

**Hans Caspar von der Crone**

## **EIN AKTIENRECHT FÜR DAS 21. JAHRHUNDERT\***

|             |   |          |
|-------------|---|----------|
| <b>I.</b>   | <b>STANDORTBESTIMMUNG.....</b>  | <b>1</b> |
| A.          | ÖFFNUNG DES SCHWEIZERISCHEN AKTIENMARKTES.....                                | 1        |
| B.          | ERFOLGSFAKTOREN.....  | 4        |
| <b>II.</b>  | <b>AUSBLICK.....</b>  | <b>5</b> |
| <b>III.</b> | <b>FÜNF-PUNKTE-PROGRAMM ZU EINEM AKTIENRECHT FÜR DAS 21. JAHRHUNDERT.....</b> | <b>7</b> |
| A.          | AKTIENGESELLSCHAFT ALS WACHSTUMSGESELLSCHAFT .....                            | 7        |
| B.          | VERFAHRENSORIENTIERTE KONFLIKTLÖSUNG.....                                     | 9        |
| C.          | TRANSPARENTE RECHNUNGSLEGUNG.....   | 13       |
| D.          | FLEXIBLE KAPITALSTRUKTUR .....  | 14       |
| E.          | EFFIZIENTE RECHTSANWENDUNG.....   | 15       |

### **I. STANDORTBESTIMMUNG**

#### **A. Öffnung des schweizerischen Aktienmarktes**

Für eine Standortbestimmung eignen sich vor allem die börsenkotierten Gesellschaften. Einerseits hat sich das rechtliche Umfeld gerade der Publikumsgesellschaften in letzter Zeit stark gewandelt; andererseits steht für die Publikumsgesellschaften mit den Börsenkursen qualitativ hochwertiges empirisches Material als Ausgangspunkt für eine solche Untersuchung zur Verfügung.

Vorweg seien die Änderungen im Umfeld der schweizerischen Publikumsgesellschaft in Erinnerung gerufen:

- Im Sommer 1992 bzw. im Sommer 1993 trat das revidierte Aktienrecht in Kraft<sup>1</sup>.
- Im Herbst 1996 führte die Schweizer Börse verschärfte Vorschriften zur Rechnungslegung und Zwischenberichterstattung ein. Gleichzeitig erliess sie erstmals

---

\* Erweiterte Fassung der Antrittsvorlesung vom 18. Mai 1998 an der Universität Zürich. Meinem Assistenten Herrn lic.iur. MICHEL HUBER danke ich für die wertvolle Mitarbeit bei der Zusammenstellung und Aufarbeitung des Materials und der Belegstellen.

<sup>1</sup> Bundesgesetz vom 4. Oktober 1991 über die Änderung des Obligationenrechts (AS 1992 733).

Regeln zur sogenannten Adhoc-Publizität, also über den Umgang mit Informationen zu neuen, kursrelevanten Tatsachen<sup>2</sup>.

- Auf Anfang dieses Jahres trat der zweite Teil des Börsengesetzes mit Regeln über die Melde- und Angebotspflicht bei Beteiligungserwerb in Kraft<sup>3</sup>.
- Parallel dazu wurde im August 1996 mit der Elektronischen Börse Schweiz eine moderne, elektronische Plattform für den Börsenhandel in Betrieb genommen.<sup>4</sup>

Gemeinsamer Nenner dieser Überarbeitung des rechtlichen und technischen Umfelds ist das Bestreben um die Öffnung des schweizerischen Aktienmarktes, die Heranführung des Marktes an internationale Standards. Hatten diese Bestrebungen Erfolg? Heinz Rudolf Kubli von SBC Warburg Dillon Read hat mich in der empirischen Klärung dieser Frage mit einer statistischen Untersuchung unterstützt, die im Anschluss an diesen Artikel abgedruckt ist. Ausgangspunkt war folgende Fragestellung: In welchem Mass ist der schweizerische Markt mit dem Weltmarktgeschehen verbunden bzw. in welchem Mass führt er sozusagen ein Eigenleben? Dazu wurde in einem rollenden Einjahresfenster von 1974 bis 1998 mit einer linearen Regression auf täglicher Basis derjenige Prozentsatz ermittelt, zu dem sich die Kursveränderungen auf dem schweizerischen Markt durch Kursausschläge des Europäischen Marktes bzw. des Weltmarktes erklären lassen.

Die Untersuchung ergab folgendes Ergebnis: Zwischen 1974 und 1990 lassen sich nur zehn bis zwanzig Prozent der Kursausschläge auf dem Schweizer Markt mit Entwicklungen des Europäischen Marktes und des Weltmarktes erklären. Einzig der Börsencrash von 1987 schlug, wie das für extreme Einzelereignisse typisch ist, unmittelbar auch auf den schweizerischen Markt durch.

Von 1990 bis 1992 nimmt die Erklärungskraft der Kursveränderungen auf dem Weltmarkt und dem Europäischen Markt für den Schweizer Markt deutlich zu. 1993 fällt sie noch einmal etwas zurück. Seit Anfang 1994 steigt sie kontinuierlich weiter an. Heute lassen sich bis zu 70 Prozent der Kursausschläge auf dem Schweizer Markt mit Entwicklungen auf den internationalen Märkten erklären. Zusammengefasst: Bis 1990 führte der Schweizer Markt ein Eigenleben. Heute ist er international integriert.

---

<sup>2</sup> Kotierungsreglement (KR) der Zulassungsstelle der Schweizer Börse vom 24. Januar 1996, in Kraft seit 1. Oktober 1996 (abgedruckt etwa bei THÉVENOZ/ZULAUF (HRSG.), Bank- und Finanzmarktrecht 1997 [BF 97], Zürich 1997, Nr. 48-3).

<sup>3</sup> Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (BEHG, SR 954.1, AS 1997 68), zweiter Teil in Kraft seit 1. Januar 1998.

<sup>4</sup> Vgl. NZZ Nr. 177 vom 2. August 1996, 29; NZZ Nr. 178 vom 3./4. August 1996, 19 und 29.

Das Ziel, den schweizerischen Aktienmarkt zu öffnen, dürfte also in einem hohen Mass erreicht worden sein. Noch im letzten Jahrzehnt waren primär schweizerische Risiken für die durchschnittliche Aktienbewertung verantwortlich. Heute sind es überwiegend internationale Faktoren, welche die Kursentwicklung am Schweizer Markt bestimmen.<sup>5</sup>

Risiko wird, vom Spielkasino einmal abgesehen, nicht gesucht, sondern nur gegen eine Risikoprämie übernommen.<sup>6</sup> Bei Aktien verlangt der Anleger als Prämie für die Übernahme von systematischen, das heisst nicht durch Diversifikation zu beseitigenden, Risiken eine höhere Rendite, bzw., bei feststehender Rendite, einen Preisabschlag.<sup>7</sup> Höheres Risiko führt, unter sonst gleichen Voraussetzungen, zu einem tieferen Aktienkurs und umgekehrt.

Schweizer Unternehmen waren bis in dieses Jahrzehnt hinein tiefer bewertet als vergleichbare ausländische Unternehmen. Anleger liessen sich vermutlich mit einem Preisabschlag für die Übernahme des hausgemachten, vor allem auf mangelhafte Transparenz und ein damit verbundenes agency-Problem<sup>8</sup> zurückzuführenden Risikos „Schweiz“ entschädigen. Die Beseitigung dieses Risikos, insbesondere durch die Einführung der Rechnungslegung nach internationalen Standards<sup>9</sup>, wurde vom Markt erkannt und honoriert. Die Heranführung des Schweizer Marktes an ein internationales Niveau, sein Aufstieg in die erste Liga, dürfte also einer der Gründe für die seit 1992 überdurchschnittliche Performance dieses Marktes gewesen sein.<sup>10</sup>

---

<sup>5</sup> Bei der Interpretation der Ergebnisse ist immerhin auch der Tatsache Rechnung zu tragen, dass der Anteil der grossen schweizerischen Gesellschaften, wie z.B. Nestlé und Novartis, am SPI in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat. Aufgrund ihrer weltweiten Geschäftstätigkeit ist das Unternehmensergebnis und damit der wichtigste kursrelevante Faktor bei diesen Gesellschaften stark durch weltweite Entwicklungen geprägt.

<sup>6</sup> PAUL A. SAMUELSON/WILLIAM D. NORDHAUS, Economics, 16. A., (New York/St. Louis u.a. 1998), 469 und 251 ff.; vgl. auch FRANK H. EASTERBROOK / DANIEL R. FISCHER, The Economic Structure of Corporate Law (Cambridge [MA]/London 1991), 29 f.

<sup>7</sup> RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS, Principles of Corporate Finance (New York/St. Louis u.a. 1996), 143 ff., insbesondere 145 und 148. Diese Autoren unterscheiden begrifflich zwischen diversifizierbaren „*unique risks*“ und den nicht diversifizierbaren „*market risks*“, auch „*systematic risks*“ genannt (a.a.O. 156). Das in diesem Zusammenhang zu erwähnende Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) ist anschaulich bei ERWIN W. HERI, Was Anleger eigentlich wissen sollten.... (Basel u.a. 1991), 87 ff. beschrieben.

<sup>8</sup> Grundlegend zum agency-Problem MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure, Journal of Finance Economics 3 (1976) 305 ff. Erhöhte Transparenz trägt zur Lösung des agency-Problems bei, da dadurch das Verdecken ungenügender Performance erschwert wird. Die Korrektur des agency-Problems setzt darüber hinaus aber auch einen gut funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle und für Manager voraus, zwei Bereiche, in denen in der Schweiz noch Aufholbedarf bestehen dürfte; vgl. HANSPETER BADER, Private Equity als Anlagekategorie, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 233 (Bern/Stuttgart/Wien 1996), 22 ff.

