



Universität Zürich  
Rechtswissenschaftliches Institut

**Lehrstuhl für Privat-  
und Wirtschaftsrecht**

Rämistrasse 74  
CH-8001 Zürich  
Tel. +41 44 634 48 71  
Fax +41 44 634 43 97  
hanscaspar.vondercrone@rwi.uzh.ch  
www.rwi.uzh.ch/vdc

**Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone**  
Ordinarius

## **CORPORATE GOVERNANCE – ZUSAMMENSPIEL DER GESELLSCHAFTSORGANE, AKTIONÄRSRECHTE UND STIMMRECHTSVERTRETUNG**

*Tagung Educaris, 20. November 2009*

<b>CORPORATE GOVERNANCE – ZUSAMMENSPIEL DER GESELLSCHAFTSORGANE, AKTIONÄRSRECHTE UND STIMMRECHTSVERTRETUNG</b> .....	<b>1</b>
<b>I. MANDATSVERHÄLTNIS</b> .....	<b>2</b>
A. RECHTE UND PFLICHTEN .....	3
1. <i>Paritätsprinzip</i> .....	3
2. <i>Interessenkonflikte</i> .....	4
3. <i>Amtsdauer</i> .....	5
4. <i>Auskunftsrechte</i> .....	6
B. ANREIZE.....	7
<b>II. AKTIONÄRE UND ANSPRUCHSGRUPPEN</b> .....	<b>8</b>
<b>III. INDIVIDUELLE INTERESSEN UND KOLLEKTIVES HANDELN</b> .....	<b>10</b>
<b>IV. MEHRHEIT UND MINDERHEIT</b> .....	<b>14</b>
A. SCHWELLEN AUSÜBUNG MINDERHEITENRECHTE .....	15
B. STIMMRECHTSVERTRETUNG.....	15
C. STIMMRECHTSAKTIEN .....	17
<b>V. FAZIT</b> .....	<b>18</b>



Vier Themenkreise prägen die aktienrechtliche Diskussion:

1. Das Mandatsverhältnis zwischen den Aktionären und Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.
2. Das Spannungsfeld zwischen den Interessen der Aktionäre und der Interessen anderer Anspruchsgruppen.
3. Die Tatsache, dass die Wahrnehmung der Aktionärsrechte die Merkmale eines öffentlichen Gutes zeigt.
4. Die Gestaltung des Verhältnisses zwischen Aktionärsmehrheit und -minderheit.

Unter dem Stichwort Corporate Governance fassen wir die Institutionen und Prozesse zusammen, mit denen das Aktienrecht diese Themenkreise regelt.

Nachfolgend möchte ich die laufende Aktienrechtsrevision auf dem Hintergrund dieser vier Themenkreise analysieren: Wo setzt die Revision an? Was darf von ihr erwartet werden? Und: welche Fragen werden auch nach dieser Revisionsrunde offen bleiben?

## I. MANDATSVERHÄLTNIS

In der Aktiengesellschaft übertragen die Aktionäre als Eigentümer der Gesellschaft die Geschäftsführung dem Verwaltungsrat. Zwischen den Aktionären und dem Verwaltungsrat besteht damit ein Mandatsverhältnis. Im Rahmen dieses Mandates hat der Verwaltungsrat die Geschäfte der Gesellschaft im Interesse der Aktionäre zu führen: Er hat fremde Interessen wahrzunehmen und diese im Konflikt den eigenen vorgehen zu lassen. Ein solches Voranstellen fremder Interessen ist, ohne den Sachverhalt zu werten, nicht rational und deshalb auch nicht selbstverständlich. Eine Aufgabe des Aktienrechts ist es deshalb, die Interessen der Aktionäre zu Interessen des Verwaltungsrates zu machen. Dies geschieht auf zwei Ebenen: *Einerseits* verpflichtet das Gesetz den Verwaltungsrat auf die Treue- und Sorgfaltspflicht und stellt die Verletzung dieser Pflichten unter zivil- und strafrechtliche Sanktionen. *Andererseits* schafft das Gesetz den Rahmen, für die Vereinbarung von Leistungs- oder Erfolgsabhängigen Entschädigungsmodellen.



## A. Rechte und Pflichten

### 1. Paritätsprinzip

Im klassischen Mandatsverhältnis – etwa im Auftrag an den Arzt oder die Anwältin – legt der Auftraggeber mit seinen Weisungen fest, wie das Mandat auszuführen ist. In der Aktiengesellschaft wäre eine Steuerung des Verwaltungsrates durch Weisungen der Aktionäre schon aus rein praktischen Gründen nicht denkbar. Das Verwaltungsratsmandat wird deshalb in erster Linie durch die gesetzliche Kompetenzzuweisung definiert. Dabei gilt das *Paritätsprinzip*.

Ein Kern von Kompetenzen ist den Gesellschaftsorganen von Gesetzes wegen unentziehbar und undelegierbar zugewiesen. Damit sollen einerseits klare Verantwortlichkeit geschaffen und andererseits der Verwaltungsrat auf die Führung der Geschäfte im Interesse sämtlicher Aktionäre und nicht bloss der Aktionärsmehrheit verpflichtet werden. Der bundesrätliche Entwurf wollte das Paritätsprinzip in Anlehnung an Art. 811 OR des revidierten GmbH Rechts flexibilisieren. Danach hätte der Verwaltungsrat in den Statuten dazu verpflichtet werden können, gewisse Geschäfte der Generalversammlung zur Genehmigung vorzulegen (Art. 627 Ziff. 14, 716b und 704 Abs. 1 Ziff. 9 E-OR). Der als Erstrat beratende Ständerat hat diesen *statutarischen obligatorischen Genehmigungsvorbehalt* nun allerdings mit der Begründung gestrichen, er entspreche nicht der grundsätzlich unpersönlichen kapitalorientierten Aktiengesellschaft. Dieses fast schon dogmatisch anmutende Festhalten am Paritätsprinzip steht in einem gewissen Widerspruch zum sonst gerne bekräftigten Bekenntnis zu einer liberalen Wirtschaftsordnung. Nachdem sich die Stellung der Minderheitsaktionäre insbesondere durch den Ausbau der Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften in den letzten zwei Jahrzehnten massiv verbessert hat, hätte heute zweifellos Raum für eine moderate Erweiterung der Einflussmöglichkeiten der Aktionäre auf die Geschäftsführung bestanden. Die rigide schweizerische Ordnung stellt im internationalen Vergleich nämlich die Ausnahme dar.

