

# Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften\*

<b>I</b>	<b>ENTWICKLUNG DES LEITBILDES DER AKTIENGESELLSCHAFT .....</b>	<b>3</b>
A.	HISTORISCHES KONZEPT .....	3
B.	RECHTSTATSÄCHLICHE ENTWICKLUNG.....	5
<b>II</b>	<b>AKTIENGESELLSCHAFT UND KAPITALMARKT .....</b>	<b>7</b>
A.	REVISION DES AKTIENRECHTS VON 1991 .....	8
B.	BÖRSENGESETZ.....	9
1.	ZULASSUNG ZUM BÖRSLICHEN HANDEL .....	9
2.	OFFENLEGUNG VON BETEILIGUNGEN.....	10
3.	ÖFFENTLICHE KAUFANGEBOTE.....	11
A)	ÖFFENTLICHE KAUFANGEBOTE IM ENGEREN SINN.....	11
B)	KONTROLLTRANSAKTIONEN.....	12
C)	KRAFTLOSERKLÄRUNG .....	13
C.	WERTUNG UND KONSEQUENZ.....	13
<b>III</b>	<b>AKTIENGESELLSCHAFT ALS VERFAHREN .....</b>	<b>14</b>
A.	GENERALVERSAMMLUNG.....	15
1.	ENTSCHEIDUNGSRAHMEN.....	15
2.	PROZEDURALE LEGITIMATION DES ENTSCHEIDES .....	19
A)	RICHTIGKEITSVERMUTUNG .....	19
B)	GRENZEN.....	21
C)	WIEDERHERSTELLUNG DER VERMUTUNG .....	21
3.	MATERIELLE LEGITIMATION DES ENTSCHEIDES.....	23
A)	SACHLICHKEIT.....	23
B)	PROPORTIONALITÄT.....	24
B.	VERWALTUNGSRAT .....	24
1.	ENTSCHEIDUNGSRAHMEN.....	25
2.	PROZEDURALE LEGITIMATION DES ENTSCHEIDES .....	25
A)	RICHTIGKEITSVERMUTUNG .....	25
B)	GRENZEN.....	26
C)	WIEDERHERSTELLUNG DER VERMUTUNG .....	26
3.	MATERIELLE LEGITIMATION DES ENTSCHEIDES.....	27
<b>IV</b>	<b>ERGEBNIS .....</b>	<b>27</b>

Öffentlichkeit und Verantwortlichkeit, in diesen zwei Prinzipien sah Walther Munzinger im Jahr 1864 die Garanten für das Funktionieren des Institutes Aktiengesellschaft.<sup>1</sup> Ein solches liberales Konzept der Aktiengesellschaft hätte die Verfügbarkeit eines leistungsfähigen Kapitalmarktes und dessen Einbezug ins Aktienrecht vorausgesetzt. Diese Voraussetzung allerdings war während mehr als eines Jahrhunderts nicht oder jedenfalls nur beschränkt erfüllt. Einerseits prägten bis vor kurzem Absprachen und nicht Wettbewerb und Transparenz den schweizerischen Kapitalmarkt. Andererseits stand die Fiktion des einheitlichen Aktienrechts<sup>2</sup> einem konsequenten Einbezug des Kapitalmarktes als Funktionsträger der Aktiengesellschaft entgegen. Als Konsequenz hat sich die rechtstatsächliche Aktiengesellschaft deutlich von der ursprünglichen rechtspolitischen Vision entfernt.<sup>3</sup>

In der einen wie der anderen Hinsicht stehen wir heute an einem Wendepunkt: Einerseits kann der schweizerische Kapitalmarkt nach zahlreichen kleineren Verbesserungsschritten und dem zweiteiligen Quantensprung der Einführung der Elektronischen Börse

---

\* Erweiterte Fassung eines Referates vor dem Bernischen Juristenverein. Meinem Assistenten Herrn lic. iur. Peter Hsu danke ich für die wertvolle Mithilfe bei der Zusammenstellung und Aufarbeitung des Materials.

<sup>1</sup> *Walther Munzinger*, Motive zu dem Entwurfe eines schweizerischen Handelsrechtes (Bern 1865) 120 f. Der Schritt vom Konzessions- zum Normativsystem bedurfte einiges an Überzeugungsarbeit, vgl. *Munzinger* 109 ff., insbes. 119 f. Die Befürchtung, das Wegfallen des staatlichen Genehmigungserfordernisses führe zu krassen Missbräuchen, konnte aber mit dem überzeugenden, alternativen Konzept, dem diese beiden Grundsätze zugrunde lagen, überwunden werden, vgl. Botschaft zum Schweizerischen Obligationen- und Handelsrecht vom 27. Nov. 1879, BBl 1880 I 222; *Christoph von Greyerz*, Die Aktiengesellschaft, Schweizerisches Privatrecht, Bd. VIII/2 (Basel/Frankfurt 1982) 23; vgl. auch *Walter Benz*, Das Konzessions- und Normativsystem bei der Aktiengesellschaft in der Schweiz (Diss. Bern 1929) 13 ff.

<sup>2</sup> Vgl. dazu unter vielen: Vgl. *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz*, Einführung in das schweizerische Aktienrecht, 3. Aufl. (Bern 1980) 42 ff.; *Michel Dupuis*, Le statut juridique des petites et grandes sociétés anonymes (Diss. Lausanne 1982) 15 ff.; zum grundsätzlichen Festhalten an der Einheit des Aktienrechts durch den Gesetzgeber der Revision von 1991: vgl. *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht (Bern 1996) § 2 N 61; *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl. (Zürich 1996) Rz. 11 ff.; kritisch dazu: *Carl Baudenbacher*, Basler Kommentar zu Art. 620-625 OR (Basel/Frankfurt a. M. 1994) N 13 und N 15 zu Vorbem. zu Art. 620; vgl. auch *Rolf Watter*, Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 2 (1993) 117 ff., insbes. 125, der darauf hinweist, dass für einen wirksamen Minderheitenschutz in der Publikumsgesellschaft ein voll funktionierender Kapitalmarkt vollauf genügen würde, während es in Kleingesellschaften fein ausgebauter Schutzmechanismen bedürfe.

<sup>3</sup> Welches Leitbild der AG dem Gesetzgeber im einzelnen vorschwebte, ist umstritten. Die Frage nach dem ursprünglichen gesetzlichen Typ der AG stellte sich vor allem im Rahmen der in den fünfziger Jahren entbrannten Typendiskussion, welche durch ein von *Peter Jäggi* vor dem Zürcherischen Juristenverein gehaltenes Referat über „Ungelöste Fragen des Aktienrechtes“ (abgedruckt in SAG 31 (1958) 57 ff.) ausgelöst worden war, vgl. dazu insbesondere: *Arthur Meier-Hayoz*, Zur Typologie im Aktienrecht, in: Max Boemle/Willi Geiger/Mario M. Geiger/Walter R. Schlupe (Hrsg.), Lebendiges Aktienrecht, FS zum 70. Geburtstag von F. W. Bürgi (Zürich 1971) 243; vgl. auch *Arthur Meier-Hayoz/Walter R. Schlupe/Walter Ott*, Zur Typologie im schweizerischen Gesellschaftsrecht, ZSR 90 (1971) 293 ff. Zum gesetzgeberischen Leitbild: *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 2 N 58; gemäss *von Greyerz* (zit. Anm. 1) 37 liegt dem Gesetz unbestrittenermassen die Konzeption einer Grossgesellschaft mit gestreutem Aktionariat und flotierender Mehrheit zugrunde; relativierend *Böckli* (zit. Anm. 2) Rz. 17a: Das gesetzgeberische Leitbild der kapitalbezogenen Publikumsgesellschaft habe wohl im 19. Jh. bestanden, in den Revisionen von 1936 und 1991 seien jedoch in mancher Hinsicht Elemente der geschlossenen Gesellschaft berücksichtigt worden.

Schweiz (EBS)<sup>4</sup> und der Verabschiedung des neuen Kotierungsreglements<sup>5</sup> heute als leistungsfähig und transparent beurteilt werden. Andererseits wird die Fiktion des einheitlichen Aktienrechts mit dem Inkrafttreten des Börsengesetzes (BEHG)<sup>6</sup> im Sommer 1997<sup>7</sup> überwunden sein: Wir werden in Zukunft zwischen einem Recht der privaten Aktiengesellschaft und einem Recht der Publikumsgesellschaft zu unterscheiden haben, oder besser, differenzieren können. Diese veränderte Ausgangslage öffnet für die Publikumsgesellschaft, pointiert gesagt, den Weg zurück zum ursprünglichen Konzept. Im ersten Jahr der mit dem Inkrafttreten des neuen Kartellgesetzes<sup>8</sup> eingeleiteten nachkartellistischen Zeitrechnung erhalten wir im Aktienrecht die Chance, uns auf das, aus einer in mancher Hinsicht vorkartellistischen Zeit stammende, liberale Konzept der Aktiengesellschaft zurückzubedenken.<sup>9</sup>

## I. ENTWICKLUNG DES LEITBILDES DER AKTIENGESELLSCHAFT

### A. Historisches Konzept

Das Konzept der Aktiengesellschaft, das der Gesetzgebung von 1881 zugrunde lag, widerspiegelte neben den Erfahrungen mit älteren kantonalen und ausländischen Ordnungen<sup>10</sup>, vor allem auch das liberale Modell des gewaltenteiligen demokratischen Prozesses<sup>11</sup>. Die Aktiengesellschaft sollte wie das Gemeinwesen durch die Grundsätze der Öffentlichkeit, der Verantwortlichkeit und, darin eingeschlossen, der Gewaltenteilung bestimmt sein: Die Generalversammlung sollte den Rahmen für die gesellschaftlichen Ak-

---

<sup>4</sup> Der Handel an der EBS wurde am 2. August 1996 aufgenommen, vgl. Langersehnte Zündung der zweiten EBS-Stufe, NZZ vom 2.8.1996, Nr. 177, 29; Geglückter Stapellauf der elektronischen Börse, NZZ vom 3./4.1996, Nr. 178, 29; Die EBS – nicht mehr als ein Fundament, NZZ vom 3./4.8.1996, Nr. 178, 19.

<sup>5</sup> Das neue Kotierungsreglement der Schweizer Börse vom 24. Januar 1996 ist seit dem 1. Oktober 1996 in Kraft.

<sup>6</sup> Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995, vgl. Entwurf, BBl 1993 I 1446 ff.; der Gesetzestext erscheint in der AS voraussichtlich im Januar 1997.

<sup>7</sup> Der Bundesrat setzt das BEHG gestaffelt in Kraft. Ein erstes Paket von Vorschriften tritt mit zwei dazugehörigen Verordnungen auf den 1. Februar 1997 in Kraft. Die Inkraftsetzung der restlichen Vorschriften, die vor allem die öffentlichen Kaufangebote und die Offenlegung betreffen, dürfte frühestens im Sommer 1997 möglich sein; Pressemitteilung des Eidg. Finanzdepartements; NZZ vom 3.12.1996, Nr. 282, 18.

<sup>8</sup> Das Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen vom 6. Oktober 1995 (KG) ist seit dem 1. Juli 1996 in Kraft (SR 251).

<sup>9</sup> Vgl. dazu auch *Friedrich Kübler*, Gesellschaftsrecht versus Kapitalmarktrecht - zwei Ansätze?, SZW 68 (1995) 226: Vor allem auch mit Blick auf die Entwicklungstendenzen in den USA erlaube der Ausbau des zwingenden Kapitalmarktrechts eine Rückkehr des Gesellschaftsrechts zu seinen marktwirtschaftlich-liberalen Ursprüngen.

<sup>10</sup> Vgl. *von Greyerz* (zit. Anm. 1); 23; *Munzinger* (zit. Anm. 1) 109 ff.; *Botschaft 1879* (zit. Anm. 1) 165 f. und 169.

<sup>11</sup> Vgl. *Werner von Steiger*, Betrachtungen über die rechtlichen Grundlagen der Aktiengesellschaft, ZBJV 91 bis (1955) 335; *Jäggi* (zit. Anm. 3) 76 erachtet die Übernahme des demokratischen Prinzips auf die (Publikums-)AG jedoch als „konstitutionelle Schwäche des gesetzlichen Typs“ und „Verlegenheitslösung“, die sich seit Anbruch des 19. Jh. hat durchsetzen können.

tivitäten setzen und die anderen Funktionsträger wählen. Der Verwaltungsrat sollte innerhalb dieses Rahmens die Geschäfte der Gesellschaft in Verantwortlichkeit gegenüber den Aktionären führen und diesen regelmässig Rechenschaft über den Geschäftsgang ablegen. Die Kontrollstelle, die heutige Revisionsstelle, sollte im Auftrag der Aktionäre sicherstellen, dass sich der Verwaltungsrat bei der Führung der Geschäfte und der Ablage der Rechenschaft an die gesetzlichen und statutarischen Vorgaben hält. Gestärkt und geschützt werden sollte die Stellung des Aktionärs durch das ihm jederzeit zustehende Recht, seine Beteiligung an der Aktiengesellschaft zu veräussern.<sup>12</sup>

Mit den Leitsätzen Öffentlichkeit, Verantwortlichkeit und Gewaltenteilung verbunden war ein prozedurales Verständnis der Aktiengesellschaft als Gefäss. Nicht materielle Vorgaben für das Tun und Lassen der Gesellschaft und ihrer Organe standen im Vordergrund. Zentral war vielmehr, wie im politischen Modell, der Prozess. Nicht das Aktienrecht sollte entscheiden, was richtig oder falsch ist, sondern die Generalversammlung im Bereich der Grundsatzfragen und der Verwaltungsrat im Bereich der Geschäftsführung. Materielle Einschränkung bildete nur der Gesellschaftszweck, der den Rahmen der gesellschaftlichen Aktivität absteckte und dessen Umwandlung bis zur Revision von 1936 bezeichnenderweise nur mit Zustimmung aller Aktionäre möglich war.<sup>13</sup> Mit dem Gefäss Aktiengesellschaft sollten sich die Gründer mit ihrer unternehmerischen Idee in einem zwar noch wenig transparenten, aber durchaus kompetitiven Kapitalmarkt auf die Suche nach Kapitalgebern machen können.<sup>14</sup> Die mit der Aktienzeichnung geschaffene Beziehung zum einzelnen Aktionär hatte wiederum nur sehr beschränkt materiellen Gehalt. Treue- und Nebenpflichten waren von Anfang an ausgeschlossen<sup>15</sup>, der Beitrag des Aktionärs zum *animus societatis* hatte mehr programmatischen Charakter als praktische Bedeutung.<sup>16</sup> Die Beziehung des Aktionärs zur Gesellschaft konzentrierte sich auf die

---

<sup>12</sup> Das bei der Aktiengesellschaft bis zu einem gewissen Grad an die Stelle des Austrittsrechts bei Personengesellschaften tretende Recht, die Beteiligung zu veräussern, wurde in der Praxis allerdings oft durch restriktive Vinkulierungsbestimmungen relativiert.