<sup>9</sup> Art. 66 ff. KR (siehe FN 2).

<sup>10</sup> Relevant dürfte weiter die zunehmende internationale Diversifikation gewesen sein. Bis Anfang der 90iger Jahre war die internationale Diversifikation wenig verbreitet. Das Marktrisiko Schweiz war deshalb für die Mehrzahl der Anleger ein systematisches Risiko. Mit der vermehrten internationalen Diversifikation wurde das

## B. Erfolgsfaktoren

In der Standortbestimmung kann also ein Erfolg verzeichnet werden. Wer darf sich diesen Erfolg zuschreiben? Schön wäre natürlich, wenn ihn die Juristen für sich in Anspruch nehmen könnten. Sicher wären auch die Politiker und mit ihnen die Interessenvertreter gerne bereit, sich feiern zu lassen. Keiner dieser Gruppen dürfte es allerdings leicht fallen, ihre Urheberschaft darzutun. Politiker und Interessenvertreter haben während fast zwanzig Jahren gegen die Aufnahme von modernen Bestimmungen über die Rechnungslegung angekämpft<sup>11</sup> – heute kann kein Zweifel daran bestehen, dass gerade die Änderungen in diesem Bereich einen wichtigen Beitrag zur vorteilhaften Entwicklung des Umfelds schweizerischer Publikumsgesellschaften geleistet haben. Die Rechtswissenschaft kann wenigstens für sich in Anspruch nehmen, schon früh eine Anpassung der Rechnungslegung an internationale Standards verlangt zu haben<sup>12</sup>, auch wenn sie sich damit in den parlamentarischen Beratungen zum neuen Aktienrecht kein Gehör verschaffen konnte.<sup>13</sup> Begründet wurde die Forderung nach griffigeren Rechnungslegungsvorschriften allerdings primär mit dem Bedürfnis nach Aktionärs- und Gläubigerschutz<sup>14</sup>. Dass eine transparente, aussagekräftige Rechnungslegung Voraussetzung für eine genaue Bewertung von Gesellschaften durch den Markt ist, wurde höchstens am Rand erwähnt.<sup>15</sup>

Die Öffnung des schweizerischen Marktes ist vielmehr Ausdruck eines kollektiven Umdenkens, das erst nach der Revision des Aktienrechts von 1991 einsetzte: Die Unternehmen selbst erkannten, dass es sich im immer intensiver werdenden Wettbewerb

---

Marktrisiko Schweiz für die Anleger zumindest teilweise diversifizierbar. Damit wurde es zum Teil vom systematischen zum nicht-systematischen und damit nicht mehr zu kompensierendem Risiko, mit der Konsequenz eines Preisanstiegs (vgl. dazu auch hinten FN 19).

<sup>11</sup> Im Rahmen der Vernehmlassung zum ersten Vorentwurf für ein neues Aktienrecht der Kommission Tschopp (1975) beispielsweise wurden die vorgeschlagenen Einschränkungen bei der Bildung stiller Reserven teilweise scharf kritisiert. So wurde die Wichtigkeit stiller Reserven für die Selbstfinanzierung und die Arbeitsplatzsicherung durch Schaffung finanzieller Polster betont. Die Pflicht zur Ausweisung der stillen Reserven im Geschäftsbericht könne andererseits die Gefahr überhöhter Lohn- und Dividendenforderungen von Seiten der Arbeitnehmer bzw. der Aktionäre heraufbeschwören und dem Unternehmen unnötigen Kreditverlust zufügen (vgl. BOTSCHAFT, 32).

<sup>12</sup> Vgl. WERNER NIEDERER, Die stillen Reserven, in: Probleme der Aktienrechtsrevision (Bern 1972), 33 ff., insbesondere 36, wo er den Art. 663 Abs. 2 aOR als gesetzlich sanktionierte Lüge bezeichnet. Kritisch zu den stillen Reserven schon ROLF BÄR, Minderheitenschutz in der Aktiengesellschaft, ZbJV 95 (1959) 369 ff., insbesondere 389 ff.

<sup>13</sup> Amtl. Bull. NR (1985), 1711 ff., insbesondere 1715.

<sup>14</sup> Siehe etwa das Votum LEUENBERGER in den parlamentarischen Beratungen, Amtl. Bull. NR (1985), 1658.

<sup>15</sup> In neueren Publikationen zum Aktienrecht wird der Kapitalmarktbezug teilweise erwähnt: Vgl. bspw. PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 2.A. (Zürich 1996), N. 798; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht (Bern 1996), § 51 N. 11, erwähnen „nur“ die verbesserte Informationslage der Allgemeinheit, ohne explizit den Kapitalmarktbezug zu erwähnen; ausführlich zur AG im Kapitalmarktbezug neuerdings PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht (Bern 1997), 451 ff.

um das nicht unbegrenzt vorhandene Eigenkapital auszahlt, den Aktionär und dahinter den Markt, als Summe aller aktuellen und potentiellen Aktionäre, ernst zu nehmen. Konsequenz ist ein radikaler Wandel des aktienrechtlichen Leitbildes. Das ständische Zwischenspiel der Aktiengesellschaft als statische, auf die Präferenzen des Verwaltungsrats orientierte Anstalt ist beendet. An ihre Stelle tritt die Aktiengesellschaft als Verfahren, in dem zwischen Verwaltungsrat und Aktionariat unter Berücksichtigung aller Umweltfaktoren und unter Einbezug des Aktienmarktes über den optimalen Einsatz der in der Gesellschaft zusammengefassten Ressourcen entschieden wird.<sup>16</sup>

## II. AUSBLICK

Haben wir damit das Ende der aktienrechtlichen Geschichte erreicht? Das ist wenig wahrscheinlich. Viel wahrscheinlicher ist, dass wir vor einem weiteren Schub des Standort- und Systemwettbewerbs stehen, der vor dem Aktienrecht nicht halt machen wird. Ausschlaggebend sind dabei für einmal nicht etwa Ausmass, Art oder Zeitpunkt einer Integration der Schweiz in die Europäische Union. Das schweizerische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ist nämlich weitgehend EU-kompatibel, so dass selbst ein Vollbeitritt keine fundamentalen Anpassungen notwendig machte.<sup>17</sup> Akzentuiert werden dürfte der Standort- und Systemwettbewerb vielmehr durch eine grundlegende Änderung in der Strategie institutioneller Anleger, also der Vermögensverwalter von Versicherungen und Personalvorsorgeeinrichtungen.<sup>18</sup>

Traditionell haben professionelle Anleger einen anzulegenden Vermögensbetrag zunächst auf Länder und Währungen aufgeteilt, um anschliessend innerhalb der Länder einzelne Unternehmen auszuwählen, deren Aktien erworben werden sollten<sup>19</sup> An die Stelle dieser regionalen dürfte in Zukunft mehr und mehr eine sektorielle Anlagestrategie treten. Der Anleger entscheidet sich zuerst für die Aufteilung der Gesamtanlage auf verschiedene Wirtschaftssektoren wie Pharma, Elektrotechnik etc. Anschliessend

---

<sup>16</sup> Im Grunde bedeutet dieser „Wandel“ eine Rückbesinnung auf das ursprüngliche marktwirtschaftlich-liberale Konzept des schweizerischen Aktienrechts, vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997), 73 ff., insbesondere 76 f. m.w.H.

<sup>17</sup> In Art. 66 KR werden die Publikumsgesellschaften zu einer Rechnungslegung nach dem Grundsatz der „True and Fair View“ verpflichtet. Im Anhang II des KR werden die Nr. 1-8, 12 und 14 der Fachempfehlungen der Rechnungslegung (FER) – ohne als solche bezeichnet zu werden – sozusagen als „Regeln“ aufgeführt (CARL HELBLING, Bilanz- und Erfolgsanalyse, 10. A. [Bern u.a.1997], S. 147). „Die FER, die seit 1994 ebenfalls dem True and Fair View-Prinzip verpflichtet sind, können heute durchaus gegenüber anderen internationalen Standards (IAS, EU) bestehen“ (HELBLING, a.a.O.).

<sup>18</sup> Vgl. zur internationalen Anlagestrategie BRUNO SOLNIK, International Investments, 2. A., Reading Massachusetts 1991.

<sup>19</sup> Nach PATRICK ODIER/BRUNO SOLNIK/STEPHANE ZUCCHINETTI, Global Optimization for Swiss Pension Funds, Finanzmarkt und Portfolio Management 1995, 210 ff., 212, waren Ende 1993 über 80 % der Pensionskassenvermögen der Schweiz im heimischen Markt investiert.

wählt er unter den Gesellschaften des betreffenden Sektors diejenigen Titel aus, in die er investieren will.