Hinzu kommt, dass ein solcher Genehmigungsvorbehalt im Ergebnis schon heute immer dort besteht, wo ein Geschäft aus rein formellen Gründen der Zustimmung durch die Generalversammlung bedarf. Beispiele sind die Transaktionsformen des Fusionsgesetzes sowie Geschäfte zu deren Vollzug eine Kapitalerhöhung oder Kapitalherabsetzung oder eine Zweckänderung notwendig sind. Auch in Zukunft wird im schweizerischen Aktienrecht also nicht primär die wirtschaftliche Bedeutung eines Geschäftes darüber entscheiden, ob sich die Aktionäre dazu äussern können



oder nicht. Ausschlaggebend wird vielmehr bleiben, ob es sich auf die Eigenkapitalstruktur auswirkt oder nicht. Das steht im Widerspruch zu den Regeln der Corporate Finance, nach der der Investitions- und nicht der Finanzierungsentscheid im Vordergrund stehen sollten. Das am Finanzierungsentscheid ansetzende Konzept des schweizerischen Aktienrechts hat demgegenüber die möglicherweise kontraproduktive Konsequenz, dass für den Verwaltungsrat eine Finanzierung mit Kapitalerhöhung aus rein formellen Gründen weniger attraktiv erscheint als die Fremdkapitalfinanzierung.

In der Lehre wird in diesem Zusammenhang teilweise die Auffassung vertreten, der Verwaltungsrat könne durch Aufnahme eines vertraglichen Genehmigungsvorbehaltes in Vereinbarungen mit Dritten beispielsweise über eine Akquisition ein Geschäft mittelbar der Genehmigung durch die Generalversammlung unterstellen. Kritisch ist hier vor allem ein Sachverhalt: Wie gestaltet sich die Rechtslage, wenn der Verwaltungsrat an und für sich hätte handeln müssen, das entsprechende Geschäft aber an einem von ihm aus freien Stücken eingeführten Genehmigungsvorbehalt scheiterte? Kann der Verwaltungsrat in einem solchen Fall keine zwingenden Gründe für sein Vorgehen dartun, wird er sich unter diesen Umständen pflichtwidriges Unterlassen vorwerfen lassen müssen. Bleibt es bei der Streichung der Option eines statutarischen obligatorischen Genehmigungsvorbehaltes, so beschränken sich die Möglichkeiten zur statutarischen Erweiterungen der Kompetenzen der Generalversammlung auf die Salärfragen.

## *2. Interessenkonflikte*

Ein Schlüsselthema der Corporate Governance sind die Interessenkonflikte. Nach der Business Judgement Rule kann sich der Verwaltungsrat immer dann, wenn er frei von Interessenkonflikten gehandelt hat, auf eine Vermutung zugunsten der sorgfältigen Mandatsausführung berufen. Entsprechend wichtig ist, dass der Verwaltungsrat zeigen kann, dass er frei von Interessenkonflikten gehandelt hat bzw. angemessen mit allfälligen Interessenkonflikten umgegangen ist.

Konsequenterweise sieht der Gesetzesentwurf eine ausdrückliche Regelung für den Umgang mit Interessenskonflikten vor (Art. 717a E-OR). Verwaltungsratsmitglieder die sich in einem Interessenskonflikt befinden, haben danach die Pflicht, den Präsidenten – beziehungsweise, sofern sich dieser selbst in Interessenskonflikt befindet, den Vizepräsidenten – unverzüglich und vollständig über den Interessenskonflikt zu informieren. Präsident oder Vizepräsident haben wiederum den Ge-



samtverwaltungsrat zu informieren. Dieser hat anschliessend geeignete Massnahmen zu treffen, die zur Wahrung der Interessen der Gesellschaft notwendig sind. Insbesondere hat die betroffene Person bei der Beschlussfassung in den Ausstand zu treten.

Die neue Regelung ist zu begrüessen, auch wenn sie im Grunde genommen nichts enthält, was nicht schon dem geltenden Recht und der Praxis entsprechen würde. Eine Klarstellung in dieser zentralen Frage schadet allerdings mit Sicherheit nicht. Folgerichtig ist auch, dass das Gesetz mit der neuen Regelung klar zwischen „*ad hoc*“ behebbaren und strukturellen Interessenskonflikten unterscheidet: Die erwähnte Regelung dient dem Umgang mit Interessenkonflikten im Einzelfall. Strukturelle Interessenkonflikte etwa im Bereich der Vergütungen dagegen sind institutionell anzugehen, so etwa mit einem Verbot der Überkreuz-Einsitznahme von Verwaltungsräten oder Geschäftsleitungsmitgliedern in Vergütungsausschüssen. Wie so oft werden mit der detaillierteren Regelung eines Sachverhaltes aber auch neue Lücken aufgetan. So lässt sich die vorgeschlagene neue Regelung nur schwer auf durchaus alltägliche Sachverhalte des strukturellen Interessenkonflikts anwenden, wie sie sich insbesondere in Konzernverhältnissen mit Minderheitsaktionären ergeben. Die Geschäftsbeziehungen Konzernobergesellschaft und Konzerntochtergesellschaft lassen sich im Geschäftsalltag nicht mit blossen Ausstandsregeln erfassen. Erwähnt sei in diesem Zusammenhang nur das Stichwort der Transferpreise. Wirkungsvoller als Ausstandsregeln wäre hier beispielsweise eine klare Verpflichtung auf ein „*dealing at arm's length*“, also zu Marktkonditionen.

### 3. Amtsdauer

Der bundesrätliche Entwurf sah eine Beschränkung der Amtszeit von den Verwaltungsratsmitgliedern auf ein Jahr vor. Als Gegenstück zur jährlichen Rechenschaftsablage durch den Verwaltungsrat hätte die Generalversammlung damit ebenfalls jährlich über die Fortsetzung oder Beendigung der Mandate entscheiden können. Der Vorschlag ist bekanntlich auf massive Ablehnung gestossen. Kritisiert wurde insbesondere dass die Verkürzung der Amtsdauer die ohnehin schon bestehende Tendenz zu kurzfristigem wenn nicht gar kurzfristigem Handeln verstärke. Zumindest die Revisionsgesellschaften müssten dieses Argument eigentlich mit Staunen zur Kenntnis genommen haben: Nach der schweizerischen Praxis werden Revisionsstellen nämlich durchgehend für ein Jahr gewählt, dies *nota bene* obwohl eine Wahl auf drei Jahre von Gesetzes wegen zulässig wäre. In der Praxis kann al-



lerdings keine Rede davon sein, dass die Mandatsbeziehung zwischen Gesellschaft und Revisionsstelle deshalb in irgendeiner Weise durch Kurzfristigkeit geprägt würde. Etwas mehr Zuversicht seitens der betroffenen Exponenten hätte sicher nicht geschadet.