<sup>13</sup> Das aOR 1881 differenzierte zwischen der Erweiterung bzw. der Verengung des Geschäftsbereichs und der Umwandlung des Gesellschaftszwecks. Eine Erweiterung oder Verengung des Geschäftsbereichs bedurfte, soweit die Statuten nichts anderes vorsahen, eines Generalversammlungsbeschlusses mit Zweidrittels-Präsenzquorum (Art. 627 Abs. 2 aOR1881). Die Umwandlung des Gesellschaftszwecks konnte demgegenüber nur mit Zustimmung aller Aktionäre erfolgen (Art. 627 Abs. 3 aOR1881). Die Abgrenzung zwischen den beiden Tatbeständen bereitete in der Praxis erhebliche Probleme, vgl. A. Schneider/H. Fick, Das Schweizerische Obligationenrecht, Bd. II, 2. Aufl. (Zürich 1896) N 2 zu Art. 627.

<sup>14</sup> Zur Funktion der AG als Kapitalsammelbecken: Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser, Grundriss des schweizerischen Gesellschaftsrechts, 7. Aufl. (Bern 1993) § 12 N 4 f.; Kübler (zit. Anm. 9) 224; derselbe, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. (Heidelberg 1994) 8; vgl. auch Daniel Daeniker, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen (Diss. Zürich 1992=SSHW Nr. 142) 80; Friedrich T. Gubler, Vertretung und Treuhand bei Anleihen nach schweizerischem Recht (Diss. Zürich 1938) 1 ff.

<sup>15</sup> Art. 633 aOR 1881, Art. 680 OR; vgl. auch Herbert Wohlmann, Die Treuepflicht des Aktionärs (Diss. Zürich 1968=ZBR Nr. 286) 100 f.

<sup>16</sup> Zum „*schwachen animus socii*“ in den Generalversammlungen grosser AG vgl. Hans Peter Weber-Dürler, Gesellschafterversammlung, Urabstimmung und Delegiertenversammlung (Diss. Zürich 1972) 54. Vgl. dazu weiter

Vermögensrechte und das Stimmrecht. Mit dem Stimmrecht sollte den Aktionären insbesondere ein Instrument in die Hand gegeben werden, um mit personellen Konsequenzen auf einen allenfalls nicht befriedigenden Verlauf der Geschäfte reagieren zu können: Nach dem Grundsatz der Gewaltenteilung sollte der Verwaltungsrat bei der Führung der Geschäfte weitreichende Handlungsfreiheit haben, zugleich aber durch Öffentlichkeit und Verantwortlichkeit dazu angehalten werden, sein Bestes zu geben, um die Gesellschaft für die Aktionäre zum Erfolg zu führen.

## B. Rechtstatsächliche Entwicklung

Die rechtstatsächliche Aktiengesellschaft entwickelte sich in mehrerer Hinsicht weg von diesem ursprünglichen Konzept. Ausschlaggebend waren vor allem zwei Faktoren:

- *Erstens* erwies sich der prozedurale, gewaltenteilige Ansatz in der Praxis als weit weniger wirksam als erhofft. Der einzelne Aktionäre hatte weder den Anreiz noch die Möglichkeit, um über das Stimmrecht in der Generalversammlung ein Gegengewicht zur Handlungsfreiheit des Verwaltungsrats zu setzen.<sup>17</sup> Auch „mit den Füßen“, das heisst durch Verkauf der Beteiligungen, konnte der Aktionär nur beschränkt stimmen: Wegen der mangelnden Leistungsfähigkeit und Transparenz des Aktienmarktes konnte er sich nicht darauf verlassen, seinen Titel jederzeit zu einem frei zustande gekommenen Marktpreis verkaufen zu können.<sup>18</sup> Gleichzeitig konnte der Aktienkurs potentiellen Investoren nicht als verlässlicher Indikator für Zustand und Aussichten der Gesellschaft dienen. Handlungsfreiheit ohne Verantwortlichkeit aber musste zu Missbräuchen führen. Solche Missbräuche untergruben das Vertrauen der Aktionäre und des Anlegerpublikums in die Verwaltung<sup>19</sup> und damit in das Institut „Aktiengesellschaft“. Dessen unbefriedigender Leistungsausweis war denn auch einer der Faktoren, die schon ausgangs des letzten Jahrhunderts, vor allem aber in den 20er- und 30er-Jahren dieses Jahrhunderts zur kritischen Beurteilung des wirksamen Wettbewerbs verbunden mit einer positiven Grundhaltung gegenüber Kartellen beitrugen.<sup>20</sup>

---

*Jäggi* (zit. Anm. 2) 76, der es als fraglich erachtet, ob es in Anbetracht des mangelnden „animus socii“ des Publikumsaktionärs überhaupt gerechtfertigt sei, diesem ein Stimmrecht einzuräumen und ihn damit in der obersten Willensbildung mitwirken zu lassen.

<sup>17</sup> Grund dafür ist vor allem der Mechanismus des kollektiven Handelns: Aufwendungen in die Überwachung des Geschäftsganges werfen trotz hohem Nutzen für das Kollektiv für den einzelnen Aktionär zu wenig ab, als dass sie sich für ihn lohnen würden, vgl. *Weber-Dürler* (zit. Anm. 16) 54 ff.

<sup>18</sup> Vgl. dazu im Allgemeinen: *Rolf Watter* (zit. Anm. 2) 119; *Albert O. Hirschman*, *Rival Views of Market Society*, (Cambridge/Massachusetts 1992) 78.

<sup>19</sup> Vgl. *Walther Hug*, *Zur Revision des schweizerischen Aktienrechts* (St. Gallen 1934) 33 und 89.

<sup>20</sup> Vgl. *Hans Pohl*, in: Hans Pohl (Hrsg.), *Kartelle und Kartellgesetzgebung in Praxis und Rechtsprechung vom 19. Jh. bis zur Gegenwart* (Stuttgart 1985) 12 mit Verweis auch auf das Werk von *Friedrich Kleinwächter*, *Die Kartelle, Ein Beitrag zur Organisation der Volkswirtschaft* (Innsbruck 1883); *Bernhard Grossfeld*, *Hauptpunkte der Kartellrechtsentwicklung vor dem Ersten Weltkrieg*, ZHR 141 (1977) 456.

- *Zweitens* war die Aktiengesellschaft in der Praxis normalerweise gerade keine *société anonyme*<sup>21</sup>, sondern eine verhältnismässig kleine Gesellschaft, in der das dem Konzept der Aktiengesellschaft an und für sich fremde personalistische Element eine bedeutende Rolle spielte.<sup>22</sup> In solchen kleinen, personenbezogenen Verhältnissen aber konnte von einem sich selbst überlassenen, gewaltenteiligen Zusammenspiel von Handlungsfreiheit und Verantwortlichkeit erst recht nicht allzu viel erwartet werden. Die problematische Rolle der Aktiengesellschaft als Rechtsform für ein aussergewöhnlich breites Spektrum von Bedürfnissen wurde im übrigen schon frühzeitig erkannt.<sup>23</sup> Versuche zu einer Kursänderung, wie insbesondere die Einführung der GmbH im Rahmen der Revision von 1936, erwiesen sich allerdings als wirkungslos.<sup>24</sup> Zu attraktiv war es gerade für kleine Gesellschaften, den Grösse und Kapitalkraft suggerierenden Titel der Aktiengesellschaft nutzen zu können.<sup>25</sup>

Konsequenz war eine Bewegung weg vom prozeduralen Ansatz: Die Aktiengesellschaft entwickelte sich zu einer in erheblichem Mass durch materielle, oft personalistisch anmutende Kriterien und Wertvorstellungen geprägten Gesellschaftsform.<sup>26</sup> Zur obersten

---

<sup>21</sup> Der Begriff der „société anonyme“ bezog sich ursprünglich allerdings nicht in erster Linie auf das anonyme Aktionariat, sondern auf die Tatsache, dass in der Firma früher kein Personennamen, weder jener eines Aktionärs noch jener eines anderen bestimmten lebenden Menschen enthalten sein durfte (Art. 612 aOR 1881). Bereits mit dem Titel sollte damit der Anschein einer persönlichen, solidarischen Haftung ausgeschlossen werden, *Schneider/Fick* (zit. Anm. 13) N 4 zu Art. 612. Vgl. heute aber Art. 950 Abs. 2 OR; vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 1 N 20.

<sup>22</sup> Unter vielen: vgl. *Hug* (zit. Anm. 19) 24 ff.; *Peider Mengiardi*, Strukturprobleme des Gesellschaftsrechts, ZSR 87 (1968) 17 ff.; *Meier-Hayoz/Forstmoser* (zit. Anm. 14) § 12 N 306 ff.

<sup>23</sup> *Eugen Hubers* Entwürfe von 1915 und 1919 unterschieden bereits zwischen kleinen und grossen Gesellschaften. Diese Trennung wurde dann aber in der Revision von 1936 nicht ins Gesetz aufgenommen, vgl. *Eugen Huber*, Bericht über die Revision der Titel 24 bis 33 OR (Beilage zum Entwurf vom Dezember 1919) 100; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 4 N 42. In der Debatte um die Typuslehre war dieses Problem naturgemäss ein zentraler Diskussionsgegenstand, vgl. dazu die Nachweise in Anm. 2; vgl. allgemein dazu: *Richard A. Epstein*, Contract and Trust in Corporate Law: The Case of Corporate Opportunity, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 21 (1996) Nr. 1, 16; *Adolf A. Berle/Gardiner C. Means*, The Modern Corporation and Private Property, W. W. Fisher III/M. J. Horwitz/T. A. Reed (Hrsg.), *American Legal Realism* (New York/Oxford 1993) 157 f.

<sup>24</sup> Zumindest bis zur Revision von 1936 musste die AG Ersatz für die fehlende GmbH bieten. Eine Regelung der GmbH im aOR 1881 hätte möglicherweise zu einer anderen Entwicklung der rechtstatsächlichen AG geführt, vgl. Botschaft vom 21. Februar 1928, BBl 1928 I 205 ff. und 271 f. Eugen Huber hatte zunächst gezögert, die GmbH endgültig in den Entwurf einzugliedern. Mit der Unterscheidung zwischen grossen und kleinen AG sollte bereits ausreichender Ersatz für die GmbH geschaffen werden, Bericht (zit. Anm. 23) 100; vgl. auch *Weber-Dürler* (zit. Anm. 16) 121 f.

<sup>25</sup> Auch die Anpassungsfähigkeit der Gesellschaftsform AG im Falle einer Expansion eines Unternehmens dürfte dabei eine Rolle gespielt haben.

<sup>26</sup> Beispiel: Die Auflösung einer AG aus „wichtigen Gründen“ hat das Bundesgericht unter dem aOR 1881 nicht zugelassen (BGE 45 II 89). Auch in der Botschaft 1928 (zit. Anm. 24) 258 wurde die Auflösung aus wichtigen Gründen noch ausdrücklich mit der Begründung abgelehnt, bei der AG als reiner Kapitalgesellschaft müsse das persönliche Moment zurücktreten. Vom Ständerat wurde diese Bestimmung aber in der Revision von 1936 mit Art. 736 Ziff. 4 OR ins Gesetz aufgenommen, *Emil Schucany*, Kommentar zum Schweiz. Aktienrecht (Zürich 1940) N 5 zu Art. 736; *F. Wolfhart Bürgi*, Zürcher Kommentar zu Art. 698-739 OR (Zürich 1969) N 38 zu Art. 736. In BGE 105 II 114 ff. i. S. Tögal AG hat schliesslich das Bundesgericht festgestellt, bei der Auflösung einer AG aus wichtigen Gründen (Art. 736 Ziff. 4 OR) fielen persönliche Beziehungen der Mitglieder bei Familien-AG nicht völlig ausser Betracht, vgl. dazu auch *Gottfried Weiss*, Zum Schweizerischen Aktienrecht (Bern 1968=ASR Nr. 385) Rz. 125 ff.