In einer sektoriellen Anlagestrategie kommen tendenziell nur Unternehmungen zum Zug, deren Aktien sich leicht beurteilen und mit denjenigen anderer Gesellschaften des gleichen Sektors vergleichen lassen. Voraussetzung dafür ist – neben der Kotierung an einer gut funktionierenden effizienten Börse – die Unterstellung unter eine zeitgemäße aktienrechtliche Ordnung und insbesondere unter Rechnungslegungsvorschriften, die dem internationalen Standard entsprechen.<sup>20</sup> Wie in anderen Bereichen wird sich auch hier ein breiter Graben zwischen der ersten und der zweiten Liga öffnen. Unternehmen mit Sitz in Ländern, deren Ordnung nicht dem internationalen Standard entspricht, werden unabhängig von ihren tatsächlichen Vorzügen oder Nachteilen zuerst einmal zweite Wahl sein, was mit substantiellen Wettbewerbsnachteilen verbunden ist.<sup>21</sup>

Zur ersten Liga kann langfristig nur gehören, wer neue Entwicklungen antizipiert. Aktives, vorausdenkendes statt reaktives, nachvollziehendes Handeln ist gefragt. Es sei wiederholt: Wir werden das Aktienrecht der Zukunft als Produkt zu verstehen haben, mit dem es auf dem Weltmarkt zu bestehen gilt. Unser Vorbild muss der amerikanische Bundesstaat Delaware sein – ebenfalls ein kleiner Staat –, der in dieser Hinsicht die Vorreiterrolle gezielt und mit grossem Erfolg übernommen hat. Sorgen um eine Verrohung der Sitten sollten wir uns dabei nicht zu früh machen. Auch im Standortwettbewerb wird sich letztlich nur Qualität durchsetzen. Ausgedehnte statistische Untersuchungen zeigen denn auch, dass sich das Gesellschaftsrecht von Delaware keineswegs, wie häufig unterstellt, „to the bottom“, also in den libertären Abgrund, sondern zu einem besonders effizienten und leistungsfähigen System des Interessenausgleiches entwickelt hat.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Vgl. zur Konkurrenz der (Wirtschafts-)Rechtsordnungen allgemein KLAUS J. HOPT, ZHR 1997, 382 ff. Zum Schutz der Marktfunktionen und dessen rechtlicher Ausgestaltung siehe JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY/ MARGARET TSCHANZ-NORTON, Regulation of Trading Systems on Financial Markets (London u.a. 1997), N. 1000 ff.

<sup>21</sup> Anschauliches Beispiel einer solchen „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ ist die Champions League des europäischen Fussballverbandes (UEFA), die den teilnehmenden Fussballvereinen Millionen-Einnahmen bringt. Die (regelmässig) teilnehmenden Clubs zählen sowohl in finanzieller Hinsicht als auch in Bezug auf das Renoméé automatisch zur ersten Klasse des europäischen Fussballs.

<sup>22</sup> Vgl. dazu insbesondere ROBERTA ROMANO, Law as a product: Some pieces of the Incorporation Puzzle, Journal of Law, Economics and Organization, vol. 1., no. 2 Fall 1985, 225 ff., 279 ff.; ROBERTA ROMANO/RALPH K. WINTER, The Genius of American Corporate Law, AEI Studies in Regulation and Federalism (Washington, D.C. 1993).

### **III. FÜNF-PUNKTE-PROGRAMM ZU EINEM AKTIENRECHT FÜR DAS 21. JAHRHUNDERT**

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

#### **A. Aktiengesellschaft als Wachstumsgesellschaft**

Das erste Postulat betrifft die grundlegende Ausrichtung der schweizerischen Aktiengesellschaft. Schlüsselressource für die Schweiz ist die Innovationsfähigkeit.<sup>23</sup> Innovation erfolgt zu einem wesentlichen Teil in kleineren Einheiten. Für solche aufstrebende Unternehmen stellt die Mittelbeschaffung ein besonderes Problem dar. Den Kosten für Forschung und Entwicklung stehen nämlich während längerer Zeit nur beschränkt Einkünfte aus dem Verkauf fertiger Produkte oder Technologien gegenüber. Innovative junge Unternehmen sind deshalb auf Wagniskapital angewiesen. Ob solches venture capital verfügbar ist, hängt unter anderem von den Ausstiegsszenarien ab. Ein Investor wird eher bereit sein, in Einzelfällen beträchtliche Risiken zu übernehmen, wenn er mittelfristig zu attraktiven Bedingungen aus den erfolgreich verlaufenden Projekten seines Portefeuilles aussteigen kann, sei es durch Verkauf an einen industriellen Partner, sei es durch Börseneinführung und Plazierung im Publikum.<sup>24</sup>

Bei dieser Ausgangslage leistet das rechtliche Umfeld dann einen Beitrag zur Innovationsfähigkeit der Volkswirtschaft, wenn es optimale Voraussetzungen für alle Wachstumsschritte von der Gründung einer Gesellschaft über die Aufnahme neuer Mittel bis zur Einführung an der Börse schafft. Insbesondere muss Wachstum ohne Notwendigkeit einer Änderung der grundlegenden gesellschaftsrechtlichen Spielregeln möglich sein. Aufschlussreich sind hier die Beispiele Deutschland und Österreich. In diesen beiden Ländern ist tendenziell die GmbH als Rechtsform für kleinere und mittlere, die Aktiengesellschaft als Rechtsform für grosse Gesellschaften positioniert. In beiden Ländern lässt sich eine GmbH - abgesehen von den qualifizierten Mehrheiten - technisch ohne Weiteres in eine Aktiengesellschaft umwandeln.<sup>25</sup> Die praktische Er-

---

<sup>23</sup> Wir werden an eine Tradition anzuknüpfen haben, die als Folge der kartellistischen Abschottung der Binnenwirtschaft in den letzten Jahrzehnten nicht den ihr gebührenden Stellenwert erhalten hat. Untersuchungen haben ergeben, dass sich die Schweizer Industrie heute im internationalen Vergleich in einer sehr guten Innovationsposition befindet, was sich vor allem aus den Weiterentwicklungsaktivitäten, insbesondere durch Nutzung firmenexternen Wissens, ergebe (HEINZ HOLLENSTEIN, Innovationsleistung, Innovationshemmnisse und Arbeitsplätze in der Schweiz, in: ALFRED SCHEIDEGGER/HELMUT HOFER/GERHARD SCHEUENSTUHL [Hrsg.], Innovation, Venture Capital, Arbeitsplätze [Bern u.a. 1998], 72).

<sup>24</sup> Zu den Ausstiegsszenarien siehe SONJA SIDLER, Risikokapital-Finanzierung von Jungunternehmen, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 227, 2.A. (Bern/Stuttgart/Wien 1997), 193 ff.

<sup>25</sup> Nach § 240 Abs. 1 des *deutschen Umwandlungsgesetzes* vom 28. Oktober 1994 (UmwG, BGBl. I S. 3210) bedarf der Beschluss über die Umwandlung einer GmbH in eine (börsenfähige) AG einer Mehrheit von drei Vier-

fahrung allerdings zeigt, dass die Notwendigkeit des Wechsels von der eher personalistisch orientierten Rechtsform der GmbH in die rein kapitalbezogene der AG eine beträchtliche Schwelle für das Wachstum der Gesellschaft darstellt.<sup>26</sup>

Eine Positionierung der Aktiengesellschaft als Wachstumsgesellschaft verlangt deshalb eine klare Produktdifferenzierung gegenüber der GmbH. Die Formel ist bekannt: Die Aktiengesellschaft ist eine Kapitalgesellschaft, bei der es einzige Pflicht des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft ist, seine Aktien zu liberieren.<sup>27</sup> Die GmbH dagegen verbindet Elemente einer Kapitalgesellschaft mit einer persönlichen Mitwirkung der Gesellschafter. Daran ist festzuhalten. Die GmbH ist konsequent als Humankapitalgesellschaft zu positionieren und nicht zur Kleinaktiengesellschaft umzubauen. In Abweichung vom vorliegenden Expertenentwurf für ein revidiertes GmbH-Recht<sup>28</sup> ist deshalb beispielsweise auf eine Erhöhung des minimalen Stammkapitals zu verzichten und statt dessen die Einführung einer GmbH ohne festes Stammkapital zu erwägen: In

---

ten der bei der Gesellschafterversammlung abgegebenen Stimmen, wobei die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag dieses Erfordernis erschweren kann. Sind einzelnen Gesellschaftern ausser der Leistung von Kapitaleinlagen noch andere Verpflichtungen gegenüber der Gesellschaft auferlegt und können diese [...] nicht aufrechterhalten werden, so bedarf der Formwechsel auch der Zustimmung dieser Gesellschafter (§ 241 Abs. 3 UmwG). Zu den Einzelheiten des Rechtsformwechsels einer Gesellschaft siehe §§ 238 ff. UmwG.

Die gesetzliche Regelung in *Österreich* ist praktisch identisch. Nach § 245 Abs. 2 in Verbindung mit § 239 Abs. 2 des österreichischen Aktiengesetzes (Bundesgesetz vom 31. März 1965 BGBl 1965/98, AktG) bedarf der Beschluss über die Umwandlung einer GmbH in eine AG einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, wobei dieses Erfordernis statutarisch erschwert werden kann (§ 239 Abs. 2 Satz 2 AktG). Sind Gesellschaftern (der umzuwandelnden GmbH) ausser der Leistung von Kapitaleinlagen noch andere Verpflichtungen gegenüber der Gesellschaft auferlegt und können diese Verpflichtungen [...] nicht aufrechterhalten werden, so bedarf der Umwandlungsbeschluss zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung dieser Gesellschafter (§ 239 Abs. 2 Satz 3 AktG). Für weitere Details über die Umwandlung einer GmbH in eine AG siehe §§ 239 ff. AktG (KARL SCHIEMER/PETER JABORNEGG/RUDOLF STRASSER, Kommentar zum Aktiengesetz, 3.A. [Wien 1993] N. 1 zu § 239 AktG).

In Art. 79 Abs. 1 lit. c des Vorentwurfs zu einem Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz) vom November 1997 ist vorgesehen, dass einer Umwandlung einer GmbH in eine AG - ähnlich wie in Deutschland und Österreich - drei Viertel aller Gesellschafterinnen und Gesellschafter, die zumindest drei Viertel des Stammkapitals vertreten, zustimmen müssen.