Die Erfahrung zeigt nämlich, dass insbesondere bei echten Publikumsgesellschaften Verwaltungsratsmitglieder nicht ohne Not ausgewechselt werden. Umgekehrt hat es noch keinem Mandatierten geschadet wenn er sich bewusst ist, dass er regelmässig über sein Handeln Rechenschaft abzulegen hat und: Wie jeder erfolgreiche Anwalt weiss, ist die Tatsache, dass der Klient und er selbst das Mandat jederzeit beenden kann noch lange kein Anlass um dieses kurzfristig zu führen.

#### 4. *Auskunftsrechte*

Charakteristisch für Mandatsverhältnisse sind der Wissensvorsprung des Agenten und damit die Informationsasymmetrien. Ein Instrument zur Entschärfung solcher Informationsasymmetrien sind Informationspflichten. Bereits das klassische Mandatsrecht verpflichtet den Beauftragten deshalb dazu, über seine Tätigkeit Rechenschaft abzulegen (Art. 400 OR). In den modernen Rechnungslegungs- und Offenlegungsvorschriften findet sich dieses Konzept wieder, weiterentwickelt und auf das Verhältnis zwischen Aktionären und Verwaltungsrat zugeschnitten. Beispiele für diese Weiterentwicklung und Spezialisierung der Rechenschaftsablage sind die Regeln über die periodische Berichterstattung sowie zur Ad-hoc-Publizität bei kotierten Gesellschaften. Bei der nicht-kotierten Aktiengesellschaft hat der Verwaltungsrat die Aktionäre allerdings nach wie vor nur im Rahmen des Jahresberichts über den Geschäftsgang zu informieren. Ein Recht zur Auskunft und (eingeschränkt) zur Einsicht steht den Aktionären nur im Rahmen der Generalversammlung zu (Art. 697 OR). Weitergehende Informationspflichten, etwa bei ausserordentlichen Ereignissen, bestehen de lege lata keine.

Der Bundesrat hatte deshalb vorgesehen, bei nicht-kotierten Aktiengesellschaften ein schriftliches und unterjähriges Auskunftsrecht für die Aktionäre (697 E-OR) und ein Auskunftsrecht betreffend Vergütungen des Verwaltungsrats (697<sup>quinquies</sup> E-OR) einzuführen. Beides wurde vom Ständerat mit der Begründung verworfen, es sei nicht „KMU-verträglich“. Im Entwurf verbleibt als Neuerung somit nur eine leichte Erweiterung des Einsichtsrechts (697<sup>bis</sup> E-OR). Implizit geht der Gesetzgeber damit weiterhin davon aus, dass der Eigentümer einer privat gehaltenen Gesellschaft langfristig in der Gesellschaft engagiert ist, so dass ein einjähriger Informa-



tionsrhythmus seinen Bedürfnissen genügt. Dieser Entscheid scheint grundsätzlich richtig: Das schriftliche und unterjährige Auskunftsrecht wäre in der vorgeschlagenen Form nur schwer zu handhaben gewesen. Zudem drängt sich beim Auskunftsrecht mehr noch als in anderen Fragen eine individuelle, auf die konkreten Aktiengesellschaft und ihre Aktionärsstruktur zugeschnittene Lösung auf. Deshalb wäre es zu begrüßen, wenn der Gesetzgeber stattdessen eine statutarische Erweiterung der Informationsrechte von Aktionären nicht-kotierter Gesellschaften ausdrücklich erlaubt hätte. Die Gesellschaft könnte so beispielsweise durch Statutenbestimmung eine Pflicht zur sofortigen Information der Aktionäre über aussergewöhnliche Geschäftsvorgänge einführen.

## B. Anreize

Die gesetzliche Treue- und Sorgfaltspflicht setzt in erster Linie die Leitplanken für das Handeln des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung. Angesichts des breiten Ermessensspielraums, den die gesetzlichen Pflichten den Organen der Gesellschaft mit Blick auf eine erfolgreiche Führung der Unternehmung lassen müssen, drängt es sich auf, die gesetzlichen Pflichten durch Anreize, also durch eine leistungs- oder erfolgsabhängige Entschädigung zu ergänzen. So einleuchtend und naheliegend das Konzept einer leistungs- oder erfolgsabhängigen Entschädigung abstrakt gesehen ist, seine Wirksamkeit sollte nicht überschätzt werden. Perfekte Verhaltenssteuerung über Anreize setzt genau definierte und adäquate Verhaltensvorgaben voraus, deren Erfüllung sich im Nachhinein präzise feststellen lässt. Angesichts der zahlreichen Informationsasymmetrien ist diese Voraussetzung bei Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bestenfalls teilweise erfüllt. Damit besteht bei leistungs- und erfolgsabhängigen Entschädigungsmodellen immer das Risiko des Über- oder Unterschliessens – mit potentiell kontraproduktiven Konsequenzen: Denn Lohn ohne Leistung korrumpiert – Leistung ohne Lohn demotiviert. Wer mit anderen Worten Lohn erhält den er – wie er selbst weiss – in diesem Umfang nicht verdient hat, wird seinen Auftraggeber nicht mehr ernst nehmen; wer seine Leistung nicht angemessen honoriert sieht, wird sich in Zukunft zweimal überlegen, bevor er sich besonders anstrengt. Anreizsysteme sind damit nicht per se schlecht.