Maxime wurde das wenig scharfe und vor allem den Ist-Zustand rechtfertigende Kriterium des „Gesellschaftsinteresses“<sup>27</sup>, das sowohl als materielle Vorgabe für das Handeln der Gesellschaftsorgane herangezogen, als auch für die innergesellschaftliche Interessenabwägung instrumentalisiert wurde. Das Prinzip der Gewaltenteilung blieb zwar in seiner Bedeutung anerkannt, ja es wurde durch die Normierung der unentziehbaren Kernkompetenzen zugunsten des Verwaltungsrats<sup>28</sup> mit der Revision von 1991 noch unterstrichen. Der Einfluss des Verwaltungsrats auf die Generalversammlung und vor allem dessen Grenzen aber wurde und wird auch heute noch von Lehre und Rechtsprechung nicht oder jedenfalls nicht konsequent kritisch hinterfragt. Selbst der Grundsatz, wonach Aktionäre, von der Liberierung abgesehen, keine Pflichten haben, scheint gelegentlich vergessen zu gehen. So unterscheidet beispielsweise das Handelsgericht Zürich im Entscheid über die Anfechtungsklage der BK Vision gegen die SBG<sup>29</sup> bei der Abwägung der Interessen zwischen statuentreuen und anderen Aktionären. Statuentreu soll dabei handeln, wer angesichts einer statutarischen Stimmrechtsbegrenzung nicht nur die Limitierung seiner Stimmkraft in Kauf nimmt, sondern weitergeht und von vornherein darauf verzichtet, mehr als die stimmberechtigte Zahl von Aktien zu erwerben.

Als Ergebnis dieser Entwicklung präsentiert sich die Aktiengesellschaft hundert Jahre nach ihrer Einführung auf Bundesebene als Anstalt<sup>30</sup>, als Institution, die sich aus sich selbst und damit aus dem status quo definiert und legitimiert.<sup>31</sup>

## II. AKTIENGESELLSCHAFT UND KAPITALMARKT

Unter dem Druck des zunehmend intensiveren internationalen Wettbewerbs um die Gunst der Anleger<sup>32</sup> befinden sich wirtschaftliches Umfeld und rechtliche Grundlagen der Publikumsgesellschaft zur Zeit nun allerdings mitten in einem fundamentalen Wandel. Auf der wirtschaftlich-technischen Ebene wurde mit der Elektronischen Börse Schweiz (EBS) ein leistungsfähiges Handelssystem geschaffen, das die Liquidität und die

---

<sup>27</sup> Vgl. *Claude Lambert*, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft (Diss. Bern 1992=ASR Nr. 535) insbes. 41 ff., mit Vorschlag zu einem neuen Ansatz, 153 ff. Vom Begriff eines sog. „Gesellschaftsinteresses“ wurde bereits im Zusammenhang mit der auf Rathenau zurückgehenden Theorie des „Unternehmens an sich“ gesprochen, *Walther Rathenau*, Vom Aktienwesen, Berlin 1917; vgl. Hug (zit. Anm. 19) 32 f.; *Weiss* (zit. Anm. 26) Rz. 49 ff.; *Peter Nobel*, Anstalt und Unternehmen (Diessenhofen 1978) 593 ff.; *Volker Matthiessen*, Stimmrecht und Interessenkollision im Aufsichtsrat (Diss. Hamburg 1988) 389 ff.

<sup>28</sup> Art. 716a OR.

<sup>29</sup> Entscheid des Handelsgerichts ZH vom 2. Sept. 1996 i. S. BK Vision AG gegen SBG betreffend Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses vom 22. November 1994, 15 ff.

<sup>30</sup> Zur Aktiengesellschaft als Anstalt vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz* (zit. Anm. 14) § 2 N 40.

<sup>31</sup> Kritisch dazu *Rolf Bär*, Aktuelle Fragen des Aktienrechts, ZSR 85 II (1966) 510 ff.

<sup>32</sup> Vgl. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), BB1 1993 I 1370 f.; *Hans Caspar von der Crone*, Einhaltung der Regeln betreffend die Emission von Effekten, in: Kolloquium Alain Hirsch, Die Führung der Gesellschaften und die Einhaltung der Regeln (Zürich 1996) 99; *Lukas Moscher*, Die Regulierung der schweizerischen Finanzmärkte (Diss. Zürich 1992 = SSHW Nr. 146) 6 ff.

Transparenz des schweizerischen Effektenmarktes grundlegend verbessert.<sup>33</sup> Damit sind die Voraussetzungen für eine qualitativ hochwertige Preisbildung in einem Markt geschaffen, der heute weitgehend durch die Anlageentscheide professioneller, institutioneller Anleger geprägt wird.<sup>34</sup> Parallel dazu nehmen wir Abschied von der Fiktion des einheitlichen Aktienrechts: Beginnend mit der Revision von 1991, ausgeprägter aber mit dem Erlass des Börsengesetzes, trägt das schweizerische Recht der besonderen Beziehung der Publikumsgesellschaft zum Kapitalmarkt gezielt Rechnung.

## A. Revision des Aktienrechts von 1991

Erster Schritt in Richtung einer Zweiteilung des Aktienrechts<sup>35</sup> war die Anerkennung der Eigengesetzlichkeit des Kapitalmarkts in den Bereichen der Vinkulierung von Namenaktien, der Rechnungslegung und der Anforderungen an die Befähigung des Revisors anlässlich der Revision des Aktienrechts von 1991. Allgemeine Bedeutung hatte dabei insbesondere die Neuordnung der Vinkulierung.<sup>36</sup> Durch Beschränkung der für Publikumsgesellschaften zulässigen Vinkulierungsgründe auf die Prozentvinkulierung machte der Gesetzgeber klar, dass bei Publikumsgesellschaften die Person des Aktionärs kein relevantes und zugleich kein zulässiges Differenzierungskriterium ist.<sup>37</sup> Der Aktionär zählt hier als Kapitalgeber und nicht als Person und braucht sich umgekehrt wegen seiner Person keine Einschränkungen gefallen zu lassen. Dem Aktionär einer Publikumsgesellschaft dürfen auch nicht indirekt über die Vinkulierungsordnung Pflichten oder, weiter gefasst, Verhaltensstandards auferlegt werden. Die Aktiengesellschaft kann vom Aktio-

---

<sup>33</sup> Vgl. Hundert Tage Aktienhandel an der EBS, NZZ vom 20.12.1996, Nr. 297, 29; noch zurückhaltend: NZZ vom 2.8.1996 (zit. Anm. 4) 29; NZZ (zit. Anm. 4) vom 3./4.8.1996, 19.

<sup>34</sup> Vgl. Botschaft BEHG (zit. Anm. 32) 1372; *Heinz Zimmermann/Markus Bill/René Dubacher*, Finanzmarkt Schweiz: Strukturen im Wandel (St. Gallen 1989) 18 f.; *Daeniker* (zit. Anm. 14) 76; *Thomas Werlen*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutz?, SZW 67 (1995) 272 ff.; *Karl Hofstetter*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996) 229.

<sup>35</sup> Zur Trennung zwischen Gross- und Kleingesellschaften in den Entwürfen *Eugen Hubers* vgl. Anm. 23. In der Notverordnung vom 8. Juli 1919 war bereits eine Unterscheidung zwischen Gross- und Kleingesellschaften im Aktienrecht vorgenommen worden, wobei als Unterscheidungsgrenze auf das Grundkapital von CHF 500'000.-- bzw. 1 Mio. abgestellt wurde, vgl. I. und IX. des Bundesratsbeschlusses (AS 1919 527 ff.). Gemäss Bericht des Bundesrates vom 20. Aug. 1919, BBl 1919 IV 51, war die Publikationspflicht der Jahresabschlüsse für grosse Gesellschaften „in der Hauptsache aus wirtschaftspolitischen Erwägungen“ und nicht nur aus Rücksicht auf die wirtschaftliche Überfremdung vorgeschrieben worden. Diese Bestimmungen traten dann allerdings mit der Revision von 1936 ausser Kraft. Eine Unterscheidung zwischen grossen und kleinen AG wurde bei der Revision von 1936 vor allem mit dem Argument abgelehnt, ein zahlenmässiges Unterscheidungskriterium (Grundkapital) sei willkürlich, Zweiter Bericht über die Revision der Titel 24 bis 33 OR vom Dezember 1923 (Beilage zum zweiten Entwurf vom Dezember 1923) 26 f.

<sup>36</sup> Die Bestimmungen über die Rechnungslegung bei Publikumsgesellschaften sind in der Zwischenzeit weitgehend durch die strengeren Anforderungen des Kotierungsreglements ersetzt worden und haben damit nur knapp fünf Jahre nach Erlass stark an Bedeutung verloren.

<sup>37</sup> Art. 685d OR, einmal abgesehen vom Vinkulierungsgrund des geforderten Nachweises über die Zusammensetzung des Aktionärskreises, Art. 4 Schlussbestimmungen OR.

när, abgesehen von der Kapitaleinlage, weder etwas verlangen noch etwas erwarten: Die kotierte Aktiengesellschaft ist reine Kapitalgesellschaft ohne personalistische Elemente.

## **B. Börsengesetz**

Was mit der Revision des Aktienrechts von 1991 angelegt wurde, wird mit der Inkraftsetzung des Börsengesetzes vollzogen werden: Das Aktienrecht, verstanden als die Gesamtheit der Normen, die die Funktion der Aktiengesellschaft regeln, wird zweigeteilt in ein Recht der Publikumsgesellschaften und ein Recht der privaten Aktiengesellschaften.<sup>38</sup> Hinzu kommt eine neue Dimension: Mit dem Börsengesetz wird erstmals der Markt ausdrücklich in das Aktienrecht mit eingeschlossen und damit als einer der Funktionsträger der Aktiengesellschaft anerkannt. Im Vordergrund stehen dabei die neuen Regeln über die Zulassung zum börslichen Handel, über die Offenlegung von Beteiligungen und über die öffentlichen Kaufangebote.

### **1. Zulassung zum börslichen Handel**

Im zweiten Abschnitt des Börsengesetzes, der den Börsen gewidmet ist, legt Art. 8 BEHG fest, dass die Börse ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel zu erlassen hat. Dieses sogenannte Kotierungsreglement hat insbesondere Vorschriften über die Informationen zu enthalten, die die Gesellschaft den Anlegern im Hinblick auf die Beurteilung ihrer Beteiligungspapiere zugänglich zu machen hat. Das Kotierungsreglement muss dabei international anerkannten Standards genügen und untersteht dem Vorbehalt der Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde, der Eidgenössischen Bankenkommision.<sup>39</sup>

Die Schweizer Börse hat bereits auf den 1. Oktober 1996 ihr neues, unter anderem im Hinblick auf das Börsengesetz erlassenes und auch schon mit der EBK abgesprochenes Kotierungsreglement (KR) in Kraft gesetzt. Wesentlichste Neuerungen mit Blick auf das Aktienrecht als Ganzes sind die Verankerung von Rechnungslegungsvorschriften<sup>40</sup> auf internationalem Standard, basierend auf den Fachempfehlungen zur Rechnungslegung (FER)<sup>41</sup>, und die Einführung einer Bekanntgabepflicht bei kursrelevanten Tatsachen, der sogenannten Ad hoc-Publizität.<sup>42</sup> Mit den im Vergleich zum Gesellschaftsrecht verschärften Rechnungslegungsvorschriften soll die Qualität der an den Markt weitergegebenen Information über den Geschäftsgang verbessert und die Vergleichbarkeit der Abschlüsse verschiedener kotierter Gesellschaften gewährleistet werden. Dabei werden

---

<sup>38</sup> Vgl. auch *Werlen* (zit. Anm. 34) 274 FN 44.

<sup>39</sup> Art. 4 Abs. 2 und Art. 34 BEHG.

<sup>40</sup> Art. 64 ff. KR.

<sup>41</sup> Zulassungsstelle Schweizer Börse (Hrsg.), *Kotierungsreglement der Schweizer Börse* (Zürich 1996) 3.

<sup>42</sup> Art. 72 ff. KR.

schweizerische Publikumsgesellschaften in Zukunft an den Grundsatz der „True and Fair View“<sup>43</sup> gebunden sein und, anders als in Art. 669 Abs. 3 OR noch vorgesehen, nicht mehr willentlich stille Reserven bilden können.<sup>44</sup> Mit der Regelung über die Ad hoc-Publizität wird dem Verwaltungsrat die Pflicht auferlegt, den Markt unverzüglich über kursrelevante Tatsachen zu informieren. Einzig wenn die kursrelevante Tatsache auf einem Plan oder Beschluss der Gesellschaft selbst beruht und ihre Veröffentlichung geeignet wäre, der Gesellschaft zu schaden, dürfen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung mit der Veröffentlichung zuwarten.<sup>45</sup> Sie haben in diesem Fall allerdings die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache und damit die Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer in ihrem Zugang zu kursrelevanten Informationen zu gewährleisten.<sup>46</sup>

Jahresrechnung, Zwischenberichterstattung und kursrelevante Tatsachen sind nicht nur den Aktionären, sondern darüber hinaus durch Veröffentlichung dem Markt bekannt zu machen. Die Publikumsgesellschaft hat mit anderen Worten Pflichten gegenüber dem Markt als Ganzes: Der Markt – als die Summe aller aktuellen und potentiellen Aktionäre – wird zum eigenständigen Funktionsträger der Publikumsgesellschaft.<sup>47</sup>

## 2. Offenlegung von Beteiligungen

Der vierte Abschnitt des Börsengesetzes regelt die Pflicht zur Offenlegung bedeutender Beteiligungen. Gemäss Art. 20 BEHG haben Personen, die durch Erwerb oder Veräusserung von Aktien eine von mehreren Beteiligungsschwellen erreichen, über- oder unterschreiten, dies der Gesellschaft zu melden. Das Gesetz sieht Schwellen von 5, 10, 20,  $33\frac{1}{3}$  50 oder  $66\frac{2}{3}$  Prozent der Stimmrechte vor. Die Gesellschaft ihrerseits hat die Information über die Beteiligungsverhältnisse zu veröffentlichen.<sup>48</sup>

Mit der Meldepflicht wird nicht nur eine schleichende Übernahme durch Zukäufe auf dem Markt verhindert<sup>49</sup>, sondern es wird zugleich die für die Einschätzung des Kräfte-

---

<sup>43</sup> Art. 66 KR.