<sup>26</sup> Technische Konsequenz aus der Forderung nach einer Positionierung der Aktiengesellschaft als Wachstumsgesellschaft ist das Festhalten am modularen Aufbau des Aktienrechts. Dem erhöhten Regelungsbedarf bei Publikumsgesellschaften ist mit zusätzlichen Normenpaketen Rechnung zu tragen. Diese Vorgehensweise wurde bereits bei der Regelung der Vinkulierung sowie beim Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel gewählt.

<sup>27</sup> Die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG besteht nicht der Aktiengesellschaft, sondern den Minderheitsaktionären gegenüber, vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, in: PETER NOBEL (Hrsg.), Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, SZW Sondernummer 1997, S. 44 ff.

<sup>28</sup> PETER BÖCKLI/PETER FORSTMOSER/JEAN-MARC RAPP, Reform des GmbH-Rechts, Expertenentwurf vom 29. November 1996 für eine Reform des Rechts der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Zürich 1997).



kleinen Gesellschaften kann nämlich ohnehin nur das Humankapital den Erfolg herbeiführen und damit die Gläubigerinteressen sichern.<sup>29</sup>

Die Aktiengesellschaft dagegen ist auch in Zukunft unabhängig von ihrer Grösse als Rechtsform für Unternehmen mit Wachstumspotential und damit Kapitalbedarf auszugestalten. Sie muss reine Kapitalgesellschaft bleiben. Abzulehnen ist insbesondere eine Zulassung von erweiterten statutarischen Pflichten der Aktionäre, wie sie zum Teil als Alternative zu einer Revision des GmbH-Rechts postuliert wird.<sup>30</sup> Wollen die Aktionäre einer Aktiengesellschaft untereinander solche weiteren Pflichten eingehen, so steht ihnen dazu das Instrument des Aktionärbindungsvertrags zur Verfügung. Liesse man dagegen die Aufnahme zusätzlicher Pflichten in die Statuten zu, so käme deren spätere Beseitigung, ohne die sich eine externe Kapitalbeschaffung kaum, ein Börsengang sicher nicht realisieren liessen, einer Änderung der Rechtsform gleich. Eine solche Schwelle aber stände in Widerspruch zur Idee der Aktiengesellschaft als Wachstumsgesellschaft.<sup>31</sup>

## **B. Verfahrenorientierte Konfliktlösung**

Das zweite Postulat betrifft den Mechanismus der gesellschaftsinternen Interessenabwägung und Entscheidung.<sup>32</sup> Eng verbunden mit der Ablösung der statischen Aktiengesellschaft als Anstalt ist die Emanzipation des Aktionärs. Im Wettbewerb um knappes Eigenkapital wird der Aktionär vom „Störfaktor“ zum umworbenen Investor. Mit dem Aufbruch ins Informationszeitalter dürfte sich dieser Trend noch verstärken. Das Internet wird für eine Demokratisierung des Zugangs zu Informationen wie Börsenkursen, finanziellen Kennzahlen, Angaben über die Beteiligungsverhältnisse und über kursrelevante Ereignisse sorgen.<sup>33</sup> Darüber hinaus werden aber auch die Instrumente

---

<sup>29</sup> Zum Schutz der Gläubigerinteressen im revidierten GmbH-Recht siehe Peter Forstmoser, Kapital-, Gläubiger- und Gesellschafterschutz im künftigen GmbH-Recht, in: FRÉDÉRIC ROCHAT/PHIDIAS FERRARI (Hrsg.), *Les projets de Sàrl révisée et de SA privée* (Lausanne 1998), Publication CEDIDAC Bd. 37, 113 ff.

<sup>30</sup> Vgl. ALAIN HIRSCH/PETER NOBEL, Projekt einer privaten Aktiengesellschaft, SZW 69 (1997), S. 126 ff., welche Art. 680 OR wie folgt ergänzen wollen: *„Der Aktionär kann durch die Statuten verpflichtet werden, mehr oder anderes zu leisten als den für den Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag. [...]“*.

<sup>31</sup> In Deutschland gab es Ende der 80er Jahre Bestrebungen, die Rechtsform der Aktiengesellschaft auch kleineren Unternehmen zugänglich zu machen (vgl. KARSTEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 3. A., [Köln u.a. 1997], 768 f.).

<sup>32</sup> „Corporate Governance“: Vgl. PETER NOBEL, *Corporate Governance – Möglichkeiten und Schranken gesellschaftsrechtlicher Gestaltung*, ST 12/1995, 1057 ff.; zum Vergleich des schweizerischen mit dem englischen Recht siehe PETER BÖCKLI, *Corporate Governance: The „Cadbury Report“ and the Swiss Board Concept of 1991*, SZW 68 (1996), 149 ff.; zur Entwicklung in den USA aus europäischer Sicht siehe GÉRARD HERTIG, *Corporate Governance in the United States as seen from Europe*, *Columbia Business Law Review* 1998, Vol. 1, 27 ff. Vgl. auch NZZ Nr. 145 vom 26. Juni 1998, 33.

<sup>33</sup> Neuerdings offeriert Reuters zusammen mit dem Internet-Provider Blue Window unter der Adresse [www.reuters.bluewin.ch](http://www.reuters.bluewin.ch) Börseninformationen auf dem Internet (NZZ Nr. 145 vom 26. Juni 1998, 68). Für Kapitalmarktinformationen siehe auch [www.swissinvest.com](http://www.swissinvest.com).

für eine effiziente Nutzung dieser Informationen geschaffen. Die zur professionellen Auswertung von Börsenkursen notwendige finanzmathematische Software wird allgemein zugänglich werden. Informationsanbieter werden vermehrt aktive Informationskanäle anbieten, über die sich der Benutzer selektiv über die für ihn relevanten Entwicklungen informieren kann.<sup>34</sup> Selbst der interessierte Laie dürfte schon bald über Informationen in einer Qualität und Aussagekraft verfügen, wie sie noch vor wenigen Jahren einigen wenigen Spezialisten vorbehalten waren. Das für die Aktiengesellschaft als Anstalt typische Machtgefälle zwischen Verwaltungsrat und Aktionären wird dabei weiter abgebaut bzw. ganz beseitigt.<sup>35</sup>

Ein künftiges Aktienrecht hat den Aktionär deshalb nicht mehr paternalistisch als schutzbedürftigen Minderheitsaktionär zu behandeln.<sup>36</sup> Das Augenmerk wird statt dessen auf den Spielregeln für die Konfliktlösung und den Instrumenten liegen, die es dem Aktionär erlauben, seine Interessen selbst wahrzunehmen.<sup>37</sup> Entscheidend ist dabei ein integrales Verständnis von materiellem Recht und prozeduralen Rechtsbehelfen. Für die einzelnen Konfliktfälle ist klar zu definieren, welche Seite was darzutun und allenfalls zu beweisen hat. Dabei ist die Vermutungs- und Beweislage unter Verzicht auf Perfektionismus nach Wahrscheinlichkeitsgesichtspunkten zu gestalten. Haben bei einer Publikumsgesellschaft neunzig oder mehr Prozent der in der Generalversammlung vertretenen Stimmen einem Antrag zugestimmt<sup>38</sup>, so dürfte eine Anfechtungsklage, soweit sie sich nicht auf Verfahrensmängel stützt, in aller Regel unbegründet sein. Damit ist dem Interesse am Vollzug des Geschäfts der Vorrang gegenüber dem Interesse eines potentiellen Anfechtungsklägers an dessen Blockierung bis zur genaueren Abklärung des Sachverhaltes zu geben. Hat ein Verwaltungsrat einen Entscheid sorgfältig vorbereitet, so wird er in aller Regel gemessen am damaligen Kenntnisstand vertretbar gewesen sein. Im Sinne der *business judgement rule*<sup>39</sup> ist der Verwaltungsrat deshalb im Streitfall zu verpflichten, die sorgfältige Evaluation des

---

<sup>34</sup> Gesellschaften, die mittelfristig eine Publikumsöffnung planen, werden in Zukunft einfacher für die vorbereitende Information potentieller Anleger sorgen können. Börsenähnliche Kursnotierungs- und Handelssysteme können aufstrebenden Gesellschaften, insbesondere im Technologiesektor, bereits in einem frühen Stadium ihres Entwicklungszyklus den Zugang zum Kapitalmarkt zu öffnen.

<sup>35</sup> JEAN NICOLAS DRUEY, *Information als Gegenstand des Rechts* (Zürich/Baden-Baden 1995), 29 ff.

<sup>36</sup> Vgl. VON DER CRONE (FN 16), 90 ff., insbesondere 103 ff.

<sup>37</sup> Die Idee der verfahrensorientierten Konfliktlösung weist gewisse Parallelen zur Selbstregulierung i.S.v. Art. 4 BEHG auf, wenngleich der Regelungstatbestand der beiden „Institute“ bzw. die Regelungsebene unterschiedlich sind. Vgl. ALBRECHT LANGHART, *Rahmengesetz und Selbstregulierung* (Zürich 1993 = SSHW 153), 112 f.

<sup>38</sup> Einschränkungen wären aber immerhin für die vereinzelt „unechten“ Publikumsgesellschaften, wie beispielsweise die Brauerei Haldengut, zu machen, an der Heineken N.V., Amsterdam, einen Stimmenanteil von 93,2% hält (Geschäftsbericht der Brauerei Haldengut 1997, 37).

<sup>39</sup> Siehe dazu EASTERBROOK/FISCHEL (FN 6), 93 ff.; HANNO MERKT, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*, Schriftenreihe Recht der internationalen Wirtschaft, Bd. 37 (Heidelberg 1991), N. 682 ff.

Entscheidendes darzutun. Kann er dies, so ist von der Vertretbarkeit des Entscheidendes auszugehen, kann er es nicht, so ist zu vermuten, dass der Verwaltungsrat seine Pflichten verletzt hat.