Entscheidend ist vielmehr, dass sie *risikooptimal motivieren*. Dazu müssen sie echte, nachhaltige Leistung und echten, nachhaltigen Erfolg honorieren. Der wirkungsvollste Weg um dieses Ziel zu erreichen, führt meines Erachtens über eine



zweckmässige Strukturierung des Prozesses der Salärverhandlungen. Es hilft wenig, der Generalversammlung das Recht zu geben, ein komplexes Entschädigungsmodell zu genehmigen oder zu verwerfen. Stattdessen sollte man sich auf eine Kernüberlegung des Mandatsrechts zurückbesinnen: Der Verbindung von Gestaltungsfreiheit mit Rechenschaftspflicht, oder: von Freiheit und Verantwortung. Insofern ist es richtig, dass mit dem Entwurf vom Bundesrat und Ständerat das Vergütungsreglement Eingang ins Gesetz findet (Art. 731c E-OR). Sachgerecht ist auch, dass bei kotierten Gesellschaften in Zukunft der Verwaltungsrat einen Vergütungsbericht zu erstatten hat. Zumindest für kotierte Gesellschaften wäre es allerdings an der Zeit gewesen, einen Entschädigungsausschuss nicht nur zu ermöglichen, sondern diesen zwingend vorzuschreiben. Das Compensation Committee wäre dabei, wie neu der Verwaltungsratspräsident direkt durch die Generalversammlung aus den Mitgliedern des Verwaltungsrats zu wählen - wie dies die Initiative Minder vorsieht<sup>1</sup> - und zur selbständigen Rechenschaftsablage im Rahmen der Generalversammlung zu verpflichten. Mit diesen mehr konzeptionellen Bemerkungen soll es an dieser Stelle sein Bewenden haben, wird das Thema Salär doch anschliessend eingehend von Kollegen Böckli behandelt werden.

## II. AKTIONÄRE UND ANSPRUCHSGRUPPEN

Nach Art. 717 OR hat der Verwaltungsrat „*die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen [zu] wahren*“. Das Gesetz lässt offen, was unter den „*Interessen der Gesellschaft*“ zu verstehen ist. Zwei mögliche Interpretationen kommen in Frage: Entweder werden unter den „*Interessen der Gesellschaft*“ primär die Interessen der Gesellschafter, also der Aktionäre verstanden. Oder die „*Interessen der Gesellschaft*“ werden als eigenständige Interessen der Aktiengesellschaft definiert, eigenständig insbesondere auch gegenüber den unmittelbaren Eigentümerinteressen; sie umfassen dann über die Interessen der Aktionäre hinaus auch die Interessen aller weiteren Anspruchsgruppen. Verkürzt wird vom Konflikt zwischen den Interessen der Shareholder und denjenigen der Stakeholder gesprochen. Entweder hat der Verwaltungsrat einzig den Unternehmenswert zu maximieren oder er darf auch die Interessen weiterer Anspruchsgruppen oder Stakeholder mit in Betracht ziehen. Das Kapital der Aktiengesellschaft stammt von den Aktionären als Eigenkapitalgebern und den Gläubigern als Fremdkapitalgebern. Der Anspruch der Gläubiger ist dabei

---

<sup>1</sup> Art. 95 Abs. 3 lit. a E-BV: „Sie [die GV] wählt jährlich die Verwaltungsratspräsidentin oder den Verwaltungsratspräsidenten und einzeln die Mitglieder des Verwaltungsrates und des Vergütungsausschusses“.





genau definiert. Forderungshöhe, Fälligkeit und allenfalls Zins stehen fest. Dies gilt für Kreditgeber, Obligationäre und Lieferanten so gut wie für die Arbeitnehmer, als einer besonders bedeutenden Kategorie von Gläubigern der Aktiengesellschaft. Die vermögensrechtliche Stellung der Aktionäre dagegen ist nur komplementär bestimmt. Die Aktionäre haben Anspruch auf das Residuum, auf das, was bleibt, wenn alle Fremdkapitalgeber befriedigt sind. Hält man sich die residuale Natur der Aktionärsstellung vor Augen, so liegt es näher, unter den „Interessen der Gesellschaft“ primär die Interessen der Aktionäre zu verstehen, nicht weil die Interessen der anderen Anspruchsgruppen bedeutungslos wären, sondern weil diese bereits vertraglich gesichert sind. So gut, wie die Aktionäre Anspruch auf das und nur das haben, was nach Erfüllung der Verbindlichkeiten übrig bleibt, so gut sind sie darauf angewiesen, dass der Verwaltungsrat das Unternehmen innerhalb des durch die vertraglichen Verpflichtungen mit den verschiedenen Gläubigergruppen abgesteckten Rahmens im Eigentümerinteresse führt.

Der Verwaltungsrat hat also primär die Aktionärsinteressen wahrzunehmen und den Unternehmenswert zu maximieren. Die Interessen der weiteren Anspruchsgruppen sind deswegen nicht bedeutungslos. Vielmehr sind sie soweit relevant, als sie mittelbar zur Maximierung des Unternehmenswerts beitragen. Der Verwaltungsrat beispielsweise, der dem Humankapital keine Sorge trägt, wird auch das Ziel der Maximierung des Unternehmenswerts nicht erreichen. Die Auseinandersetzung zwischen den Aktionärsinteressen und den Interessen der weiteren Anspruchsgruppen hat bekanntlich die aktienrechtliche Diskussion der Neunzigerjahre geprägt. Die Botschaft zur Aktienrechtsrevision nimmt diese Diskussion indirekt auf, wenn sie die Stärkung der Aktionärsrechte zum erklärten Ziel der Revision macht.

Insofern erstaunt es auch nicht, dass die Stellungen der Stakeholder in der laufenden Revision kaum thematisiert und nur in wenigen Punkten gestärkt wird. Der aktuelle Entwurf zum Aktienrecht unterscheidet sich darin beispielsweise vom Fusionsgesetz mit seinen spezifischen Konsultationsverfahren zu Gunsten der Arbeitnehmer. Gestärkt werden soll immerhin die Stellung einer spezifischen Anspruchsgruppe nämlich der Gläubiger und zwar durch Auskunftsrechte (Art. 716c Abs. 4 E-OR betr. Organisationsreglement und 731c Abs. 4 E-OR betr. Vergütungsreglement). Danach orientiert der Verwaltungsrat nicht nur die Aktionäre, sondern neu auch die Gläubiger der Gesellschaft auf Anfrage schriftlich über die Organisation der Geschäftsführung, soweit diese im Organisationsreglement zwingend zu umschreiben ist resp. das Vergütungsreglement. Voraussetzung und praktisch gesehen



wohl auch Krux dieses Auskunftsrechts ist immerhin, dass ein schutzwidriges Interesse glaubhaft gemacht werden muss. Es ist nämlich nicht offensichtlich, worin ein solches schutzwürdiges Interesse des Gläubigers liegen könnte. Dem typischen Courant-Gläubiger jedenfalls dürfte es in aller Regel nicht leicht fallen, ein solches schutzwürdiges Interesse darzutun. Strategische Gläubiger umgekehrt wie beispielsweise kreditgebende Banken, haben andere und wirkungsvollere Mittel und genügend „*bargaining power*“ um sich beispielsweise über Covenants in Kreditverträgen den Zugang zu den für sie relevanten Informationen zu verschaffen.