<sup>44</sup> Was bei der Aktienrevision von 1991 noch heftige Debatten in den Räten auslöste und schliesslich nicht ins OR aufgenommen wurde, hat sich nun unter dem Druck der internationalen Kapitalmärkte weitgehend oppositionslos durchgesetzt, vgl. von der Crone, Emission (zit. Anm. 32) 90 ff.; zur Debatte über die stillen Reserven in den Räten vgl. Amtl. Bull. NR (1985) 1694 ff.

<sup>45</sup> Art. 72 Abs. 2 KR; vgl. Zulassungsstelle Schweizer Börse (Hrsg.), Ad hoc-Publizität (Zürich 1996) 13 f.

<sup>46</sup> Art. 72 Abs. 3 KR.

<sup>47</sup> Gemäss Art. 696 aOR1936 waren Gewinn- und Verlustrechnung nur den Aktionären zur Einsicht offenzulegen. Die Pflicht zur Offenlegung der Jahresrechnung und der Konzernrechnung an die Öffentlichkeit wurde für Publikumsgesellschaften bereits mit der Revision von 1991 eingeführt (Art. 697h OR). Der Einbezug des Marktes war damals aber noch nicht das Hauptziel der Offenlegung. Vielmehr sollte sich bei volkswirtschaftlich bedeutenden Gesellschaften neben den Aktionären und Gläubiger auch die Allgemeinheit ein zuverlässiges Bild von der Lage der Gesellschaft machen können, *Meier-Hayoz/Forstmoser* (zit. Anm. 14) § 12 N 55.

<sup>48</sup> Art. 21 BEHG.

<sup>49</sup> Vgl. Botschaft BEHG (zit. Anm. 32) 1410; *Stephan N. Frei*, Meldepflicht und Übernahmeregulation im neuen Börsengesetz, ST 9/1996, 723; *Christian J. Meier-Schatz*, Christian J. Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz (Bern usw. 1996) 96 f.; *Hans Caspar von der Crone*, Offenlegung von Beteiligungen und Kon-

verhältnisses in der Generalversammlung und damit für die Bewertung der Aktie wichtige Information über bedeutende Aktionäre rasch dem ganzen Markt zugänglich gemacht: Erreicht oder überschreitet ein Aktionär mit seiner Beteiligung die Schwelle von fünf Prozent der Stimmrechte einer Publikumsgesellschaft, so tritt sein Interesse an der Anonymität gegenüber dem Interesse des Markts an der Transparenz der Beteiligungsverhältnisse zurück. Erneut erscheint hier also der Markt als eigenständiger Funktionsträger der Publikumsgesellschaft.

### 3. Öffentliche Kaufangebote

Der fünfte Abschnitt des Börsengesetzes befasst sich unter dem Titel „Öffentliche Kaufangebote“ mit den drei Bereichen des öffentlichen Kaufangebots im engeren Sinne, der Kontrolltransaktionen und des Auskaufs von Minderheitsaktionären nach einem öffentlichen Angebot.

#### a) Öffentliche Kaufangebote im engeren Sinn

Beim öffentlichen Kaufangebot im engeren Sinn entscheiden sich die Aktionäre mit der Annahme oder Ablehnung des Angebots indirekt für oder gegen eine Weiterführung des bisherigen unternehmerischen Programms.<sup>50</sup> Das Übernahmeangebot bringt die disziplinierende Kraft des Marktes besonders wirksam zum Tragen. Aus ordnungspolitischer Sicht besteht deshalb ein ausgeprägtes Interesse daran, dass die Aktionäre ihren Entscheid über das Angebot ohne künstlichen Zeitdruck und auf dem Hintergrund vollständiger Informationen treffen können und dass es auch wirklich die Aktionäre sind, die über den Ausgang des öffentlichen Kaufangebots entscheiden und nicht der Verwaltungsrat.

Mit dem Börsengesetz werden dazu einmal die bereits bisher im Rahmen des selbstregulierenden schweizerischen Übernahmekodexes geltenden Regeln über die Gestaltung und die Lauterkeit öffentlicher Kaufangebote auf Gesetzesstufe überführt. Neu wird dann durch Art. 29 Abs. 2 und 3 BEHG der Handlungsspielraum des Verwaltungsrats im Übernahmekampf eingeschränkt.<sup>51</sup> Der Verwaltungsrat darf in Zukunft während der Dauer des Angebots keine Rechtsgeschäfte mehr beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde. Die Bestimmung konkretisiert den Grundsatz der Gewaltenteilung. So frei der Verwaltungsrat in der Führung der Geschäfte im allgemeinen sein soll, so wenig darf er verfälschend auf die Entscheidungsfindung der Aktionäre einwirken. Art. 29 Abs. 2 BEHG macht klar, dass dies auch für den

---

trolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: Dieter Zobl (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts (Zürich 1996) 37 ff.

<sup>50</sup> Hans Caspar von der Crone, Kontrolltransaktionen im Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, in: Hans Ulrich Walder/Tobias Jaag/Dieter Zobl (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, 40 ff.

<sup>51</sup> Botschaft BEHG (zit. Anm. 32) 1415.

Entscheid der Aktionäre über die Annahme oder die Ablehnung eines öffentlichen Kaufangebots gilt. Massnahmen, die den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändern, wie beispielsweise der Verkauf von zentralen Unternehmensteilen, gehören zwar, soweit als der Zweckartikel eingehalten ist, in den Kompetenzbereich des Verwaltungsrats. Im Übernahmekampf allerdings sind sie geeignet, ein Angebot zu unterlaufen und damit dem Entscheid der Aktionäre über das Zustandekommen oder die Ablehnung des Angebots zuvorzukommen.<sup>52</sup> Konsequenterweise verbietet Art. 29 Abs. 2 BEHG solche Geschäfte<sup>53</sup>, allerdings nicht ohne Vorbehalt zugunsten der Generalversammlung. Beschlüsse der Generalversammlung nämlich unterliegen dieser Beschränkung nicht und dürfen vom Verwaltungsrat auch während eines Übernahmekampfes ausgeführt werden. Die Gewaltenteilung bleibt in solchen Fällen gewahrt. Es sind die Aktionäre und nicht der Verwaltungsrat, die hier über den Ausgang des für das Übernahmeangebot möglicherweise vorentscheidende Geschäfts entscheiden.

#### *b) Kontrolltransaktionen*

Art. 32 BEHG führt die sogenannte Angebotspflicht ein. Wer mehr als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte einer Publikumsgesellschaft erwirbt, ist verpflichtet, den verbleibenden Aktionären ein Auskaufangebot zu machen. Die Angebotspflicht wird insbesondere auch durch den Erwerb einer kontrollierenden Mehrheit im Rahmen einer Pakettransaktion ausgelöst.

Kontrolltransaktionen ändern die faktischen Machtverhältnisse innerhalb einer Publikumsgesellschaft. Sie können sich damit mittelbar auf die Stellung des einzelnen Minderheitsaktionärs auswirken.<sup>54</sup> Mit der Angebotspflicht erhalten die Minderheitsaktionä-

---

<sup>52</sup> Beispiele: Im Übernahmekampf um die Holvis AG hat der Verwaltungsrat mit einem Aktionär eine Vereinbarung abgeschlossen, wonach dieser bei Nichtzustandekommen seines Angebots das Recht hatte, eine der beiden Geschäftseinheiten der Holvis zu einem bestimmten Preis zu kaufen („Lock-Up-Agreement“). Unter den konkreten Umständen bejahte das Basler Zivilgericht die Zulässigkeit einer solchen Vereinbarung; kritisch dazu *Peter Forstmoser*, Interview durch Thomas Pfeiffer, *Die Politik der verbrannten Erde trägt Früchte*, Handelszeitung vom 15.6.95, 29; vgl. auch den Entscheid der Kommission für Regulierungsfragen vom 7. Juni 1995, SZW 67 (1995) 186 ff. und dazu, wiederum kritisch, *Christian Meier-Schatz*, Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission, SZW 67 (1995) 191 ff. Bei Publikumsgesellschaften wird Art. 29 Abs. 2 BEHG ein solches Vorgehen des Verwaltungsrats in Zukunft von vornherein ausschliessen.

<sup>53</sup> Die Bestimmung Art. 29 Abs. 2 BEHG ändert die Kompetenzordnung in der AG. Ein Verstoß gegen Art. 29 Abs. 2 BEHG hat daher die Nichtigkeit des Verwaltungsratsbeschlusses zur Folge (Art. 714 OR i. V. m. Art. 706b Ziff. 3 OR). Dies ergibt sich auch aus dem Normzweck: Die Bestimmung schützt nicht nur die Aktionäre, sondern auch das Anlagepublikum (einschliesslich des Übernehmenden) und die Funktionsfähigkeit des Marktes, vgl. dazu auch den Zweckartikel, Art. 1 BEHG. Ein Anfechtungsrecht von Verwaltungsratsbeschlüssen sieht das Gesetz nicht vor; eine blosser Haftung aus Verantwortlichkeit würde der Interessenlage nicht gerecht. Geht man wie hier von der Nichtigkeit des Verwaltungsratsbeschlusses aus, so ist der Verwaltungsrat für die unter Art. 29 Abs. 2 BEHG fallenden Geschäfte nicht vertretungsbefugt; vgl. *Rolf Watter*, Die Verpflichtung der AG aus rechtsgeschäftlichem Handeln ihrer Stellvertreter, Prokuristen und Organe (Diss. Zürich 1985=SSHW Nr. 81) 153. Angesichts des hohen öffentlichen Profils eines Übernahmekampfes wird der Vertragspartner in solchen Fällen regelmässig nicht gutgläubig sein, so dass der vom Verwaltungsrat abgeschlossene Vertrag die Gesellschaft nicht bindet; vgl. *Dieter Zobl*, Probleme der Organschaftlichen Vertretungsmacht, ZBJV 125 (1989) 289 ff., insbes. 296 f.

<sup>54</sup> *Von der Crone*, Kontrolltransaktionen (zit. Anm. 50) 34 f.

re die Option, ihre Titel zu einem angemessenen Preis, nämlich mindestens zum bisherigen Börsenkurs und zugleich zu mindestens 75 Prozent des innerhalb der letzten zwölf Monaten bezahlten Höchstpreises zu verkaufen.<sup>55</sup> Zumindest indirekt über den Verkaufentscheid können sie so zur Kontrolltransaktion Stellung beziehen.

### c) *Kraftloserklärung*

Wird ein öffentliches Kaufangebot von der überwiegenden Mehrheit der Aktionäre angenommen, so wird aus der Publikumsgesellschaft de facto eine private Aktiengesellschaft. Mangels genügender Streuung kann kein marktmässiger Handel mehr erwartet werden. Der Titel muss dekotiert werden.<sup>56</sup> Aus der Sicht des Anbieters besteht ein offensichtliches Interesse an der Bereinigung der Situation. Für eine solche Bereinigung sprechen aber auch rechtspolitische Überlegungen. Zwischen den Interessen einer erdrückenden Mehrheit und denjenigen einer verschwindenden Minderheit lässt sich in vielen Fragen nur schwer ein angemessener Ausgleich finden. Auf diesem Hintergrund räumt Art. 33 BEHG dem Anbieter, der mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben hat, das Recht ein, die verbleibenden Minderheitsaktionäre auf dem Weg über ein Kraftloserklärungsverfahren auszukaufen.<sup>57</sup>

## C. Wertung und Konsequenz

Der Einbezug des Marktes in den Kreis der Funktionsträger der Aktiengesellschaft wird die Qualität des Preisbildungsvorgangs an der Börse grundlegend verbessern: Neben den aktuellen werden in Zukunft auch alle potentiellen Aktionäre direkt in den von der Gesellschaft ausgehenden Informationsfluss einbezogen sein, und dieser Informationsfluss wird dank der Regeln über die Rechnungslegung und die Bekanntgabe von kursrelevanten Ereignissen bezüglich Qualität und Aktualität hohen Anforderungen genügen. Aktienkurse aber, die sich in einem professionellen Markt aufgrund hochwertiger und zeitgerechter Information ergeben, bilden Zustand und Aussichten der Gesellschaft mit hoher Aussagekraft ab.<sup>58</sup>

Damit sind die Grundlagen für echte Verantwortlichkeit geschaffen. Erfolg und Misserfolg werden künftig nicht mehr durch fehlende Publizität und durch die allgemeine Trägheit des Systems verschleiert werden. Leistung wird positiv wie negativ viel rascher registriert werden. Entwickeln sich die Geschäfte gut, so werden so lange neue Aktionäre hinzukommen, bis der Börsenpreis der revidierten Beurteilung der Gesellschaft ent-

---

<sup>55</sup> Art. 32 Abs. 4 BEHG.

<sup>56</sup> Vgl. Art. 17 KR.

<sup>57</sup> Neben der Kaduzierung (Art. 681 Abs. 2 OR) ist dies eine weitere Möglichkeit der zwangsweisen Ausschliessung eines Aktionärs.