Die Ausrichtung des bestehenden Aktienrechts auf Verfahrensüberlegungen hat über weite Strecken den Charakter einer Optimierung.<sup>40</sup> Daneben gilt es aber auch, zumindest eine grundlegende Schwäche der bestehenden Ordnung zu korrigieren. Das geltende Aktienrecht nämlich setzt der Bereitschaft des einzelnen Aktionärs, Ressourcen für die Durchsetzung seiner Interessen einzusetzen, ökonomische Grenzen: Während die Kosten solcher Bemühungen in erster Linie beim aktiv werdenden Aktionär anfallen, kommt der Erfolg dem Kollektiv als Ganzem zugute. Wir stehen mit anderen Worten vor einem Problem des kollektiven Handelns.<sup>41</sup> Ökonomisch gesprochen ist damit zu rechnen, dass das Gut „Wahrnehmung der Aktionärsinteressen“ in einem suboptimalen Ausmass produziert wird. In der Revision des Aktienrechts wurde dieses Problem zwar erkannt, aber nur beschränkt gelöst. So sieht beispielsweise Art. 706a Abs. 3 OR für die Klage auf Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses vor, dass *„der Richter die Kosten bei Abweisung der Klage nach seinem Ermessen auf die Gesellschaft und den Kläger verteilt.“*<sup>42</sup> Auch wenn aufgrund dieser Regelung wohl der grösste Teil der klägerischen Kosten<sup>43</sup> gedeckt werden sollte, bleibt der Kläger für die ganze Dauer des Verfahrens im Unklaren darüber, ob er mit Kostenfolgen zu rechnen hat. Sie schießt damit über das berechtigte Anliegen, auf keinen Fall zu miss-

---

<sup>40</sup> So sieht das Gesetz eine generelle Überprüfung eines GV-Beschlusses nur hinsichtlich der Gesetzes- und Statutenkonformität vor, während die inhaltliche Angemessenheit eines Beschlusses nur in qualifizierten Fällen einer gerichtlichen Kontrolle unterzogen werden kann. Allgemein gilt dieses Prinzip der Legitimation durch Verfahren bei Wahlen, die bei korrekt durchgeführtem Verfahren nie einer inhaltlichen Kontrolle unterzogen werden; vgl. VON DER CRONE (FN 16), 98 f.

<sup>41</sup> *„The marginal cost of additional units of the collective good must be shared in exactly the same proportion as the additional benefits. Only if this is done will each member find that his own marginal costs and benefits are equal at the same time that the total marginal cost equals the total or aggregate marginal benefit. If marginal costs are shared in any other way, the amount of collective good provided will be suboptimal (MANCUR OLSON, The Logic of Collective Action, Public Goods and the Theory of Groups“ [Cambridge, MA/London 1971], 30/31). Anschaulich zum Problem des sogenannten Trittbrettfahrers („Free-Rider Problem“) N. GREGORY MANKIW, Principles of Economics (Fort Worth u.a. 1998), 222.*

<sup>42</sup> Für Nichtigkeitsklagen gegen Beschlüsse des Verwaltungsrates (Art. 714 OR) wurde keine Art. 706a Abs. 3 OR entsprechende Bestimmung ins Gesetz aufgenommen. Diese dürfte hier aber analog anwendbar sein.

<sup>43</sup> Der Begriff Kosten ist als Oberbegriff zu verstehen, der sowohl die Gerichtskosten i.e.S. wie auch die Prozessentschädigung an die Gegenpartei beinhaltet (PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht [Bern 1996], § 25 N. 82; ERNST F. SCHMID, Zur prozessualen Umsetzung der Kostenpflicht der Gesellschaft im vom Aktionär eingeleiteten Verantwortlichkeitsprozess (Art. 756 Abs. 2 OR), in: Festschrift Forstmoser [Zürich 1993] S. 345); zu den Kosten- und Entschädigungsfolgen nach Art. 759 Abs. 2 OR siehe BGE 122 III 324 ff. und die Bemerkungen dazu von OSCAR VOGEL, SZW 70 (1998), 146 ff.

bräuchlicher Prozessführung zu animieren, hinaus und behindert nach wie vor die legitime Wahrnehmung von Aktionärsinteressen durch die Aktionäre selbst.<sup>44</sup>

Abhilfe ist nicht durch vermehrten Einsatz von öffentlich-rechtlichen Instrumenten, sondern durch Anpassung der zivilprozessualen Ausgangslage zu schaffen.<sup>45</sup> Zu denken ist an die Einführung eines summarischen Vorverfahrens, in dem das Gericht darüber entscheidet, ob das glaubhaft gemachte Klagefundament soweit begründet erscheint, dass der Kläger ein legitimes Interesse an der Abklärung geltend machen kann.<sup>46</sup> Bejaht das Gericht diese Frage, so sind die Kosten des Verfahrens einschliesslich einer Prozessentschädigung durch das Kollektiv, also durch die betreffende Aktiengesellschaft, zu tragen. Verneint es die Frage, so bleibt der Kläger auf sich selbst gestellt.<sup>47</sup> Abgesehen davon, dass ein solches Vorverfahren für gleich lange Spiesse zwischen Aktionär und Gesellschaft sorgen würde, versetzte es das Gericht in die Lage, rasch eine erste materielle Grobbeurteilung vorzunehmen, ohne dabei, wie im Verfahren betreffend die Registersperre, im Entscheid weitgehend durch die Nachteilsprognose bestimmt zu sein. Gerade für professionelle Akteure dürfte eine solche erste Grobbeurteilung beträchtliches Gewicht haben<sup>48</sup>, wenn sie rasch und kompetent erfolgt. Die Einführung eines solchen Verfahrens wäre Tatbeweis dafür, dass berechnete Aktionärsinteressen im schweizerischen Aktienrecht ernst genommen werden. Es würde damit den Wert des Produktes „Schweizerische Aktiengesellschaft“ auf dem Weltmarkt wie auch den Wert der gesamten schweizerischen Volkswirtschaft steigern, zum Nutzen sämtlicher Unternehmen, die in dieser Rechtsform inkorporiert sind.<sup>49</sup>

---

<sup>44</sup> Ebenso ANDREAS CASUTT, Rechtliche Aspekte der Verteilung der Prozesskosten im Anfechtungs- und Verantwortlichkeitsprozess, in: Festschrift Forstmoser (Zürich 1993), 94, wonach diese Ungewissheit trotz Kostenverteilung nach Ermessen *„immer noch abschreckend“* wirken könne, so dass die Kostenregelung ihre Zielsetzung *„teilweise verfehlt“* habe.

<sup>45</sup> Interessant ist in diesem Zusammenhang die Feststellung HERTIGS (FN 32), 29, zu den „öffentlich-rechtlichen“ Instrumenten in den USA: *„In fact, many indicators show that the corporate governance legal framework is impregnated by a very liberal (in the U.S. sense) market-failure philosophy. Although it is generally recognized that market economies have to face and minimize market failures, U.S. public interventionism goes far beyond what an outsider would naively expect.“*

<sup>46</sup> So auch ALAIN HIRSCH, La protection des actionnaires minoritaires „de lege ferenda“, SAG 50 (1978), 66.

<sup>47</sup> Die Gesellschaft müsste überdies für den Fall der Anfechtungsklage die Möglichkeit haben, die Klage anzuerkennen, wenn der Richter in der Grobbeurteilung zu einem für sie negativen Vorentscheid kommt.

<sup>48</sup> Als Beispiel sei die bekannte Auseinandersetzung um die Übernahme der Holvis AG angeführt. Neben dem Verfahren vor der Kommission für Regulierungsfragen (Entscheid abgedruckt in SZW 67 [1995], 186 ff.) wurde unter anderem beim zuständigen Gericht in Basel Stadt ein Begehren um Erlass einer vorsorglichen Massnahme gestellt, welches aber zurückgezogen wurde, nachdem der Einzelrichter im Rahmen der Instruktionsverhandlung mündlich dargelegt hatte, wie er in einem allfälligen schriftlich begründeten Entscheid urteilen würde.

<sup>49</sup> Zum credible commitment siehe statt vieler OLIVER E. WILLIAMSON, The Economic Institutions of Capitalism (New York/London 1987), 163 ff.

### C. Transparente Rechnungslegung

Das dritte Postulat betrifft die Rechnungslegung. Noch in der Aktienrechtsrevision hat sich im Parlament die Auffassung durchgesetzt, mit den Rechnungslegungsvorschriften sei einzig das Hochstapeln zu bekämpfen.<sup>50</sup> Das Tiefstapeln, das Herunterspielen des Geschäftserfolges, insbesondere durch willkürliche Bildung stiller Reserven, dagegen sei Ausdruck gut schweizerischer Vorsicht und deshalb von vornherein positiv zu werten.<sup>51</sup> Etwas überzeichnet: Es sei im besten Interesse der Aktionäre, wenn diese nicht zu genau sähen, wie sich die Geschäfte entwickelten.<sup>52</sup>

Die Praxis allerdings zeigte in zwei Beziehungen ein anderes Bild: Einerseits diene das Herunterspielen des Erfolges im einen oft dem Verdecken des Misserfolges im anderen Jahr. Statt korrigiert wurde vorerst vertuscht<sup>53</sup> – mit eine Ursache dafür, dass der Umbau der schweizerischen Wirtschaft, der in diesem Jahr erste Erfolge auch im Inland zeigt, erst verhältnismässig spät in Gang kam. Andererseits hatte die fehlende Transparenz nicht nur Auswirkungen auf den Kenntnisstand der Aktionäre, sondern auch auf diejenigen von Verwaltungsrat und Management. Die Geschäftsleitungen der Mehrzahl aller schweizerischen Aktiengesellschaften dürften mangels adäquater Rechnungslegung noch Ende der 80er Jahre keine genaue Vorstellung davon gehabt haben, mit welchem Teil ihres Produkte- oder Dienstleistungssortimentes sie wieviel Geld verdienten oder verloren. Sie standen damit schlechter da als der Handwerker, der sich in seinem überschaubaren Betrieb auf seine Erfahrung verlassen konnte.