Der bundesrätliche Gegenentwurf zur Initiative Minder sah sodann vor, dass die Aktivlegitimation für die Rückforderungsklage gemäss Art. 678 OR auf die Gläubiger ausgedehnt würde. Dieser Vorschlag stiess in der Lehre auf Kritik. So würde eine Art Popularklage eingeführt, sei doch jeder Arbeitnehmer zugleich Lohngläubiger. Kritisiert wurde aber auch, es sei schwer nachvollziehbar, wieso der Gläubiger einer zahlungsfähigen und zahlenden Gesellschaft in das Verhältnis zwischen Aktionären und Verwaltungsrat eingreifen können soll. Im Aktienrecht sind wie erwähnt als Gesellschaftsinteressen die Interessen der Aktionäre anzusehen. Nur diese sind aktienrechtlich zu schützen. Die Drittinteressen sind, sofern erheblich, vom regulatorischen Rahmen des öffentlichen Rechts oder der Sozialgesetzgebung aufzufangen. In der vorliegenden Frage der aufrecht stehenden Gesellschaft geschieht dies zunächst durch das Prinzip „*pacta sunt servanda*“ des Vertragsrechts. Ein weiterer Schutz der Drittinteressen ergibt sich aus dem Prinzip „*nemo liberalis nisi liberatus*“ des Vollstreckungsrechts, das durch die paulianische Anfechtung konkretisiert wird. Sofern man Handlungsbedarf betreffend die Maxime, dass niemand geben kann, wer nichts hat, erkennt – etwa weil gezeigt werden kann, dass die Anfechtungsmöglichkeiten im Konkurs ungenügend oder ineffizient sind –, so ist aber jedenfalls der Ort um zu legiferieren das SchKG und nicht das Aktienrecht. Die ständerätliche Streichung der Aktivlegitimation der Gläubiger verdient daher Zustimmung.

### **III. INDIVIDUELLE INTERESSEN UND KOLLEKTIVES HANDELN**

In der Aktiengesellschaft liegt die Eigentümerstellung typischerweise in der Hand einer Mehrzahl von Aktionären. Der Eigentümer ist in nicht eine Person, sondern ein Kollektiv. Damit stellt sich die Frage, durch wen und in welcher Form die typischen Eigentümerrechte gegenüber dem Verwaltungsrat wahrgenommen werden. Das Aktienrecht regelt dies differenziert je nach Art des Aktionärsrechts. Wahl und



Abwahl der Verwaltungsräte, Entgegennahme des Jahresberichts und Statutenanpassungen sind Sache der Generalversammlung. Massgebend ist hier der Mehrheitsentscheid. Das Recht zur Einberufung einer Generalversammlung steht als kollektives Schutzrecht Aktionären zu, die mindestens zehn Prozent des Aktienkapitals auf sich vereinen. Das Recht, eine Verantwortlichkeitsklage zu erheben, steht als individuelles Schutzrecht jedem einzelnen Aktionär persönlich zu.

Die Ausübung von Aktionärsrechten ist mit (Opportunitäts-) Kosten verbunden. Schon die blosser Teilnahme an einer Generalversammlung kostet Zeit. Wer das Auskunfts- oder das Stimmrecht wirkungsvoll ausüben will, muss sich in die einzelnen traktandierten Geschäfte einarbeiten. Will er sich dabei nicht allein auf die Darstellung des Verwaltungsrats verlassen, fällt zusätzlicher Aufwand für die Informationsbeschaffung und -analyse an. Noch wesentlich aufwändiger ist die Ausübung von Klagerechten. Wer beispielsweise die Einreichung einer Verantwortlichkeitsklage ins Auge fasst, hat mit erheblichen Kosten nur schon für die Aufarbeitung des Sachverhaltes und die Analyse der Rechtslage zu rechnen. Die Kosten für die Ausübung von Aktionärsrechten hängen nicht von der Grösse der Beteiligung ab. Ob der Aktionär eine oder alle Aktien hält: für die Ausübung des gleichen Rechts fallen die gleichen Kosten an. Anders präsentiert sich die Sachlage auf der Nutzenseite. Ein Mehrwert, der durch die Ausübung der Aktionärsrechte geschaffen wird, fällt nicht beim einzelnen Aktionär, sondern bei der Gesellschaft an. Der aktive Aktionär investiert mit anderen Worten in ein Gut, die bessere Führung der Gesellschaft, von dessen Nutzung er die anderen Aktionäre nicht ausschliessen kann. Die passiven Aktionäre profitieren als Trittbrettfahrer von der Kontrollinvestition des aktiven Aktionärs. Darin unterscheidet sich seine Ausgangslage von derjenigen des Alleineigentümers. Der Alleineigentümer kann den ganzen Nutzen, den er mit seinem aktiven Auftreten schafft, für sich selbst beanspruchen. Für den Alleineigentümer hat das Durchsetzen seiner Rechte die Eigenschaften eines privaten, für den Aktionär diejenigen eines öffentlichen Gutes. Die Tatsache, dass Kontrollinvestitionen öffentliche Güter schaffen, erklärt die Tendenz der Aktionäre zur Passivität. Die Aktionärsrechte bestehen, ihre Durchsetzung mag chancenreich erscheinen, der dem einzelnen Aktionär entstehende Nutzen allerdings ist kleiner, als die von ihm zu tragenden Kosten. Der rational handelnde Aktionär verhält sich bei dieser Ausgangslage passiv: In der Aktiengesellschaft mit breit gestreutem Aktionariat zeigen sich die klassischen Probleme des kollektiven Handelns. Bei jedem Aktionärsrecht ist deshalb die zweiteilige Frage nach der Ökonomie seiner Ausübung zu stellen. Wie lassen sich die Kosten für die Ausübung reduzieren? Sollen



die Kosten für die Geltendmachung eines Aktionärsrechts statt von den aktiv werdenden Aktionären von der Gesellschaft getragen und damit kollektiviert werden?