<sup>58</sup> Vgl. dazu auch *Christian Meier-Schatz*, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität (Zürich 1989) 194.

spricht. Derselbe Vorgang läuft mit umgekehrten Vorzeichen ab, wenn sich die Geschäfte schlechter als erwartet entwickeln. Ein- und Ausstieg werden dank der Leistungsfähigkeit und Transparenz des Marktes jederzeit zu einem echten Marktpreis möglich sein, wobei Ein- und Ausstiegsentscheide ihrerseits wieder in die Beurteilung der Gesellschaft durch den Markt zurückfließen.<sup>59</sup> Ergänzt und vervollständigt wird die Funktion des Marktes als Grundlage für echte Verantwortlichkeit durch das bewusstere Auftreten institutioneller Anleger. Unter dem Druck interner Leistungsvorgaben sind die Verwalter institutioneller Vermögen zusehends bereit, die Rolle des aktiven Aktionärs zu übernehmen, zu der sie aufgrund ihrer Ressourcen und ihrer Stimmkraft prädestiniert sind. Schliesslich sind feindliche Übernahmeangebote nicht mehr nur Theorie. Fortgesetzte Geringschätzung der Aktionäre, wie sie in der Vergangenheit gelegentlich geübt wurde, dürfte in Zukunft über kurz oder lang im Kontrollwechsel enden, in einem Szenario also, das eine beträchtliche präventive Wirkung ausübt. Kurz: Die Emanzipation der Aktionäre ist Tatsache.

Ein emanzipiertes Aktionariat aber kann die ihm ursprünglich zugeordnete Rolle eines echten Gegengewichtes zum Verwaltungsrat auch wirklich wahrnehmen. Damit sind heute, anders als vor hundert Jahren, die Rahmenbedingungen für ein liberales, prozedurales Konzept der Publikumsgesellschaft geschaffen: Wir stehen an der Schwelle zur Aktiengesellschaft als Verfahren.

### III. AKTIENGESELLSCHAFT ALS VERFAHREN

Die Aktiengesellschaft als Verfahren ist das programmatische Gegenstück zur Aktiengesellschaft als Anstalt. Ein Verständnis der Aktiengesellschaft, oder genauer der Publikumsgesellschaft als Verfahren, geht von der Annahme aus, das Zusammenspiel der aktienrechtlichen Funktionsträger, nämlich der Generalversammlung, des Verwaltungsrats, der Revisionsstelle und des Kapitalmarkts führe im Regelfall zu einem angemessenen Ausgleich unter den Interessen aller Beteiligten. Aktienrechtliches Hauptthema wird damit die Analyse der Entscheidungsvorgänge in der Aktiengesellschaft. Vorerst sind die Voraussetzungen zu ermitteln, unter denen für die einzelnen Entscheidungsträger eine unverzerrte Entscheidungsfindung erwartet werden kann. Besteht Gewähr für unverzerrte Entscheidungsfindung, so ist der Entscheid durch Verfahren legitimiert.<sup>60</sup> Als Konsequenz ist von seiner sachlichen Richtigkeit auszugehen. Eine allfällige richterliche Überprüfung

---

<sup>59</sup> Vgl. *Klaus J. Hopt*, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken* (München 1975) 224; *Rudolf Tschäni*, *Funktionswandel des Gesellschaftsrechts* (Bern 1978) 83; *Hofstetter* (zit. Anm. 34) 223.

<sup>60</sup> Vgl. *Karsten Schmidt*, *Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl. (Köln usw. 1991) 369; vgl. weiter *Niklas Luhmann*, *Legitimation durch Verfahren* (Frankfurt a. M. 1983) 13 ff., der allerdings das Problem der Legitimation (und nicht die Wahrheit bzw. die Richtigkeit der Entscheidung) ins Zentrum seiner Theorie des Verfahrens rückt. Luhmann (1 f.) distanziert sich deshalb auch vom konventionellen Legitimationsbegriff, der auf die Überzeugung von der Richtigkeit des Inhalts der Entscheidung abstellt. Seines Erachtens ist nicht a priori anzunehmen, das Verfahren diene der Wahrheitsfindung, auch wenn die Wahrheitsfrage immerhin nicht ausser acht gelassen werden dürfe (23).

kann sich in diesem Fall auf die Fragen der Gesetzes- und Statutenkonformität konzentrieren, dies insbesondere mit Blick auf Drittinteressen.

Kann der Entscheid aufgrund potentiell verzerrender Einflüsse keine prozedurale Gewähr für Richtigkeit beanspruchen, ist er im Konfliktfall durch den Richter auch materiell zu überprüfen. Potentiell verzerrende Einflüsse lassen sich in der real existierenden Aktiengesellschaft nicht vermeiden. Aufgabe von Lehre und Rechtsprechung ist es deshalb, die Kriterien herauszuarbeiten, unter denen die Beteiligten auch in einer Ausgangslage, in der keine prozedurale Richtigkeitsgewähr beansprucht werden kann, zu einem sachgerechten Entscheid gelangen können.

Ein Verständnis der Aktiengesellschaft als Verfahren setzt keine Gesetzesänderung voraus. Vielmehr genügt Rückbesinnung auf den funktionalen Kern der Aktiengesellschaft. Die Eckwerte einer solchen Rückbesinnung seien nachfolgend für die Generalversammlung und den Verwaltungsrat skizziert.

## **A. Generalversammlung**

Die Generalversammlung legt durch die Statuten und den Entscheid über die Gewinnverwendung den Rahmen für die Tätigkeit der Gesellschaft fest. Als formell oberstes Organ wählt sie den Verwaltungsrat und die Revisionsstelle.<sup>61</sup> Von diesem Wahlgeschäft abgesehen ist sie, nach dem Grundsatz der Gewaltenteilung oder, gesellschaftsrechtlich-technische gesprochen, nach dem Paritätsprinzip,<sup>62</sup> den anderen beiden Organen gleichgestellt.

### **1. Entscheidungsrahmen**

In der Generalversammlung wird durch Ausübung des Stimmrechts entschieden.<sup>63</sup> Den Rahmen für Abstimmungen und Wahlen setzt die ordnungsgemässe Einberufung der Generalversammlung.<sup>64</sup> Die Vorschriften über die Bekanntgabe der Verhandlungsgegenstände und der Anträge des Verwaltungsrats, die allgemeinen Bestimmungen über die Information des Marktes sowie das Recht des Aktionärs auf Auskunft verschaffen dem Aktionär die notwendigen Entscheidungsgrundlagen. Regeln über die Stimmabgabe in

---

<sup>61</sup> Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

<sup>62</sup> Vgl. dazu *Jon Peider Mohr*, Die Abgrenzung der Befugnisse der Generalversammlung und des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft (Diss. Zürich 1948) 12 ff. und 32 f.; *Eric Stauber*, Das Recht des Aktionärs auf gesetz- und statutenmässige Verwaltung und seine Durchsetzung nach schweizerischem Recht (Diss. Zürich 1985=SSHW Nr. 79) 22; *von Steiger* (zit. Anm. 11) 351; derselbe (zit. Anm. 3) 185 f.; *Carlo Jagmetti*, Die Nichtigkeit von Massnahmen der Verwaltung in der Aktiengesellschaft (Zürich 1958) 3; *Claire Huguenin Jacobs*, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht (Zürich 1994) 16; *Peter Forstmoser*, Eingriffe der Generalversammlung in den Kompetenzbereich des Verwaltungsrates, SZW 66 (1994) 170 f.; vgl. schon BGE 20 (1894) 942 ff. (anders aber in BGE 54 II 24); BGE 100 II 384 ff.

<sup>63</sup> Art. 703 f. OR.

<sup>64</sup> Art. 699 f. OR.

Vertretung stellen sicher, dass die Entscheide der Generalversammlung ungeachtet der Tatsache repräsentativ sind, dass bei Publikumsgesellschaften regelmässig nur ein kleiner Teil der Aktionäre persönlich an Generalversammlungen teilnehmen.<sup>65</sup>

Stimmberechtigt sind in der Generalversammlung alle Aktionäre der Gesellschaft, unter dem Vorbehalt immerhin einer allfälligen statutarischen Stimmrechtsbegrenzung oder Vinkulierung von Namenaktien.<sup>66</sup> Demgegenüber ruht das Stimmrecht an Aktien, die von der Gesellschaft selbst gehalten werden (Art. 659 Abs. 1 OR). Dieser Bestimmung liegen zwei Überlegungen zugrunde: *Einerseits* steht hinter eigenen Aktien keine echte Beteiligung an der Gesellschaft. Für diese Aktien hat kein Aktionär das Risiko von Erfolg oder Misserfolg der Gesellschaft übernommen. Das Abstimmungsergebnis unter den echten Risikoträgern aber soll nicht durch Aktienstimmen beeinflusst werden, hinter denen keine Risikoträgerschaft steht.<sup>67</sup> *Andererseits* würde ein Stimmrecht an eigenen Aktien dem Verwaltungsrat in Verletzung des zentralen Grundsatzes der Gewaltenteilung Einfluss auf das Abstimmungsergebnis in der Generalversammlung geben. Konsequenz auch dieser Überlegung muss das Ruhen des Stimmrechts eigener Aktien sein.<sup>68</sup>

Strittig ist die Anwendung der Art. 659 ff. OR auf wirtschaftlich eigene Aktien, auf Sachverhalte also, in denen die Gesellschaft, ohne das Aktieneigentum zu erwerben, das wirtschaftliche Risiko auf den betreffenden Titel übernimmt.<sup>69</sup> Beispiel ist das Termingeschäft über den Verkauf der Aktien an die Gesellschaft zu einem vorbestimmten Preis.

---

<sup>65</sup> Die Problematik des Depotstimmrechts war anlässlich der Aktienrechtsrevision von 1991 Gegenstand heftiger Diskussionen, vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 24 N 138 ff.; *Erich Tillmann*, Das Depotstimmrecht der Banken (Diss. Zürich 1985) 7 und 71 ff.; kritisiert wird seither vor allem auch die Regelung in Art. 689d Abs. 2 OR, wonach der weisungslose Depotvertreter gemäss dem Antrag des Verwaltungsrates zu stimmen hat, *Peter Forstmoser*, Ungereimtheiten und Unklarheiten im neuen Aktienrecht, SZW 64 (1992) 69.

<sup>66</sup> Vgl. Art. 692 Abs. 2 und Art. 685d ff. OR.

<sup>67</sup> Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, zitiert nach dem Separatdruck, 61.

<sup>68</sup> Vgl. BGE 43 II 289; BGE 72 II 283; BGE 96 II 21 f.; BGE 110 II 300; Botschaft 1983 (zit. Anm. 67) 61; *Andreas von Planta*, Basler Kommentar zu Art. 659-659b OR (Basel/Frankfurt a. M. 1994) N 1 zu Art. 659a; Wolfgang Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden (München/Berlin 1963) 132 (zum deutschen Recht). Das Stimmrecht auf Aktien im persönlichen Eigentum dagegen dürfen Verwaltungsräte in der Generalversammlung, abgesehen einmal von der Entscheidung über ihre eigene Entlastung (Art. 695 OR), ohne Einschränkung ausüben; vgl.: BGE 100 II 389 i. S. FABAG.

<sup>69</sup> Eine wirtschaftliche Betrachtungsweise bejahen: Berichterstatter *Thalmann* im Ständerat, StenBull (1931) 366: Der Erwerb eigener Aktien bezieht sich „auf alle Geschäfte, die wirtschaftlich auf das gleiche herauskommen; es kommt nicht auf die Form, sondern auf den Inhalt an“. *Hug* (zit. Anm. 19) 55 ff., jedoch mit Hinweis, dass zumindest der Wortlaut von Art. 659 OR 1881 dafür keine Stütze gebe; *Eduard Moser*, Die Ausübung des Aktienstimmrechts nach schweizerischem sowie nach deutschem und italienischem Recht (Diss. Zürich 1944) 72; *F. Wolfhart Bürgi*, Zürcher Kommentar zu Art. 660-697 OR (Zürich 1957) N 6 zu Art. 691. Die meisten der angeführten Autoren beziehen die wirtschaftliche Betrachtungsweise in erster Linie auf den Erwerb eigener Aktien durch die Tochtergesellschaften, wie er nun mindestens teilweise in Art. 659b OR ausdrücklich Niederschlag gefunden hat, zum Teil fordern sie wohl aber darüber hinaus eine extensive Auslegung des Begriffs „Erwerb eigener Aktien“, vgl. auch Verfügung vom 25.1.1995 des Einzelrichters des Bezirksgerichts Zürich i. S. Peter Hafter gegen SBG betreffend vorsorgliche Massnahme, 17 f. mit Literaturhinweisen; vgl. auch *Reinhard Oertli*, Zum Erwerb eigener Aktien, SZW 66 (1994) 264; von *Planta* (zit. Anm. 68) N 2 zu Art. 659a und N 14 f. zu Art. 659; a. M. vgl. *Entscheid des Handelsgerichts ZH* (zit. Anm. 29) 67 ff.; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 24 N 88e; *Böckli* (zit. Anm. 2) Rz. 1410i.

Auch hinter wirtschaftlich eigenen Aktien steht keine echte Beteiligung an der Gesellschaft. Mit der Risikoübernahme durch die Gesellschaft hat der Aktionär seine Stellung als Risikoträger aufgegeben und damit sein Eigeninteresse an der Ausübung des Stimmrechts verloren. Stimmrechtsausübung ohne eigenes Interesse aber wäre bei Publikumsgesellschaften in der Praxis wohl mehrheitlich weisungslose Stimmrechtsausübung über institutionelle Stimmrechtsvertreter. Im Ergebnis würde das Stimmrecht, wenn überhaupt, dann mit hoher Wahrscheinlichkeit im Sinn der Anträge des Verwaltungsrats ausgeübt.<sup>70</sup> Wirtschaftlich eigene Aktien entsprechen damit funktional sowohl hinsichtlich der Risikotragung wie des Gefährdungspotentials für die Gewaltenteilung<sup>71</sup> derart weitgehend den Aktien im formellen Eigentum der Gesellschaft, dass auch sie unter Art. 659 ff. OR fallen müssen.