In den 80er Jahren mögen auch technologische Hindernisse der Einführung einer aussagekräftigen Rechnungslegung entgegengestanden sein, setzt diese doch fast zwingend den Einsatz elektronischer Datenverarbeitung voraus. Heute bestehen diese Hindernisse nicht mehr. Was sich bei den Publikumsgesellschaften bewährt hat, muss deshalb auch für nicht kotierte Gesellschaften gelten. Es ist für Aktiengesellschaften

---

<sup>50</sup> Unter dem alten Aktienrecht waren lediglich die Gliederungsvorschriften von Art. 668 aOR zu beachten. Posten der Jahresrechnung konnten beliebig saldiert oder summiert und damit Abschlüsse vorgelegt werden, die wichtige Kennziffern wie Umsatz oder Abschreibungsaufwand nicht erkennen liessen. Einzige Sorge des Aktienrechts von 1936 war die Überbewertung. Die Bewertungsfreiheit hatte zur Regellosigkeit in der Rechnungslegung geführt und verhinderte eine ordnungsgemässe Buchführung, denn man ging davon aus, dass Art. 663 Abs. 2 aOR von jeglichen Grundsätzen entbinde, solange nur die Höchstwertvorschriften eingehalten würden (BOTSCHAFT, 64).

<sup>51</sup> BÖCKLI (FN 15), N. 1115, bringt die damalige Stimmung auf den Punkt: „*Wer zum Thema der stillen Reserven sich bis in die siebziger oder achtziger Jahre Kritik gestattete, lief Gefahr, als Verräter am Schweizer Unternehmertum geteert und gefedert zu werden.*“

<sup>52</sup> Auch die FER gingen erst 1994 zu einer der „True and Fair View“ verpflichteten Rechnungslegung über (siehe FN 17).

<sup>53</sup> Vereinzelt war die Vertuschungsgefahr bereits in den parlamentarischen Debatten ein Thema, vgl. dazu etwa das Votum des damaligen Nationalrats KASPAR VILLIGER, wonach chronische Ertragsschwächen durch ständige Auflösung stiller Reserven während längerer Zeit vertuscht werden können (Amtl. Bull. NR [1985], 1662).

jeder Grösse eine Rechnungslegung vorzuschreiben, welche ein transparentes und den tatsächlichen Vermögensverhältnissen entsprechendes Bild vermittelt. Ausnahmen vom Prinzip der „true and fair view“ für kleine Aktiengesellschaft sind nicht am Platz. Eine aussagekräftige Rechnungslegung ist kein Luxus, sondern eine unentbehrliche Grundlage für die effiziente Führung und damit den wirtschaftlichen Erfolg auch eines kleineren Unternehmens.<sup>54</sup>

Bemühungen um eine Revision der Rechnungslegungsbestimmungen des Obligationenrechts sind bereits eingeleitet.<sup>55</sup> Es ist zu hoffen, dass sie sich nicht mit einer Anpassung an den EU-Minimalstandard begnügen werden. Strengere Anforderungen bringen in diesem Bereich Wettbewerbsvor- und nicht -nachteile. Es wäre zu bedauern, wenn die Bemühungen um die Revision dieses Bereichs einmal mehr durch Argumente aus dem Gleis gebracht werden, die sich nur wenige Jahre später kaum mehr nachvollziehen lassen, wie dies anlässlich der Revision des Aktienrechts von 1991 der Fall war.

## **D. Flexible Kapitalstruktur**

Das vierte Postulat betrifft die Kapitalstruktur. Die Verfahren des heutigen schweizerischen Aktienrechts zur Kapitalbeschaffung und -reduktion sind verhältnismässig schwerfällig und kompliziert. Flexibilität besteht nur gerade insofern, als die Gesellschaft unter Berücksichtigung einer Grenze von zehn Prozent eigene Aktien kaufen und verkaufen kann.<sup>56</sup> Zudem kann dem Verwaltungsrat im Rahmen der genehmigten Kapitalerhöhung zumindest für eine Dauer von zwei Jahren die Kompetenz zur Kapitalerhöhung eingeräumt werden.<sup>57</sup> Demgegenüber fehlt das Gegenstück, also ein Instrument, das den Verwaltungsrat zur Herabsetzung des Aktienkapitals ermächtigt.<sup>58</sup>

Das US-amerikanische Modell zeigt, dass der ganze Bereich der Kapitalstruktur wesentlich flexibler geregelt werden kann, ohne dass dadurch Aktionärs- oder Gläubi-

---

<sup>54</sup> Der Beitrag einer aussagekräftigen Rechnungslegung zur Ermittlung der Erfolgs- und Wachstumchancen ist bei einer kleinen Gesellschaft genauso gross wie bei einer grossen, der damit verbundene Aufwand allerdings ist proportional zur Grösse der Gesellschaft.

<sup>55</sup> Nach Vorarbeiten der „Groupe de réflexion“ Gesellschaftsrecht hat der Bundesrat Ende 1995 unter anderem eine Kommission zur Erarbeitung neuer gesetzlicher Bestimmungen zur Rechnungslegung eingesetzt mit dem Ziel, die Rechnungslegungsvorschriften für die verschiedenen Gesellschaftsformen zu harmonisieren sowie den EU-Richtlinien und anderen internationalen Standards wie etwa der IAS anzupassen. Nach Auskunft des federführenden Bundesamtes für Justiz sollten dieses Jahr erste Ergebnisse veröffentlicht bzw. ein Gesetzesentwurf in die Vernehmlassung geschickt werden. Wie vorne gezeigt (vgl. FN 17), haben sich die Publikumsgesellschaften bereits weitgehend internationalen Standards angepasst.

<sup>56</sup> Art. 659 Abs. 1 OR.

<sup>57</sup> Art. 651 ff. OR.

<sup>58</sup> Vgl. Art. 732 ff. OR.

gerinteressen gefährdet würden.<sup>59</sup> Diese Flexibilität erlaubt es den leitenden Organen der Gesellschaft, mit ihrer Kapitalpolitik rasch auf die Bedürfnisse der Gesellschaft zu reagieren und zudem gegenüber den Aktionären eine Reputation dafür aufzubauen, erarbeitetes Geld nur dann in der Gesellschaft zu behalten, wenn es dort auch wirklich rentabel eingesetzt werden kann.

Der Bereich der Kapitalstruktur wäre damit geradezu prädestiniert für eine aktive, vorausdenkende statt bloss nachvollziehende Politik. So könnte der Generalversammlung die Möglichkeit eingeräumt werden, dem Verwaltungsrat eine Bandbreite vorzugeben, innerhalb derer er das Aktienkapital durch Ausgabe neuer Aktien, Rückkäufe mit und ohne Kapitalherabsetzung sowie Neuplazierung zuvor zurückgekaufter Titel frei gestalten kann. Den Aktionärsinteressen wäre durch zwingende Einräumung eines Bezugs- bzw. eines Verkaufsrechts Rechnung zu tragen, an dessen Stelle bei Publikumsgesellschaften die Plazierung bzw. der Rückkauf über den Markt treten könnte. Voraussetzung wäre weiter genügende Transparenz über die Lage des Unternehmens. Die neue Freiheit müsste dementsprechend von der Veröffentlichung von Quartalsabschlüssen oder zumindest Quartalskennzahlen abhängig gemacht werden. Transparenz müsste zudem über das jeweils aktuelle Aktienkapital geschaffen werden – es wäre mit anderen Worten eine Pflicht einzuführen, auf einer Website laufend über das tatsächlich begebene Aktienkapital, das sogenannte *outstanding capital*, zu informieren.

## **E. Effiziente Rechtsanwendung**

Das fünfte Postulat betrifft die Rechtsanwendung. Das Recht ist durch seinen eigenen Erfolg gefährdet. Die fortschreitende Verrechtlichung unserer Gesellschaft schafft Ansprüche, die nicht immer eingelöst werden können. Wir werden deshalb in Zukunft auch im Wirtschaftsrecht entschiedener um die Akzeptanz des Rechts zu kämpfen haben.

Schlüssel wird dabei die Fähigkeit des Systems Recht sein, Konflikte vorhersehbar, rasch und überzeugend zu lösen. Die *cause célèbre* des Aktienrechts der 90iger Jahre, die Auseinandersetzung zwischen der BK Vision und der früheren SBG, lässt Zweifel daran aufkommen, ob wir dieser Anforderung zur Zeit gerecht werden. Nicht nur genügten in diesem Fall drei Jahre nicht, um zu einer rechtskräftigen Entscheidung zu kommen.<sup>60</sup> Es zeigten sich darüber hinaus auch gravierende Probleme bei der Ab-

---

<sup>59</sup> Vgl. zur Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung § 161 und § 244 des Delaware General Corporation Law, auszugsweise wiedergegeben in: MERKT (FN 39), 686 ff.