Beispiele für *Kostensenkungen* sind Vereinfachungen im Bereich der Teilnahme an der Generalversammlung durch Einsatz des Internet: Der Entwurf sieht neben der Möglichkeit an verschiedenen Orten (Art. 701a Abs. 4 E-OR) oder im Ausland zu tagen (Art. 701b E-OR) die Möglichkeit vor, mithilfe elektronischer Mittel an einer Generalversammlung teilzunehmen (Art. 701c E-OR) und schafft gar die Voraussetzungen für eine ausschliesslich auf elektronischem Weg durchgeführte Generalversammlung (Art. 701d -701 f E-OR).

Eine *Kollektivierung der Ausübungskosten* verfolgt das vom Ständerat in Diskussion gebrachte Nominee-Modell (Art. 685e ff- E-OR). Mit diesem Modell soll die Problematik der sogenannten Dispoaktien entschärft werden. Dispoaktien sind gesetzlich nicht geregelt. Sie entstehen, wenn sich ein Erwerber börsenkotierter Namenaktien nicht im Aktienbuch eintragen lässt und damit der Gesellschaft unbekannt bleibt. Dispoaktionäre können von der Gesellschaft nicht gezielt angesprochen und mit Informationen beispielsweise über eine bevorstehende Generalversammlung versorgt werden und sie können an dieser nicht teilnehmen, jedenfalls nicht ohne zu zuvor und rechtzeitig das Gesuch um Eintragung als Aktionäre gestellt zu haben. Dispoaktionäre verhalten sich damit notwendigerweise passiv und beteiligen sich als Trittbrettfahrer nicht an den Kontrollkosten der Generalversammlung. Das Nominee-Modell sieht nun für den Fall, dass sich der Erwerber nicht zur Eintragung meldet, vor, dass innert 30 Tagen seine Verwahrungsstelle ins Aktienbuch eingetragen wird (Art. 685f Abs. 5 und Art. 686 Abs. 1 lit. c E-OR). Damit werden leere Mitgliedschaftsstellen (und somit Dispoaktien) vermieden. Die Verwahrungsstelle leitet Unterlagen der Gesellschaft an die Aktionäre weiter, sodass der Informationsfluss von der Gesellschaft zu den Nomininee-Aktionären gewährleistet ist. Die Verwahrungsstelle übt weisungsgemäss das Stimmrecht für den bei ihr registrierten Aktionär gegenüber der Gesellschaft aus (Art. 686 Abs. 5, Art. 689 Abs. 1<sup>ter</sup> E-OR). Liegt keine Weisung des Aktionärs vor, so enthält sich die Verwahrungsstelle der Stimme (Art. 689c<sup>bis</sup> E-OR). Zur Verhinderung der Umgehung von allfälligen Stimmrechtsbegrenzungen muss die Verwahrungsstelle zudem dafür sorgen, dass keiner der von ihr als Nominee-Aktionäre mehr als 0.2% aller Stimmen abgibt (Art. 689 Abs. 1<sup>quater</sup> E-OR). Diese Schwelle kann in den Statuten erhöht werden, wobei die Begrenzung des Art. 685d Abs. 1 OR (prozentmässige Vinkulierung) nicht überschritten werden darf. Wer eine grössere Zahl von Stimmen ausüben will, hat sich ins Aktienbuch eintragen zu lassen. Jede Gesellschaft

kann entscheiden, ob sie das Nominee-Modell anwenden will oder nicht. Die Kosten für die Nominee-Vertretung trägt die Gesellschaft (Art. 689c<sup>bis</sup> Abs. 3 E-OR). Das Nominee-Modell sollte insbesondere bei grossen Gesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat zu einer deutlichen Verbesserung der Vertretung an der Generalversammlung führen.

Die *Kollektivierung der Ausübungskosten* zur Entschärfung des Problems des kollektiven Handelns bietet sich auch bei Klagerechten an: Beispiel für die Kostenverlagerung *de lege lata* ist die Regelung der Kostentragung für die Rechtsbehelfe im Fusionsgesetz (Art. 104ff FusG) oder, wenn auch weniger konsequent, die Regelung über die Kostentragung im Bereich der Anfechtungs- und Verantwortlichkeitsklage. Das Gesetz hält nunmehr ausdrücklich fest, dass die Generalversammlung die Anhebung der Klage beschliessen kann (Art. 756 Abs. 2 E-OR, Art. 678 Abs. 5 E-OR, vgl. auch Art. 697a OR). Die Klageführung durch die Gesellschaft selber auf Beschluss der Aktionäre hin ist in der Tat eine gute Lösung für alle Fälle, in denen die Aktionäre tatsächlich gleichlaufende Interessen haben. Dann werden sie nämlich gemeinsam „richtig“ und damit effizient entscheiden. Ist aus irgendeinem Grund der Interessengleichlauf nicht gegeben oder eine Abstimmung in der Generalversammlung zeitlich nicht möglich, so ist eine ergänzende Lösung gefordert. Für solche Situationen ist Prozesskostenregelung in der künftigen schweizerischen ZPO vorgesehen, nach welcher in begründeten Fällen die Prozesskosten abweichend vom Prozessausgang verlegt werden können. Die Botschaft führte dazu aus: *„Für die Entlastung der Kleinaktionärin oder des Kleinaktionärs spricht (...) das ungleiche wirtschaftliche Kräfteverhältnis der Parteien, ausserdem das öffentliche Interesse, dass der Aktionärsschutz (...) tatsächlich durchgesetzt wird.“*<sup>2</sup> Es ist nun sogar vorgesehen, dass der Gesellschaft die Kosten auferlegt werden können, wenn sie nicht Partei ist. Dieser *prozedurale Ansatz* ist grundsätzlich richtig. Doch ist zu bedenken, dass die Gerichte bereits *de lege lata* die Möglichkeit hätten, in begründeten Fällen die Kosten abweichend vom Prozessausgang zu verteilen. Nur ist das – soweit ersichtlich – selten geschehen. Zudem: Da die Kosten erst mit der Hauptsache verlegt werden, ist im Moment der Klageanhebung das Prozessrisiko gerade *nicht* gemindert – denn niemand kann sagen, wie ein Prozess ausgehen wird und ob das Gericht von seinem Ermessen Gebrauch machen wird. Bereits an anderer Stelle habe ich daher die Einrichtung eines *aktienrechtlichen Vorverfahrens* vorgeschlagen, in welchem in einer *prima facie* Einschätzung des

---

<sup>2</sup> BBl 2006, 7297.