Diese teleologische Auslegung der gesetzlichen Bestimmungen über die eigenen Aktien schafft nicht nur klare Verhältnisse und damit Rechtssicherheit, sondern sie schützt zugleich die Handlungsfreiheit des Verwaltungsrats hinsichtlich Transaktionen in Titeln der Gesellschaft, etwa im Hinblick auf ein Market Making („Kurspflege“) bei vorübergehend ungenügender Liquidität des Markts. Geht man von einem materiellen Begriff der eigenen Aktien aus, so besteht kein Anlass, den Handlungsspielraum des Verwaltungsrats für Rechtsgeschäfte mit Titeln der Gesellschaft über die allgemeinen Sorgfaltspflichten und den Gleichbehandlungsgrundsatz hinaus einzuschränken. Insbesondere braucht sich der Verwaltungsrat nicht vorwerfen zu lassen, er hätte mit dem Erwerb eigener Aktien indirekt über die Neutralisierung von Aktienstimmen unzulässigerweise auf das Abstimmungsergebnis Einfluss genommen. Der Gesetzgeber räumt dem Verwaltungsrat mit der Regelung des Erwerbs eigener Aktien in den Art. 659 ff. OR mittelbar über den Effekt

---

<sup>70</sup> Zur Stimmabgabe durch den weisungslosen unabhängigen Stimmrechtsvertreter im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats: *Roland von Büren*, Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften mit dem neuen Aktienrecht, ZBJV 131 (1995) 63; *Böckli* (zit. Anm. 2) Rz. 1360; vgl. auch *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 24 N 135; a. M.: *Hans-Peter Schaad*, Basler Kommentar zu Art. 689-689e OR (Basel/Frankfurt a. M. 1994) N 15 zu Art. 689c OR. Beispiel für das mangelnde Interesse des kein Risiko (mehr) tragenden Aktionärs an der Stimmrechtsausübung, ist das Verhalten des Herrn K. in der Generalversammlung der SBG vom 22. Nov. 1994 (vgl. Entscheid des Handelsgerichts Zürich [zit. Anm. 29] 54ff). Die Cantrade, eine Tochter der Beklagten (SBG), hat nach ihren eigenen Angaben mit Herrn K. unter anderem ein Termingeschäft über zwei Aktienpakete von insgesamt 1 Mio. SBG-Namenaktien auf einen Termin nach der GV zu einem festen Preis abgeschlossen. Nach den Aussagen der SBG hat Herr K. sein Stimmrecht an der Generalversammlung durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter ausüben lassen. Dabei scheint Herr K. keine Weisungen betreffend die Art der Stimmrechtsausübung erteilt zu haben, obwohl das traktandierte Geschäft gerade für Namenaktionäre grosse Tragweite hatte. Der unabhängige Stimmrechtsvertreter seinerseits hat mit den fraglichen Aktien im Sinn der Anträge des Verwaltungsrats gestimmt. Diese diametral der Lebenserfahrung entgegenlaufende Indifferenz eines bedeutenden Namenaktionärs gegenüber dem Ausgang einer Abstimmung, die gerade seine Stellung als Namenaktionär betrifft, lässt sich nur als Folge der Risikoübernahme durch die Gesellschaft im Rahmen des Terminkaufs erklären.

<sup>71</sup> Bei einem Termingeschäft eines Aktionärs mit einem Dritten kommt es zwar in der Regel ebenfalls zu einer Trennung von Risiko und Stimmrecht: Ein Aktionär verkauft z. B. seine Beteiligung an einen von der Gesellschaft unabhängigen Käufer auf Termin, ohne dass dieser eine Weisung zur Ausübung des Stimmrechts erteilt. Anders als bei einem Termingeschäft mit der Gesellschaft besteht hier allerdings keine Gefahr der Verletzung des Gewaltenteilungsprinzips.

der Neutralisierung einen gewissen Einfluss auf die Machtverhältnisse innerhalb der Generalversammlung ein. Man mag dies aus ordnungspolitischer Sicht mit Blick auf den Grundsatz der Gewaltenteilung bedauern. Die Zulässigkeit solcher Transaktionen steht deswegen nicht zur Diskussion. Ginge man demgegenüber von einem formell-engen Begriff der eigenen Aktien aus, so stellte sich bei jeder Übernahme des Risikos auf eigenen Aktien durch die Gesellschaft vor allem im Vorfeld einer Generalversammlung die Frage nach einem unzulässigen Stimmenkauf mit entsprechenden Konsequenzen für die Anfechtbarkeit des Generalversammlungsergebnisses und für die Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats.<sup>72</sup>

Die Vorbereitung und Durchführung der Generalversammlung ist Sache des Verwaltungsrats.<sup>73</sup> Der Verwaltungsrat trägt damit die Verantwortung für die Integrität des Abstimmungsprozesses. Wie jede andere Aufgabe hat er auch diese mit „*aller Sorgfalt*“ auszuführen,<sup>74</sup> und wie in allen anderen Bereichen seiner Tätigkeit ist er auch hier über die pflichtgemässe Erfüllung seiner Aufgaben rechenschaftspflichtig.<sup>75</sup> Den Rahmen für die Rechenschaftsablage bildet das Recht des Aktionärs auf Auskunft.<sup>76</sup> Der Anspruch auf Auskunft besteht nach Art. 697 Abs. 2 OR soweit, als die Auskunft für die Ausübung der Aktionärsrechte erforderlich ist. Steht die Integrität des Abstimmungsverfahrens zur Diskussion steht, so dürfte diese Voraussetzung durchwegs erfüllt sein. Erst die Auskunft des Verwaltungsrats nämlich erlaubt es dem Aktionär, gezielt von seinem Recht Gebrauch zu machen, nach Art. 691 Abs. 2 OR Einspruch „*gegen die Teilnahme unberechtigter Personen*“ an einer Generalversammlung<sup>77</sup> zu erheben. Der Auskunftserteilung dürften weder Geschäftsgeheimnisse noch andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft entgegenstehen.<sup>78</sup> Insbesondere besteht, zumindest was Beteiligungen von fünf oder mehr Prozent der Stimmrechte betrifft, kein Anonymitätsinteresse, sind die betreffenden Aktionäre doch aufgrund von Art. 20 BEHG ohnehin zur Offenlegung verpflichtet.

---

<sup>72</sup> Die Unlösbarkeit dieser Problematik wird durch den Entscheid des Handelsgerichts ZH i. S. BK Vision gegen SBG (zit. Anm. 29) belegt.

<sup>73</sup> Art. 716a Abs. 1 Ziff. 6 OR, vgl. auch Art. 722 Abs. 2 aOR1936, Art. 702 Abs. 1 OR; vgl. *Wolfgang Maute*, Die Durchführung der Generalversammlung (Zürich 1993) 43.

<sup>74</sup> Art. 717 Abs. 1 OR; vgl. auch BGE 99 II 57: „Die Verwaltung, welche die Geschäfte der Generalversammlung vorzubereiten (Art. 722 Abs. 2 Ziff. 1 OR) und dabei alle Sorgfalt anzuwenden hat (Art. 722 Abs. 1 OR (...))“. Dies ergibt sich seit der Revision von 1991 aus Art. 716a Abs. 1 Ziff. 6 i. V. m. Art. 717 Abs. 1 OR.

<sup>75</sup> *Hans Caspar von der Crone*, Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 66 (1994) 7 f.

<sup>76</sup> Art. 697 OR.

<sup>77</sup> Vgl. *Moser* (zit. Anm. 69) 143; *Bürgi* (zit. Anm. 69) N 18 zu Art. 691; *Andreas Länzlinger*, Basler Kommentar zu Art. 690-695 OR (Basel/Frankfurt a. M. 1994) N 8 zu Art. 691.

<sup>78</sup> Art. 697 Abs. 2 OR zweiter Satz; zum Geheimhaltungsinteresse des Aktionärs vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 39 N 5 ff.; *Frank Vischer/Fritz Rapp*, Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts (Bern 1968) 208 f.; *Leonardo Cereghetti*, Die Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen im schweizerischen Recht – unter besonderer Berücksichtigung des neuen Aktienrechts und des zukünftigen Börsenrechts (Diss. St. Gallen 1994) 196 und 206 f. Die Beweislast für einen Missbrauch des Auskunftsrechts trägt zudem ohnehin der ablehnende Verwaltungsrat, vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) § 40 N 173.

Um so grösseres Gewicht hat in der Interessenabwägung,<sup>79</sup> gerade wenn man die Aktiengesellschaft als Verfahren versteht, der Anspruch jedes einzelnen Aktionärs auf formell einwandfreien Verlauf von Abstimmungen und Wahlen. Der Verwaltungsrat hat deshalb umfassend darüber Auskunft zu geben, welche Vorkehrungen er getroffen hat oder trifft, um die Integrität des Abstimmungs- oder Wahlverfahrens sicherzustellen.

Der Durchsetzung des Anspruchs auf unverfälschte Entscheidungsfindung in der Generalversammlung kann weiter das Institut der Sonderprüfung dienen.<sup>80</sup> Hat nach negativer Entscheidung der Generalversammlung der Richter über die Einsetzung eines Sonderprüfers zu entscheiden, so kommt der Frage nach den Anforderungen an die Glaubhaftmachung<sup>81</sup> der Gesetzes- oder Statutenverletzung sowie der Schädigung besondere Bedeutung zu. Abzuwägen ist dabei zwischen dem Interesse der gesuchstellenden Aktionäre an der Wahrung ihrer Rechte einerseits und dem Interesse des Verwaltungsrats sowie der die Sonderprüfung ablehnenden Aktionäre an der Vermeidung querulatorischer Sonderprüfungsverfahren andererseits.<sup>82</sup> Ausgangspunkt dieser Interessenabwägung muss das bereits erwähnte grosse Interesse der Aktionäre an der Integrität des Abstimmungsverfahrens sein. Zu berücksichtigen ist dann, dass Aktionäre, abgesehen vom Anspruch auf Auskunft, weder im voraus noch im nachhinein Einblick in das Abstimmungsverfahren nehmen können. Schliesslich ist der Tatsache Rechnung zu tragen, dass in diesem Bereich eine Prüfung durch die Revisionsstelle entfällt. Dem Antrag auf Sonderprüfung ist deshalb bereits dann stattzugeben, wenn die Antragsteller begründeten Anlass für Zweifel an der Integrität des Abstimmungsverfahrens dartun können.

## 2. Prozedurale Legitimation des Entscheides

### a) *Richtigkeitsvermutung*

Der formell korrekte Verlauf des Abstimmungsverfahrens begründet eine Vermutung für die materielle Richtigkeit des gefassten Entscheides: Rational handelnde Aktionäre werden als Kollektiv grundsätzlich den Entscheid treffen, den auch ein hypothetischer Alleineigentümer der Gesellschaft in der gleichen Situation getroffen hätte, und dieser Entscheid wird zugunsten der ökonomisch besten unter den zur Auswahl stehenden Op-

---

<sup>79</sup> Zur Güterabwägung vgl. *Rolf H. Weber*, Basler Kommentar zu Art. 696-697h OR (Basel/Frankfurt a. M. 1996) N 9 zu Art. 697.

<sup>80</sup> Art. 697a ff. OR; vgl. *Felix Horber*, Das Auskunftsrecht und die Sonderprüfung – siamesische Zwillinge des Aktienrechts, SJZ 91 (1995) 165.

<sup>81</sup> Zur Glaubhaftmachung genügt eine gewisse Wahrscheinlichkeit für das Vorliegen der behaupteten Tatsachen aufgrund konkreter Anhaltspunkte, *Andreas Casutt*, Die Sonderprüfung im künftigen schweizerischen Aktienrecht (Diss. Zürich 1991=SSHW Nr. 136) 96.

<sup>82</sup> Zu berücksichtigen ist dabei vor allem der Schutz der Gesellschaft vor Kosten, unnötigem administrativem Aufwand und unproduktiver Arbeit, *Casutt* (zit. Anm. 81) 32. Anders als beim Auskunftsrecht hat hier aber das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft vorerst noch keine Relevanz. Dieses ist erst im Rahmen der Bereinigung des Sonderprüferberichts zu berücksichtigen, vgl. *Weber* (zit. Anm. 79) N 3 zu Art. 697c OR.

tionen gefällt werden. Der Entscheid wird in der ökonomischen Terminologie dem Kriterium der Pareto-Superiorität genügen.<sup>83</sup>

Voraussetzung für die Richtigkeitsvermutung ist der Gleichlauf der Interessen unter den Aktionären der Gesellschaft.<sup>84</sup> Massgebend ist dabei ein *normatives Verständnis des Interessengleichlaufs*, ein Verständnis also, das der rein wirtschaftlichen Zielsetzung der Publikumsgesellschaft und der rein kapitalorientierten Beziehung des Aktionärs zur Publikumsgesellschaft Rechnung trägt, das die Interessen des Aktionärs also primär ökonomisch versteht. In der überwiegenden Zahl von Entscheiden der Generalversammlung bei Publikumsgesellschaften liegt ein solcher normativer Interessengleichlauf vor. Der Entscheid über eine Kapitalerhöhung unter Einräumung eines handelbaren Bezugsrechts, der Entscheid über eine Sacheinlagekapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme genauso wie der Entscheid über eine Zweckänderung im Zusammenhang mit einer Fokussierungsstrategie betrifft alle Aktionäre in grundsätzlich gleicher Weise. Jeder dieser Entscheide kann damit die Richtigkeitsvermutung beanspruchen. Normativer Interessengleichlauf schliesst nicht aus, dass der Entscheid im Einzelfall in der Generalversammlung kontrovers ist. Liegt normativer Interessengleichlauf vor, kann allerdings selbst dann, wenn der Entscheid konkret kontrovers war, davon ausgegangen werden, dass die Mehrheit einen zweckmässigen, wenn auch vielleicht nicht den einzig möglichen zweckmässigen Entscheid gefällt hat.