<sup>60</sup> Der Generalversammlungsbeschluss der Schweizerischen Bankgesellschaft (SBG) vom 22. November 1994 wurde von der BK Vision AG am 9. Januar 1995 beim Handelsgericht angefochten und war Ende 1997 immer

stimmung der verschiedenen aktienrechtlichen Rechtsbehelfe. So ist im Kanton Zürich<sup>61</sup> das Handelsgericht für die erstinstanzliche Beurteilung von Anfechtungsklagen zuständig<sup>62</sup>, während Begehren um Sonderprüfung erstinstanzlich durch den Einzelrichter im summarischen Verfahren am Bezirksgericht, zweitinstanzlich durch das Obergericht zu entscheiden sind<sup>63</sup>. Dies kann, wie im Fall BK Vision – SBG, dazu führen, dass die in der Sache entscheidende Instanz, hier also das Handelsgericht, den Anfechtungskläger darauf hinweist, dass einzelne Fragen mit dem Mittel der Sonderprüfung hätten abgeklärt werden können und müssen, während das Obergericht praktisch gleichzeitig eine Sonderprüfung derselben Fragen mit der Begründung ablehnt, es handle sich dabei um Rechtsfragen, die als solche einer Sonderprüfung nicht zugänglich seien.<sup>64/65</sup>

Für sich allein wäre dieses Ergebnis noch kein Anlass zur Sorge. Ein amerikanischer Anwalt oder Dozent würde es lakonisch mit dem Diktum: „hard cases make bad law“ kommentieren – und dass dies ein schwieriger Fall war, wird niemand in Abrede stellen wollen.<sup>66</sup> Allein, es droht weiteres Ungemach. Mit dem vollständigen Inkrafttreten des Börsengesetzes am 1. Januar 1998 ist das Aktienrecht für die Publikumsgesellschaften um eine ganze Reihe praktisch wichtiger Normen wie die Pflicht zur Meldung des Erwerbs oder der Veräusserung bedeutender Beteiligungen an kotierten Gesellschaften<sup>67</sup>, oder die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots an die Minderheitsaktionäre beim Erwerb der Kontrolle über eine kotierte Gesellschaft<sup>68</sup> erweitert worden. Die

---

noch (vor Bundesgericht) rechtshängig, wurde aber im Zusammenhang mit der Fusion zwischen der SBG und dem schweizerischen Bankverein zur UBS zurückgezogen.

<sup>61</sup> Die im folgenden erwähnten prozessualen Postulate beziehen sich auf den Kanton Zürich.

<sup>62</sup> Nach ZR 88 Nr. 106 sind Fragen der Organisation einer AG und das aktienrechtliche Verhältnis des Aktionärs zur Gesellschaft als „Handelsverhältnisse“ i.S.v. § 62 GVG zu betrachten. Der in der Regel nicht im Handelsregister eingetragene Aktionär kann somit nach § 63 Ziff. 1 GVG wählen, ob er am Handelsgericht oder aber am Bezirksgericht klagen will.

<sup>63</sup> § 219 lit. c Ziff. 13 ZPO und § 272 Abs. 1 ZPO i.V.m. §43 Abs. 1 GVG.

<sup>64</sup> Vgl. Beschluss des Obergerichtes des Kantons Zürich i. S. BK Vision AG vs. SBG betreffend Einsetzung eines Sonderprüfers vom 16. Juli 1996 (Prozess-Nr. NL960005/II. ZK), S. 25, und das Urteil des Handelsgerichtes des Kantons Zürich i. S. BK Vision AG vs. SBG betreffend Anfechtung GV vom 2. September 1996, S. 80; zum Entscheid des Obergerichtes vgl. JEAN NICOLAS DRUEY, SZW 69 (1997), S. 34 ff.; zur Sonderprüfung neuerdings ROLF H. WEBER, Sonderprüfung – Hürdenlauf ohne Ende für den Aktionär?, in: Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, Festschrift für ROLF BÄR, Bern 1998, S. 401 ff.

<sup>65</sup> So kann heute als weitgehend geklärt angesehen werden, dass die nachträgliche Einführung von Einheitsaktien zulässig ist, wenn sie sachlichen Zielen dient und die Entscheidungsfindung in der Generalversammlung unverfälscht verlaufen ist. Ob diese Voraussetzungen allerdings in casu erfüllt waren und insbesondere wo die Grenze zwischen verfälschter und unverfälschter Entscheidungsfindung in der Generalversammlung verläuft, ist demgegenüber nach wie vor kontrovers.

<sup>66</sup> Schwierig war der Fall letztlich, weil die Anwendung einer Entscheidungsregel auf ihre eigene Abänderung zur Diskussion stand.

<sup>67</sup> Art. 20 BEHG, Art. 9 ff. Börsenverordnung der Eidgenössischen Bankenkommission (BEHV-EBK).

<sup>68</sup> Art. 32 BEHG, Art. 24 ff. BEHV-EBK.



Um- und Durchsetzung dieser Normen liegt teilweise in der Hand der Eidgenössischen Bankenkommission und der ihr unterstellten Übernahmekommission, teilweise ist sie den Aktionären überlassen.

Was die Übernahmekommission betrifft, so hat diese blosser Empfehlungs- nicht aber Verfügungskompetenz.<sup>69</sup> Ihre Entscheide haben nur insofern „Rechtswirkungen“, als sie von den Rechtsunterworfenen akzeptiert werden und selbst dann nicht aufgrund direkter gesetzlicher Anordnung, sondern rein durch die Faktizität des Befolgens der Empfehlung.<sup>70</sup> Die eigentliche Verfügungskompetenz liegt demgegenüber bei der der Übernahmekommission vorgesetzten Eidgenössischen Bankenkommission (EBK). Konsequenz ist, dass die Übernahmekommission für kontroverse Fälle blosser Durchgangsstation auf dem Weg zur verfügungsberechtigten EBK sein wird. Theoretisch wäre es denkbar, dass sich die EBK bei der Beurteilung der Entscheide der Übernahmekommission besondere Zurückhaltung auferlegen und so die Stellung der Übernahmekommission stärken würde.<sup>71</sup> Die – noch junge – Praxis zeigt allerdings, dass die EBK diesen Weg nicht gehen will und wohl auch gar nicht gehen kann.<sup>72</sup> Letzten Endes trägt die EBK aufgrund ihrer formellen Verfügungskompetenz auch die formelle verwaltungsrechtliche Entscheidungsverantwortung. Ziel wäre eine schlanke und effiziente Entscheidungsstruktur, statt dessen wird der Instanzenzug ohne ersichtlichen Gewinn künstlich verlängert.

Hinzu kommt das schwierige Nebeneinander von zivil- und verwaltungsrechtlichen Normen und Rechtswegen. Am Beispiel der Angebotspflicht<sup>73</sup>: Grundlage der Angebotspflicht ist die aktienrechtliche Mitgliedschaft. Im Hinblick auf die einheitliche Durchsetzung wird die entsprechende privatrechtliche Norm durch öffentliches Recht ergänzt. Den Aufsichtsbehörden kommen drei Aufgaben zu: Sie haben erstens über die

---

<sup>69</sup> Art. 23 Abs. 3 BEHG, Art. 35 f. BEHV-EBK.

<sup>70</sup> Vgl. ULRICH HÄFELIN / GEORG MÜLLER, Verwaltungsrecht, 3. A., Zürich 1998, N. 701 ff. (i.E.); siehe auch Art. 23 Abs. 4 BEHG zur Rechtsfolge bei „Nichtbeachten“ der Empfehlung.

<sup>71</sup> Im Sinn der sogenannten Ohne-Not-Praxis des Bundesrates in der verwaltungsinternen Rechtspflege; vgl. HÄFELIN / MÜLLER (FN 70), N. 386 und Verwaltungspraxis des Bundes (VPB) 46 (1982) Nr. 5, 32 ff., insbesondere 35 f.

<sup>72</sup> Dies wurde im Zusammenhang mit dem öffentlichen Rückkaufangebot der BK Vision ersichtlich. Die Übernahmekommission empfahl der BK Vision, den Rückkauf eigener Aktien aufgrund der börsengesetzlichen Übernahmeregelungen nicht zu tätigen (NZZ Nr. 41 vom 19. Februar 1998, 33; vgl. auch NZZ Nr. 43 vom 21./22. Februar 1998, 33). Da die BK Vision diese Empfehlung nicht befolgte bzw. befolgen wollte, überwies die Übernahmekommission das Verfahren an die EBK, welche den geplanten Rückkauf im konkreten Fall indes als zulässig erachtete (NZZ Nr. 53 vom 5. März 1998, 4). Vgl. dazu URS GASSER, Der Erwerb eigener Aktien – (k)eine Anwendung des Börsengesellschaftsrechts?, Ein Problemaufriss aus Anlass des EBK-Entscheids vom 4. März 1998, AJP 1998, 663 ff. In der Empfehlung vom 6. Mai 1998 i.S. EMS-Chemie Holding AG betreffend öffentliches Rückkaufangebot von Inhaberaktien passte die Übernahmekommission in der Folge ihre Praxis dem erwähnten Entscheid der EBK an.

<sup>73</sup> Art. 32 BEHG. Zur Angebotspflicht vgl. VON DER CRONE (FN 27).

Gewährung allfälliger Ausnahmegewilligungen zu entscheiden, zweitens in Prozessstandschaft für die Aktionäre beim Zivilrichter Klage auf Suspendierung der Stimmrechte des die Angebotspflicht verletzenden Anbieters einzureichen und drittens mit den Instrumenten des Verwaltungszwangs auf die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen hinzuwirken. Privates und öffentliches Recht sind also eng miteinander verflochten, ohne dass sich diese Verflechtung in einer entsprechenden Gestaltung der Rechtsbehelfe widerspiegeln würde. So kann die Aufsichtsbehörde zwar unmittelbar durch Verfügung die Erfüllung der Angebotspflicht, verbunden mit der Strafandrohung bei Unterlassung (Art. 292 StGB), anordnen. Für die wesentlich wirkungsvollere und einfachere Sanktion der Stimmrechtssuspendierung dagegen muss sie beim zuständigen kantonalen Richter Klage einreichen.