Gerichts eruiert wird, ob das Klagefundament soweit begründet ist, dass ein legitimes Interesse an der gerichtlichen Abklärung besteht. Das deutsche Aktienrecht kennt ein derartiges Vorverfahren bereits (Art. 148 AktG-Deutschland). Ein solches Vorverfahren würde erlauben, das Kostenrisiko im Hauptverfahren konkret aufgrund der *prima facie* Einschätzung des Gerichts zu beurteilen.

#### IV. MEHRHEIT UND MINDERHEIT

Wer über die Mehrheit der Aktienstimmen verfügt, kontrolliert die Aktiengesellschaft. Er kann den Verwaltungsrat nach seinen Vorstellungen besetzen, die Dividendenpolitik bestimmen und die Statuten festsetzen. Die Kontrolle der Aktiengesellschaft durch die Mehrheit und damit auch durch einen allfälligen Mehrheitsaktionär ist vom Gesetzgeber so gewollt und sie macht in der weitaus überwiegenden Zahl der Fälle auch Sinn. Wer viel in die Gesellschaft investiert hat, hat ein grosses Interesse an ihrem wirtschaftlichen Gedeihen. In der Regel wird er seine Aktionärsrechte mit Blick auf dieses wirtschaftliche Gedeihen einsetzen, auch zum Nutzen der Minderheitsaktionäre. Anders als etwa in der Politik spielen weltanschauliche Fragen bei Entscheiden in der Aktiengesellschaft eine sekundäre Rolle. Aktionäre haben weitgehend homogene Präferenzen: Ihr gemeinsames Ziel ist die Steigerung des Wertes der Unternehmung. Wegen dieser homogenen Präferenzen kann in einer Aktiengesellschaft besonders gut durch Abstimmung entschieden werden: Was die Mehrheit will, wird mit viel höherer Wahrscheinlichkeit auch für die Minderheit akzeptabel sein, als dies beispielsweise im politischen System mit seinen stark heterogenen Präferenzen der Fall ist. Der aktienrechtliche Minderheitenschutz kann sich bei dieser Ausgangslage auf *kritische Bereiche* konzentrieren. Dazu gehört einmal die Verpflichtung des Verwaltungsrats auf eine *Geschäftsführung im Interesse aller Aktionäre*: Der Verwaltungsrat ist der Gesamtheit der Aktionäre verpflichtet und nicht der ihn wählenden Aktionärsmehrheit also nicht einfach seiner Constituency. Weiter gehören dazu beispielsweise die Anfechtungsrechte nach Art. 706 OR mit denen der Minderheitsaktionär seinen Anspruch auf Gleichbehandlung sowie seinen Anspruch auf eine sachliche Begründung des allfälligen Eingriffs in Aktionärsrechte durchsetzen kann. Der Minderheitenschutz war ein zentrales Thema der Aktienrechtsrevision von 1991. Welche Bedeutung kommt diesem Thema im Rahmen der Aktienrechtsrevision 2009/2010 zu?



## A. Schwellen Ausübung Minderheitenrechte

Die Schwellen für die Ausübung einiger Minderheitsrechte sollen gesenkt, respektive durch Anknüpfung an geeignete Parameter modifiziert werden, um die Minderheitsrechte besser durchsetzbar zu machen. Gleichzeitig wird nach kotierten und nicht-kotierten Gesellschaften unterschieden. Bei der *Sonderuntersuchung* sollen – neben der materiellen Voraussetzung der glaubhaft gemachten Verletzung der Statuten oder des Gesetzes – neu folgende Schwellen gelten: Bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien: 0,5 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen oder Aktien im Nennwert von einer Million Franken. Bei Gesellschaften ohne börsenkotierte Aktien: 5 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen; oder Aktien im Nennwert von 250'000 Franken. Anzuführen ist, dass der Ständerat die Schwellen modifiziert hat auf *3% respektive 10% bei nicht kotierten Aktien* (697b Abs. 1 Ziff. 1 E-OR). Die *Einberufung der Generalversammlung* soll neu möglich sein, wenn sie von Aktionären, die bei kotierten Gesellschaften über 2,5 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen, oder Aktien im Nennwert von einer Million Franken verfügen; bei Gesellschaften ohne börsenkotierte Aktien über 10 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen, oder Aktien im Nennwert von einer Million Franken verfügen (Art. 699 Abs. 3 E-OR). Das *Traktandierungsrecht* ist gegeben für Aktionäre, die bei börsenkotierten Gesellschaften über 0.25 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen oder Aktien im Nennwert von einer Million Franken verfügen; bei nicht kotierten Gesellschaften über 2.5 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen oder Aktien im Nennwert von 250'000.-- Franken verfügen (Art. 699a Abs. 2 Ziff. 2 E-OR). Die *Auflösung* der Gesellschaft kann neu verlangt werden wenn wichtige Gründe vorliegen und Aktionäre sie verlangen, die über 5% des Aktienkapitals, 5% der Stimmen oder Aktien im Nennwert von einer Million Franken verfügen (Art. 736 Abs. 4 E-OR).

## B. Stimmrechtsvertretung

Eine weitere die Mehrheitsverhältnisse in der Aktiengesellschaft betreffende Frage ist jene der institutionellen Stimmrechtsvertretung. Der bundesrätliche Vorschlag wollte die Organ- und Depotvertretung abzuschaffen und dafür nur eine unabhängige Stimmrechtsvertretung vorsehen. Die Rechtskommission des Nationalrates scheint nun die Depot- und Organvertretung beibehalten zu wollen, Einzelheiten sind allerdings aufgrund der Vertraulichkeit der Kommissionssitzungen bisher nicht bekannt. Die Stimmrechtsvertretung nach dem Modell des Bundesrates trägt



folgende Züge: Erstens kann die Stimmvertretung nur noch in Privatgesellschaften auf andere Aktionärinnen und Aktionäre beschränkt werden (Art. 689d Abs. 1 OR). Ist dies der Fall, so muss auf eines Aktionärs eine unabhängige Person als Vertreter bezeichnet werden (Art. 689d Abs. 2 E-OR).

Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien müssen einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter einsetzen (Art. 689c Abs. 1 E-OR). Erhält der unabhängige Stimmrechtsvertreter keine Weisungen, so enthält er sich der Stimme (Art. 689d Abs. 6 E-OR). Bei nicht angekündigten Anträgen stimmt er – mangels einer besonderen Weisung – gemäss den Empfehlungen des Verwaltungsrats (Art. 689c Abs. 4 E-OR, Art. 689 Abs. 6 E-OR). Wichtig dabei ist, dass enthaltene Stimmen gemäss Art. 703 Abs. 2 E-OR als nicht abgegebene Stimmen gelten und die Generalversammlung ihrer Beschlüsse mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen fasst (Art. 703 Abs. 1 E-OR). Dauervollmachten an den unabhängigen Stimmrechtsvertreter sollen unzulässig sein (Art. 689c Abs. 2 E-OR). Dies offenbar um Umgehungen der Abschaffung der Organ- und Depotvertretung zu vermeiden. Die Botschaft sprach denn auch davon, Dauervollmachten könnten nur an Privatpersonen erteilt werden; an anderer Stelle hiess es, es sei eine *konkrete Weisung vonnöten*. Weiter führte die Botschaft aus, dass das Verbot der Organ- und Depotvertretung nicht auf dem Weg der gewillkürten Vollmacht umgangen werden dürfe. Der Ständerat hat nun im Rahmen des Vorschlags des Nominee Modells vorgesehen, dass die Erteilung von Dauervollmachten *an die Verwahrungsstelle in allgemeinen Geschäftsbedingungen* nicht zulässig sein soll (Art. 689c<sup>bis</sup> Abs. 2 E-OR). Richtig daran ist, dass bei der Depotvertretung das *in dubio pro administratione* missbraucht werden konnte. Verhindert wird dies nunmehr schon dadurch, dass sich der institutionelle Stimmrechtsvertreter – so gesehen eher Bote als Stellvertreter – der Stimme enthalten muss, wenn er nicht konkret instruiert wird und die nicht abgegebene Stimme gemäss dem revidierten Art. 703 OR nicht mitgezählt wird. Dadurch werden die tatsächlich stimmenden Aktionäre gestärkt, was positiv zu werten ist. Wollte man hier eine Dauervollmacht erlauben, so könnte nur – ohne konkrete Weisung – leer eingelegt werden, was aber nicht als Stimme gezählt werden dürfte.

Nicht beantwortet wird aber die Frage, wie es sich verhält, wenn der Vertreter des Aktionärs nicht bloss Verwahrer – wie die Verwahrstelle des Nominee-Modells, die nur gestützt auf konkrete Weisungen stimmen darf – sondern *Vermögensverwalter* ist. Hier wird keine weisungslose Dauervollmacht erteilt, sondern mit dem Vermögensverwaltungsvertrag gerade die Ermächtigung, alle für die Erfüllung des Mandats nötigen Handlungen auch im Aussenverhältnis vorzunehmen (Art. 396





Abs. 2 OR). Der Vermögensverwalter ist im Innenverhältnis in der Pflicht, die Interessen des Auftraggebers zu wahren, was die Pflicht beinhaltet, gewisse Titel zu kaufen, andere wiederum zu verkaufen. Richtig gesehen kann es damit für die Interessenwahrung *a majore ad minus* erforderlich werden, das Stimmrecht auszuüben, ansonsten sich der Vermögensverwalter pflichtwidriges Unterlassen vorwerfen lassen müsste. Die Aufgabe, der Pflichterfüllung im Innenverhältnis Nachachtung zu verschaffen, obliegt dem Auftraggeber und nicht dem Gesetzgeber, denn es handelt sich nur um eine schuldrechtliche Verpflichtung, die im Prozess der Dispositionsmaxime unterliegt. Ist der Vermögensverwalter im Innenverhältnis *verpflichtet* zu stimmen und im Aussenverhältnis zur Vertretung vermutungsweise *befugt* so kann es nicht angehen, ihn per aktienrechtlicher Sondervorschrift an der Erfüllung seines Auftrages zu hindern. Es ist im Übrigen in der Sache nicht ersichtlich, wozu dies nötig sein sollte: Hier liegt keine Situation eines *nicht gebildeten Willens bei gleichzeitigem Fehlen einer Ermächtigung des Dritten zur Willensbildung für den Aktionär* – wie etwa im geltenden Recht bei der Depotvertretung – vor. Nur dieser Sachverhalt aber ist regelungsbedürftig, damit nicht ohne auftraggeberischen Willen gestimmt wird. Im Gegenteil wird hier der Wille gerade vom Stellvertreter pflichtgemäss gebildet, was durch die erteilte Vollmacht im Vermögensverwaltungsvertrag legitimiert ist. Ob er einen eine Dauervollmacht enthaltenden Vermögensverwaltungsauftrag erteilt, kann der Aktionär frei entscheiden, womit in solchen Fällen ein Verbot der Dauervollmacht überflüssig ist.

### **C. Stimmrechtsaktien**

Abschliessend noch eine Beobachtung: Anders als 1991 spielt das Thema Stimmrechtsaktien in der aktuellen Revisionsdebatte kaum eine Rolle. Das dürfte, wie eine kurz vor Abschluss stehende empirische Studie zeigt, kein Zufall sein. Es scheint, dass die markanten Verbesserungen bei der Rechnungslegung das Risiko des missbräuchlichen Einsatzes von Stimmrechtsaktien deutlich gesenkt haben. Stimmrechtsaktien sind damit heute in erster Linie eine Gestaltungsoption und nicht mehr primär eine Gefahr für die Aktionärsminorität.



## V.FAZIT

Erstens: Während in der Aktienrechtsrevision von 1991 das Verhältnis von Mehrheit und Minderheit zentrale Bedeutung hat, steht heute das Mandatsverhältnis im Fokus.

Zweitens: 1991 wie heute fehlt ein systematischer Umgang mit der rationalen Apathie der Aktionäre.

Drittens: Dem politisch brisanten Thema Stakeholder wird auch in der in der aktuellen Aktienrechtsrevision bemerkenswert wenig Aufmerksamkeit zugewendet.