Die Richtigkeitsvermutung für Entscheide auf der Grundlage normativ gleichlaufender Interessen ist im Gesetz im Verhältnis zwischen Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1 OR einerseits und Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR anderseits angelegt. Der Gesetzgeber sieht eine allgemeine Überprüfung von Generalversammlungsbeschlüssen nur mit Blick auf die Gesetzes- und Statutenkonformität vor. Die Überprüfung auf inhaltliche Angemessenheit behält er demgegenüber den Tatbeständen des unsachlichen Eingriffs in Aktionärsrechte und der nicht durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigten Ungleichbehandlung oder Benachteiligung von Aktionären vor. Entscheide, die alle Aktionäre in gleicher Weise betreffen, können keine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken. Entscheide, die alle Aktionäre in gleicher Weise betreffen, werden aber auch kaum je in unsachlicher

---

<sup>83</sup> Uneingeschränkt gilt dieser Aussage für Aktiengesellschaften mit Einheitsaktien ohne Stimmrechtsbegrenzungen. Besteht kein Gleichlauf zwischen Kapitalbeteiligung und Stimmrecht, kann sich dies auf den Entscheidungsprozess auswirken. Wie bedeutend dieser Einfluss ist, liesse sich zumindest im Grundsatz durch spieltheoretische Untersuchungen feststellen. Auf der normativen Ebene ist allerdings davon auszugehen, dass der Gesetzgeber eine Beeinflussung des Entscheidungsprozesses durch Stimmrechtsaktien, Stimmrechtsbegrenzung nach Art. 692 Abs. 2 OR und Vinkulierung bewusst in Kauf genommen hat. Zum Begriff der Pareto-Superiorität vgl. im übrigen statt vieler: *Hans-Bernd Schäfer/Claus Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 2. Aufl. (Berlin usw. 1995) 22 f.

<sup>84</sup> Vgl. *von Steiger* (zit. Anm. 3) 174 f.; *Vischer/Rapp* (zit. Anm. 78) 182 ff.; vgl. BGE 100 II 392 f. i. S. FABAG, in dem das Bundesgericht, unter altem Recht, im Zusammenhang mit der Beurteilung der Anfechtungsklage insbesondere festhielt, der Entscheid verfolge keine Sonderinteressen einer Aktionärsgruppe, so dass einer Überprüfung auf Angemessenheit und Zweckmässigkeit ausser Betracht falle.

Weise Rechte von Aktionären entziehen oder beschränken. Das Gesetz sieht also genau für jene Generalversammlungsentscheide keine materielle Überprüfung vor, für die angesichts des Interessengleichlaufs Richtigkeit zu vermuten ist.<sup>85</sup>

Absolute Gültigkeit hat die Legitimation durch Verfahren im übrigen bei Wahlen. Ist das Wahlverfahren formell korrekt durchgeführt worden, so entfällt jede weitere Überprüfung.<sup>86</sup>

### *b) Grenzen*

Die Gleichstellung des Mehrheitsentscheids mit dem Entscheid eines hypothetischen Alleinaktionärs entfällt, wenn ein Entscheid die Aktionäre der Gesellschaft unterschiedlich betrifft. In solchen Sachverhalten kann nicht von vornherein davon ausgegangen werden, dass die Mehrheit die für die Gesellschaft als Ganzes ökonomisch beste Lösung gewählt hat. Der formell korrekte Verlauf des Abstimmungsverfahrens begründet deshalb noch keine Vermutung der materiellen Richtigkeit des gefassten Entscheids.

Ein Interessengleichlauf unter den Aktionären fehlt in zwei Fallgruppen, nämlich bei Entscheiden, die das Verhältnis unter den Aktionären neu gestalten, sowie bei Entscheiden, die das Verhältnis eines der Aktionäre zur Gesellschaft neu regeln. Beispiele aus der ersten Fallgruppen sind die Einführung von Vorzugsaktien zugunsten eines Teils des Aktionariats, die Abschaffung von Vorzugsaktien, die Abschaffung von Stimmrechtsaktien oder die Verschärfung von Vinkulierungsbestimmungen. Beispiele aus der zweiten Fallgruppe sind die Fusion mit einer anderen Aktiengesellschaft, die ihrerseits eine bedeutende Beteiligung an der Gesellschaft hält, oder die Sacheinlagekapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts zugunsten eines wichtigen Aktionärs.

### *c) Wiederherstellung der Vermutung*

Wie Buchanan für politische Entscheidungsmechanismen gezeigt hat, könnte in solchen Situationen nur das Einstimmigkeitsprinzip die Richtigkeitsvermutung beanspruchen. Einstimmigkeit nämlich würde sicherstellen, dass die Mehrheit die Minderheit zu überzeugen, das heisst im Klartext, angemessen für die mit Entscheid verbundenen Nachteile zu entschädigen hat.<sup>87</sup> Einstimmigkeitsentscheide allerdings sind insbesondere in einer Publikumsgesellschaft nicht praktikabel. Eine beschränkte Annäherung an das Einstimmigkeitsprinzip stellen immerhin die besonderen Quoren von Art. 704 OR dar.<sup>88</sup> Solche

---

<sup>85</sup> Tatsächlich werden Entscheide, bei denen Gleichlauf zwischen den Interessen der Aktionäre der Gesellschaft besteht, in aller Regel auch mit ganz klaren Mehrheitsverhältnissen gefällt.

<sup>86</sup> Insbesondere kann sich der Hauptaktionär ohne weiteres selbst in den Verwaltungsrat wählen. Immerhin setzt hier Art. 709 Abs. 1 OR eine gewisse Schranke.

<sup>87</sup> *James M. Buchanan/Gordon Tullock*, *The Calculus of Consent* (Michigan 1992) 90 f.

<sup>88</sup> Vgl. auch Botschaft 1928 (zit. Anm. 24) 228; *Brigitte Tanner*, Quoren für die Beschlussfassung in der Aktiengesellschaft (Diss. Zürich 1987=SSHW Nr. 100) 69 f.

Quoren sollen vor allem Entscheide durch Zufallsmehrheiten ausschliessen. Richtigkeitsvermutung trotz divergierender Interessen innerhalb des Aktionariats können sie allerdings nur dann begründen, wenn der Minderheitsblock in der konkreten Frage gross genug ist, um als Sperrminorität zu wirken.

Bestehen innerhalb des Aktionariats zu einer bestimmten Frage klar definierte Fronten, so kann die Richtigkeitsvermutung dagegen durch zweistufige Abstimmung wiederhergestellt werden. Ein solches Vorgehen hat der Gesetzgeber mit der Sonderversammlung für den Entscheid über die Abschaffung von Vorzugsaktien vorgeschrieben (Art. 654 Abs. 2 OR).<sup>89</sup> Eine zweistufige Abstimmung käme beispielsweise für den Entscheid über die Abschaffung von Stimmrechtsaktien<sup>90</sup> oder die Fusion mit der Hauptaktionärin in Frage. Eine zweistufige Abstimmung ändert, vom gesetzlich geregelten Fall der Abschaffung von Vorzugsaktien einmal abgesehen, nichts an der grundlegenden Kompetenzordnung. Der Entscheid selbst ist in jedem Fall durch die Generalversammlung als Ganzes zu fällen. Die Bedeutung der gesonderten Erfassung des Willens der durch den Entscheid potentiell schlechter gestellten Aktionärsgruppe liegt ausschliesslich auf der prozeduralen Ebene. Steht fest, dass der Entscheid auch von dieser Aktionärsgruppe mitgetragen wird, so kann trotz des fehlenden Interessengleichlaufs von seiner Richtigkeit ausgegangen werden. Die Richtigkeitsvermutung ist damit wiederhergestellt. Technisch gesehen genügt dazu eine getrennte Auszählung der Stimmen für die verschiedenen Aktionärsgruppen. Eine eigentliche Sonderversammlung, wie sie das Gesetz für den Entscheid über die Abschaffung von Vorzugsaktien vorschreibt, erübrigt sich.<sup>91</sup>

---

<sup>89</sup> *Walther Munzingers* Entwurf, Schweizerisches Handelsrecht (Bern 1864) verlangte für die Abschaffung von Stimmrechtsaktien ebenfalls eine Sonderversammlung, Art. 128 Abs. 2 Entwurf. Bei der Regelung der Vorzugsaktien im Gesetz wurde dann aber die Stimmberechtigung bekanntlich nicht mehr genannt (vgl. Art. 654 OR).

<sup>90</sup> So hat beispielsweise die CS Holding den Antrag zur Einführung einer Namen-Einheitsaktie vorgängig einer Sonderversammlung der Namenaktionäre unterbreitet, bevor der Gesamtantrag allen Aktionären vorgelegt wurde (Generalversammlung vom 29. Mai 1995, vgl. Ein neues Kapitalkleid für die CS Holding, NZZ vom 30.5.1995, Nr. 123, 21). Eine analoge Anwendung von Art. 645 Abs. 2 und 3 OR auf die Abschaffung von Stimmrechtsaktien mit der Konsequenz, dass die Einführung von Einheitsaktien zwingend die Durchführung einer Sonderversammlung voraussetzen würde, ist demgegenüber abzulehnen. Stimmrechtsaktien fallen nicht unter die Vorzugsaktien, *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (zit. Anm. 2) §26 N16 f.; *Peter Böckli*, Stimmrechtsaktien sind keine Vorzugsaktien, NZZ vom 2.11.1994, Nr. 256, 27. Der Interessengegensatz zwischen den verschiedenen Aktionärsgruppen allein aber könnte die analoge Anwendung von Art. 654 Abs. 2 und 3 OR noch nicht rechtfertigen. Am normativen Interessengleichlauf fehlt es nämlich wie gezeigt in einer ganzen Reihe von typischen aktienrechtlichen Entscheidungssituationen. De lege lata liesse sich eine differenzierende Behandlung dieser Fallgruppen kaum rechtfertigen, genauso wie es nur schwer zu begründen wäre, alle Sachverhalte des fehlenden normativen Interessengleichlaufs dem Erfordernis der Sonderversammlung zu unterstellen. De lege ferenda dagegen wäre eine Erweiterung des Anwendungsbereichs der Sonderversammlung gerade aus einem prozeduralen Verständnis des Aktienrechts heraus zu begrüssen; vgl. zur Kontroverse über die Notwendigkeit einer Sonderversammlung im Fall der Abschaffung von Einheitsaktien statt vieler: *Böckli* (zit. Anm. 2) Rz. 1394d ff.; *Felix Horber*, Die Sonderversammlung im Aktienrecht (Zürich 1995) 27 f.

<sup>91</sup> An der SBG-Generalversammlung vom 22. November 1994 entfiel die Mehrheit (58 %) der gültig abgegebenen Stimmen der Namenaktionäre auf den Antrag des Verwaltungsrats zur Einführung der Einheitsaktie. Zu beachten sind dabei aber die Beschränkungen bedeutender Aktienpakete durch statutarische Höchststimmrechte sowie das

### 3. Materielle Legitimation des Entscheides

Kann der Entscheid keine Richtigkeitsvermutung beanspruchen, und wurde die Richtigkeitsvermutung auch nicht mit einer zweistufigen Abstimmung wiederhergestellt, so lässt sich im Konfliktfall auch bei einem grundsätzlich verfahrensorientierten Ansatz eine materielle Prüfung nicht vermeiden. Massgebend sind dabei die Kriterien der Sachlichkeit und der Proportionalität.

#### a) *Sachlichkeit*

Nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR darf der Entscheid nicht in unsachlicher Weise Rechte von Aktionären entziehen oder beschränken oder eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken.<sup>92</sup> Eingriffe in bestehende Rechte sind also nur im Rahmen des Sachlichkeitsgebots zulässig, das heisst, sie müssen sich sachlich begründen lassen. Sachlich ist ein Entscheid positiv gesprochen, wenn er einen Beitrag zur Erreichung des Gesellschaftszwecks<sup>93</sup> leistet, negativ gesprochen, wenn er nicht an Partikularinteressen orientiert ist, also weder die Bevorzugung oder die Benachteiligung einzelner Aktionärsgruppierungen zum Ziel hat. Am Beispiel der Abschaffung von Stimmrechtsaktien: Die Einführung von Einheitsaktien ist trotz des damit verbundenen Eingriffs in die Stellung der Namenaktionäre zulässig, wenn sich dadurch über tiefere Finanzierungskosten günstigere Voraussetzungen für die Erreichung des Gesellschaftszwecks schaffen lassen.<sup>94</sup> Unzulässig ist dieselbe Massnahme, wenn ihr Zweck die Veränderung der Machtverhältnisse in der Generalversammlung ist.

Gegenstück des Eingriffs in die Aktionärsrechte ist die Privilegierung einzelner Aktionäre durch Ungleichbehandlung. Auch eine solche Ungleichbehandlung lässt das Gesetz dann zu, wenn sie einen Beitrag zum Erreichen des Gesellschaftszwecks leistet.<sup>95</sup> Am Beispiel einer Statutenbestimmung, mit der Ausnahmen von einer Stimmrechtsbegrenzung im Sinn von Art. 692 OR zugelassen werden:<sup>96</sup> Eine solche Klausel ist zulässig, wenn sie dem Gesellschaftszweck dient, indem beispielsweise ein Kooperationspartner gewonnen werden kann. Sie ist nicht zulässig, wenn sie den Zweck hat, die Mehrheitsverhältnisse im Aktionariat zu stabilisieren.