Akzeptanz setzt schnelle Rechtsfindung voraus, wobei schnell in einem Markt, der raschem Wandel unterworfen ist, innert Wochen heisst. Mit Blick auf die Akzeptanz des Verfahrens kamen verschiedene Untersuchungen zum Schluss, dass das kontradiktorische Zweiparteienverfahren (adversary model) dem autoritativ anordnenden Verfahren (inquisitorial model) überlegen sei.<sup>74</sup> Mit diesen Vorgaben ist das Zusammenspiel von materiellen und prozeduralen Elementen in drei Punkten neu zu gestalten, von denen der erste alle Aktiengesellschaften, der zweite und dritte nur die Publikumsgesellschaften betrifft.

Erstens sind die zivilgerichtlichen Verfahren in einer Instanz zusammenzufassen. Wie im Immaterialgüterrecht<sup>75</sup> muss das gleiche Gericht örtlich und sachlich für die Beurteilung sämtlicher aktienrechtlicher Ansprüche zuständig sein. Die Rechtsprechung über vorprozessuale vorsorgliche Massnahmen, wie die Sperre des Handelsregisters, über Aktionärsschutzansprüche und das Recht auf Auskunft oder auf Sonderprüfung sowie ordentliche Prozesse über die Anfechtung von Beschlüssen der Generalversammlung und über die Verantwortlichkeit der Organe der Gesellschaft müssen in ei-

---

<sup>74</sup> KLAUS F. RÖHL, Procedural Justice: Zur Sozialpsychologie des Verfahrens, in: HAGEN HOF/HANS KUMMER/PETER WEINGART/SABINE MAASEN (Hrsg.), Recht und Verhalten, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, Bd. 1 (Baden-Baden 1994), 57 ff., insbesondere 62 ff. Der Autor äussert sich allerdings angesichts der eher kleinen Zahl von Versuchspersonen und des Umstandes, dass auch in Ländern mit dem „inquisitorial model“ der amerikanische Parteiprozess sehr präsent sei, eher zurückhaltend zur Repräsentativität der Ergebnisse. Mit Verweis auf Untersuchungen von Leung und Lind hält er fest, dass die Präferenzen für die Wahl des Verfahrens kulturell geprägt sein können (67); zur Verfahrensgerechtigkeit und Procedural Justice siehe auch KLAUS F. RÖHL/STEFAN MACHURA (Hrsg.), Procedural Justice (Ashgate Dartmouth 1997); GÜNTER BIERBRAUER/WALTHER GOTTWALD/BEATRIX BIRNBEIER-STAHLEBERGER (Hrsg.), Verfahrensgerechtigkeit (Köln 1995); NIKLAS LUHMANN, Legitimation durch Verfahren, 3.A. (Frankfurt a.M. 1993).

<sup>75</sup> Vgl. Art. 64 Abs. 3 URG, Art. 55 Abs. 3 MschG, Art. 76 PatG, Art. 33 MMG, Art. 42 SSG, Art. 10 Abs. 1 KG, Art. 23 KHG.

ner Hand zusammengefasst werden.<sup>76</sup> Damit wird die Konsistenz und Effizienz der Rechtsprechung sichergestellt. Parallel ablaufende Verfahren, wie ein Begehren auf Sonderprüfung und ein Anfechtungsprozess, würden nach einheitlichen Kriterien entschieden. Doppelspurigkeiten wie die Prüfung von Begehren auf vorsorgliche Sperre des Handelsregisters zuerst durch den Einzelrichter am Bezirksgericht<sup>77</sup> und anschliessend durch das in der Hauptsache erstinstanzlich zuständige Handelsgericht<sup>78</sup> wären eliminiert.

Zweitens sind im Bereich der Publikumsgesellschaften die Aufsichtsbehörden zusammenzulegen. Überflüssige Funktionsstufen sind in der Rechtsanwendung genauso ineffizient wie in der Wirtschaft. Dementsprechend sind die Übernahmekommission und die Übernahmekammer der EBK zu einem einheitlichen Aufsichtsorgan für kotierte Gesellschaften zu verschmelzen, wie das ja ursprünglich im Entwurf zum Börsengesetz auch vorgesehen war.<sup>79</sup> Gleichzeitig ist der Tätigkeitsbereich dieser Aufsichtsbehörde zu fokussieren. Akzeptanz schafft die Aufsichtsbehörde, wenn sie überzeugt. Die besten Chancen zu überzeugen aber hat, wer im Bereich seiner Kernkompetenzen tätig ist, hier also öffentliche Interessen im engeren Sinn wahrnimmt. Der Fokus muss bei der Sicherstellung der Marktinformation liegen. Angemessene Information des Marktes erlaubt es den Aktionären erst, ihre Interessen selbst wahrzunehmen. Dazu gehören die Durchsetzung der Meldepflicht, der Pflicht zur Information des Marktes über kursrelevante Ereignisse und der Pflicht zur genügenden Information des Marktes bei einem öffentlichen Übernahmeangebot.<sup>80</sup> Die Durchsetzung der Aktionärsrechte selbst ist den Aktionären zu überlassen. Dies gilt beispielsweise für die Frage, welche Abwehrmassnahmen gegenüber einem feindlichen Übernahmeangebot innerhalb des gesetzlichen Rahmens zulässig sein sollen, oder für die Frage, ob eine Angebotspflicht

---

<sup>76</sup> Damit müsste im Kanton Zürich die Zuständigkeitsvorschrift in § 61 Abs. 1 GVG (Gerichtsverfassungsgesetz) dahingehend angepasst werden, dass das Handelsgericht für aktienrechtliche Streitigkeiten (inklusive Börsenrecht) ohne Rücksicht auf den Streitwert und die Eintragung der Parteien im Handelsregister zuständig wäre.

<sup>77</sup> Gemäss Art. 32 Abs. 2 HRegV i.V.m. § 222 Ziff. 3 ZPO (Zürich); vgl. RICHARD FRANK/HANS STRÄULI/GEORG MESSMER, ZPO, Kommentar zur zürcherischen Zivilprozessordnung, 3.A. (Zürich 1997), N. 32 zu § 222 und N. 8 zu § 223.

<sup>78</sup> Gestützt auf § 110 ZPO.

<sup>79</sup> Im Entwurf des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel war als Aufsichtsbehörde denn auch eine einzige Banken- und Börsenkommission – aufgeteilt in eine Banken- und eine Börsenkammer - vorgesehen, die die zum Vollzug des Gesetzes und seiner Ausführungsbestimmungen notwendigen Verfügungen treffen und die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften überwachen sollte (Art. 33 des Entwurfs, Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, 51 f.).

<sup>80</sup> Zu den wesentlichen Elementen der Übernahmeregelung (Offenlegungs- und Angebotspflicht des Bieters, Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft sowie Preisregelung) siehe STEPHAN N. FREI, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, 2.A. (Bern u.a. 1998), 137 ff.; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG) (Diss. Basel 1998 = ASR Heft 614), 143 ff.

besteht oder nicht.<sup>81</sup> Das Eigeninteresse vor allem der institutionellen Anleger bietet hier genügende Gewähr für eine wirksame Rechtsverfolgung.<sup>82</sup> Hinzu kommt ein Gewinn an Akzeptanz: Bei Kontroversen um Aktionärsrechte stellen sich besonders häufig Wertungsfragen, zu deren Beantwortung das kontradiktorische Verfahren prädestiniert ist.<sup>83</sup> Mit der kontradiktorischen Behandlung solcher Fragen wird also Akzeptanz geschaffen.

Drittens sind zivil- und verwaltungsrechtliche Behelfe zu integrieren. Effiziente Rechtsanwendung ist langfristig nur dann gewährleistet, wenn alle Fäden in einer Instanz zusammenlaufen. Dementsprechend ist ein Bundesaktiengericht einzuführen, dem – für den Bereich der Publikumsgesellschaften – die erstinstanzliche Zuständigkeit in allen aktienrechtlichen Zivilfragen und die verwaltungsgerichtliche Zuständigkeit in Rekursen gegen die Entscheide der Aufsichtsbehörde übertragen wird. Trotz Vorbildern in Teilbereichen wie etwa der Rekurskommission in Wettbewerbsfragen stellte ein solches Bundesaktiengericht insbesondere mit Blick auf die erwähnte Zuständigkeit ein Novum dar. Die geänderten Umstände scheinen mir in diesem Bereich allerdings Grund genug, um alte Dogmen zu überprüfen. Der kantonale Systemwettbewerb ist – abgesehen von Steuerfragen<sup>84</sup> – im Bereich der Publikumsgesellschaften vollumfänglich durch den internationalen ersetzt worden. Eine aktive Politik im Hinblick auf diesen Wettbewerb erfordert die Konzentration der Ressourcen mit dem Ziel, an einem Ort die Voraussetzungen für kompetente, rasche, einheitliche, zivil- und verwaltungsrechtliche Aspekte miteinander verbindende Entscheidungen zu schaffen.

---

<sup>81</sup> Allerdings müsste ein Klagerecht auf Unterbreitung eines Angebots an alle Aktionäre verbunden mit der bereits geschilderten Kostentragungsregel eingeführt werden; vgl. dazu VON DER CRONE (FN 27), 46 f.

<sup>82</sup> Siehe vorne III. B.

<sup>83</sup> Siehe dazu vorne FN 74.

<sup>84</sup> Nach Ablauf der den Kantonen im Steuerharmonisierungsgesetz (Bundesgesetz vom 14. Dezember 1990 über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden) gesetzten Anpassungsfrist wird sich der Standortwettbewerb in Steuerfragen zur Hauptsache auf die Steuersätze beschränken.