestellt werden, die für das Verständnis der Tragweite der Vertragsfreiheit im Aktienrecht unabdingbar sind.

156

Vgl. GOERTZ/SCOTT (1981) 1099ff., 1119, 1123, die für Agentenbeziehungen in relationalen Kontrakten am Beispiel vertikaler Distributionsverträge die allgemein gültige normative Forderung ableiten, dass der Agent die gemeinsamen Interessen im Sinne einer «joint wealth maximization» optimieren soll.

157

Siehe § 9, III. 2.

158

Befürworter eines weitgehend auf dispositiven Normen beruhenden Aktienrechts sind WINTER (1977); MACEY (1984); CARLTON/FISCHEL (1983); EASTERBROOK/FISCHEL (1982, 1983, 1989, 1991); POSNER (1992) 372.

159

EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 31.

160

FISCHEL (1982) 1264; EASTERBROOK/FISCHEL (1983) 401.

161

EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 35.  
So sieht beispielsweise das Aktienrecht des Staates Delaware, das unter den einzelnen US-Staaten die höchste Zahl von Publikumsgesellschaften beherbergt, seit 1986 im Sinne eines Opting-Out die Möglichkeit vor, die Sorgfaltspflicht (duty of care) in den Gründungsstatuten zuminder teilweise wegzubedingen (Del. Code Ann., tit. 8, § 102(b)(7)). Wirtschaftlicher Hintergrund dieser Regeländerung war primär der markante Anstieg der Prämien für die Versicherung der mit den «fiduciary duties» der Board-Mitglieder verbundenen Haftungsrisiken (ausführlich siehe § 8, VI. 2.).

162

Zur meist auch als institutionentheoretisch bezeichneten Schule, die einen differenziernten Ansatz vertritt, zählen ROMANO (1985, 1987, 1989b); COFFEY (1986, 1989); BERCHUCK (1989a, 1989b); GORDON (1989); KORNYHAUSER (1989); KRONMAN (1989); PROCCACCIA (1990).