---

Stimmen mit wirtschaftlich eigenen Aktien, vgl. Wie stimmten die stimmberechtigten SBG-Namenaktionäre?, NZZ vom 24.11.1994, Nr. 275, 21.

<sup>92</sup> Vgl. dazu auch *Huguenin Jacobs* (zit. Anm. 62) 24 ff.

<sup>93</sup> Dieser ist vom wenig ergiebigen Begriff des sog. Gesellschaftsinteresses zu unterscheiden, vgl. Anm. 27.

<sup>94</sup> Vgl. *Claire Huguenin Jacobs*, Auf dem schonendsten Weg zum Ziel?, NZZ vom 16.11.1994, Nr. 268, 27.

<sup>95</sup> Vgl. *Walter René Schluep*, Die wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht (Diss. St. Gallen 1955=Veröffentlichungen der Handels-Hochschule St. Gallen, Reihe A Nr. 42) 325.

<sup>96</sup> Vgl. *Huguenin Jacobs* (zit. Anm. 62) 45.

Werden mit einem Generalversammlungsentscheid gemischt sachliche und unsachliche Zielsetzungen verfolgt, so ist das Sachlichkeitsgebot nur erfüllt, wenn die sachlichen Aspekte klar überwiegen.

### *b) Proportionalität*

Verbunden ist das Sachlichkeitskriterium mit demjenigen der Proportionalität: Ein Eingriff in die Stellung von Aktionären kann nur sachlich sein, wenn er proportional zum Nutzen ist, den der Entscheid der Gesellschaft als Ganzes bringt. Mit dem Erwerb der Aktionärsstellung unterwirft sich der Aktionär grundsätzlich der zukünftigen kollektiven Entscheidungsfindung in der Generalversammlung.<sup>97</sup> Dies schliesst auch die Inkaufnahme einer gewissen Verschlechterung der eigenen Stellung<sup>98</sup> im Hinblick auf ausgewiesene kollektive Interessen mit ein. Der Eingriff in die Stellung einzelner Aktionäre oder Aktionärsgruppen muss dabei allerdings in einem vernünftigen Verhältnis zum dadurch geschaffenen kollektiven Nutzen stehen.<sup>99</sup> Zudem ist unter dem Gesichtspunkt der Proportionalität unter mehreren Wegen zum selben Ziel derjenige zu wählen, der den kleinsten Eingriff in die Individualinteressen von Aktionären bringt.

## **B. Verwaltungsrat**

Der Verwaltungsrat führt innerhalb des durch die Generalversammlung über Statuten und Beschlüsse über die Gewinnverwendung gesetzten Rahmens die Geschäfte der Gesellschaft. Schwergewicht seiner Tätigkeit ist die Festsetzung der Unternehmenspolitik.<sup>100</sup> Die Kernaufgaben des Verwaltungsrats sind in Art. 716a OR festgelegt. Das Gesetz schliesst in diesen Bereichen nicht nur eine Delegation der Beschlussfassung an die Geschäftsleitung, sondern darüber hinaus, in Umsetzung des Gewaltenteilungs- oder Paritätsprinzips, auch eine Kompetenzattraktion durch die Generalversammlung aus.

---

<sup>97</sup> Vgl. BGE 95 II 163 f.; *Vischer/Rapp* (zit. Anm. 78) 182 ff.; *von Steiger*, (zit. Anm. 3) 174.

<sup>98</sup> Diese Verschlechterung kommt für den Markt in der Regel nicht überraschend und ist deshalb im Börsenkurs bereits eskomptiert.

<sup>99</sup> Fallweise kann eine Entschädigung einen angemessenen Ausgleich bieten; vgl. dazu den Vergleichsvorschlag der SBG im Zusammenhang mit der Klage der BK Vision gegen SBG, in dem die Namenaktionäre mit Vorzugsaktien für den Verlust des Stimmenprivilegs entschädigt werden sollten, vgl. Kein Vergleich in Sachen SBG-Einheitsaktie, NZZ vom 25.3.1995, Nr. 71, 21. Kritisch ist in solchen Fällen die Frage nach der konkreten Höhe der Entschädigung. Spiegelt sich das zu entziehende Recht im Börsenkurs, so könnte der Marktpreis zumindest als Ausgangspunkt genommen werden. Ein absoluter Anspruch auf Entschädigung besteht allerdings nicht. In vielen Fallgruppen des normativen Interessengegensatzes stellt sich im übrigen nicht die Frage nach einer Entschädigung, sondern vielmehr diejenige nach der richtigen Ausgestaltung des vorgesehenen Geschäftes. Beispiel dafür ist die Fusion mit der Hauptaktionärin, bei der für die Minderheitsaktionäre in erster Linie die richtige Festsetzung des Austauschverhältnisses von Interesse ist.

<sup>100</sup> *Stauber* (zit. Anm. 62) 98.

## 1. Entscheidungsrahmen

Die Mitglieder des Verwaltungsrats haben „*ihre Aufgabe mit aller Sorgfalt [zu] erfüllen*“.<sup>101</sup> Umfassende Sorgfalt setzt in formeller Hinsicht einmal eine der jeweiligen Fragestellung angemessene Gestaltung des Entscheidungsablaufs im Verwaltungsrat voraus. Sorgfältig handeln die Mitglieder des Verwaltungsrats, wenn sie ihren Entscheid aufgrund einer sorgfältigen Analyse der Ausgangslage und unter Evaluation aller sich bietenden Optionen fällen. Der Verwaltungsrat, der ohne grosse Debatte und ohne Alternativen auch nur in Betracht zu ziehen, die Anträge der Geschäftsleitung absegnet, handelt schon in formeller Hinsicht nicht sorgfältig.<sup>102</sup>

## 2. Prozedurale Legitimation des Entscheides

### a) Richtigkeitsvermutung

Nach Lehre und Rechtsprechung begründet der formell korrekte Ablauf des Entscheidungsvorgangs auch im Bereich des Verwaltungsrats eine Vermutung für die materielle Richtigkeit des gefassten Entscheids. Die Verwaltungsräte sind von der Mehrheit der Aktionäre gewählt und mit der Führung der Geschäfte der Gesellschaft beauftragt worden. Sie stehen insbesondere bei einer Publikumsgesellschaft mit ihrer Reputation für Erfolg oder Misserfolg ein. Nach der Lebenserfahrung werden sie sich deshalb grundsätzlich auch mit allen Kräften für einen erfolgreichen Verlauf der Geschäfte einsetzen. Auch der Verwaltungsrat wird deshalb im Regelfall einen zweckmässigen, wenn vielleicht auch nicht den einzig möglich zweckmässigen Entscheid fällen. Bei dieser Ausgangslage aber hat der Richter keinen Anlass, sein Ermessen an die Stelle desjenigen des Verwaltungsrats zu setzen. Die materielle Richtigkeit ist zu vermuten.

Der Richtigkeitsvermutung zugunsten der Entscheide des Verwaltungsrats kommt in einem prozedural verstandenen Aktienrecht zentrale Bedeutung zu. Der Verwaltungsrat soll seine Entscheide zwar sorgfältig vorbereiten müssen, in materieller Hinsicht aber völlig frei sein. Die inhaltliche Bewertung der Arbeit des Verwaltungsrats ist insbesondere bei Publikumsgesellschaften nicht Sache des Aktienrechts, sondern aller aktueller und potentieller Aktionäre, also des Kapitalmarkts. Dies schliesst auch die Abwägung unter den verschiedenen, in der Aktiengesellschaft zusammenlaufenden Interessen mit ein. Das Aktienrecht bezieht keine Position zur gegenwärtig aktuellen Debatte über den shareholders' value und die Interessen der sogenannten stakeholders.<sup>103</sup> Es legt nicht fest, welches die Interessen der Gesellschaft sind, die der Verwaltungsrat aufgrund seiner Treuepflicht zu verfolgen hat. Statt dessen räumt es dem Verwaltungsrat umfassenden Hand-

---

<sup>101</sup> Art. 717 Abs. 1 OR.

<sup>102</sup> Vgl. Peter Böckli, Die unentziehbaren Kernkompetenzen des Verwaltungsrats (Zürich 1994) 74 f.

<sup>103</sup> Vgl. dagegen Peter Forstmoser, Shareholder value: die Sicht des Gesetzes, NZZ vom 16.12.1996, Nr. 293, 9.

lungsspielraum ein. Der Verwaltungsrat braucht diesen Handlungsspielraum, um im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt, Arbeitsmarkt und den Produktemärkten den Ausgleich unter den verschiedenen Umweltfaktoren zu finden, die auf das Unternehmen einwirken.<sup>104</sup>

### b) Grenzen

Die Vermutung, dass der Verwaltungsrat im Interesse der Gesellschaft als Ganzes handelt, entfällt, wenn seine Mitglieder in einem Interessenkonflikt stehen. Es kann nicht angenommen werden, der Verwaltungsrat wahre „*die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen*“,<sup>105</sup> wenn er zugleich Partikularinteressen verfolgt. Angeschnitten sind die Fallgruppen des persönlichen Interessenkonflikts und des Interessenkonflikts auf dem Hintergrund von Mehrheit und Minderheit. Beispiel für die erste Fallgruppe ist der Vertrag über den Kauf einer Liegenschaft zwischen der Gesellschaft und einem Verwaltungsrat. Beispiel für die zweite Fallgruppe ist der Zusammenarbeitsvertrag zwischen der Hauptaktionärin und ihrer Tochtergesellschaft. In der einen wie in der anderen Fallgruppe kann die Richtigkeit des Verwaltungsratsentscheids vorerst nicht vermutet werden. Statt dessen ist nach den allgemeinen Regeln des Mandatsrechts gerade umgekehrt Pflichtwidrigkeit zu vermuten.<sup>106</sup>

### c) Wiederherstellung der Vermutung

Die Richtigkeitsvermutung zugunsten des Entscheids des Verwaltungsrats lässt sich durch externe Abstützung des Entscheids wiederherstellen. In Frage kommt dazu vor allem das Abstellen auf Marktpreise oder auf eine unabhängige Bewertung, die zusätzliche Genehmigung eines solchen Entscheids durch die sogenannten externen, d.h. vom Interessenkonflikt nicht betroffenen Verwaltungsräte sowie die Genehmigung durch die Generalversammlung unter Ausschluss<sup>107</sup> der im Verwaltungsrat vertretenen und vom Interessenkonflikt erfassten Aktionäre von der Stimmabgabe.<sup>108</sup>

---

<sup>104</sup> Damit soll nicht etwa ein wertungsfreies Aktienrecht postuliert werden. Vielmehr liegt in der Aussage, der Verwaltungsrat habe bei der laufenden Suche nach einem Ausgleich unter den verschiedenen, auf das Unternehmen einwirkenden Umweltfaktoren weitgehende Entscheidungsfreiheit, die wertende Stellungnahme zugunsten einer ausgeprägten Offenheit der Aktiengesellschaft gegenüber dem Einfluss der verschiedenen relevanten Märkte.

<sup>105</sup> Art. 717 Abs. 1 OR.

<sup>106</sup> Von der Crone, Interessenkonflikte (zit. Anm. 50) 8.

<sup>107</sup> Denkbar ist auch eine separate Auszählung der Stimmen in der GV, vgl. oben S. 23.

<sup>108</sup> Die Genehmigung des Verwaltungsratsentscheides durch die Generalversammlung dient der Wiederherstellung der Vermutungslage. Diese Funktion kann sie allerdings nur erfüllen, wenn die in einem Interessenkonflikt stehenden Personen nicht mitstimmen. Vergleichbar ist die Ausstandsregel bei der Beschlussfassung über die Entlastung der Verwaltung, der zumindest ähnliche Überlegungen zugrunde liegen (Art. 695 OR): vgl. dazu *Patrick Schleiffer*, Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht (Diss. Zürich 1992=ASR Nr. 545) 76 und 208. Die gesetzliche Regelung gilt zwar nur für den Dechargebeschluss (BGE 100 II 389), dies schliesst aber eine solche (freiwillige) Abstimmung zur Wiederherstellung der Vermutung nicht aus.

### **3. Materielle Legitimation des Entscheides**

Unterlässt der Verwaltungsrat Massnahmen zur Wiederherstellung der Vermutung, so trifft ihn die negative Vermutung der Pflichtverletzung. Diese negative Vermutung mit ihren potentiellen Haftungsfolgen kann der Verwaltungsrat im Konfliktfall nur durch den fallweise schwierig zu erbringenden Nachweis der materiellen Angemessenheit des Entscheids beseitigen. Der Verwaltungsrat wird daher ein ausgeprägtes Interesse haben, Entscheide direkt oder allenfalls über Massnahmen zur Wiederherstellung der Richtigkeitsvermutung durch Verfahren zu legitimieren.

## **IV. ERGEBNIS**

Der Einbezug des Kapitalmarkts unter die Funktionsträger der Publikumsgesellschaft und die eng damit verbundene Emanzipation des Aktionärs schafft die Voraussetzungen für eine bewusste Entlastung des Aktienrechts von materiellen Ansprüchen, die es im Grunde genommen nicht erfüllen kann: Nahe ihrem ursprünglichen Konzept lässt sich zumindest die Publikumsgesellschaft heute wieder konsequent als Verfahren verstehen. Hauptaufgabe des Aktienrechtes ist es, dieses Verfahren so zu strukturieren, dass es unverzerrt abläuft. Nimmt das Aktienrecht diese Aufgabe wahr, so besteht heute mehr denn je zuvor Gewähr für ein auch inhaltlich überzeugendes Funktionieren der Publikumsgesellschaft.

---