

In:
Schweizer Rainer J. u.a. (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65.
Geburtstag, Zürich 2002.

LUKAS GLANZMANN*

Das Proporzwahlverfahren (*cumulative voting*) als Instrument der Corporate Governance

Inhaltsübersicht	Seite
I. Einleitung	401
II. Das Proporzwahlverfahren: Mechanismus und Zulässigkeit unter Schweizer Recht	402
1. Die Wahl des Verwaltungsrats mittels Proporz	402
2. Die Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern	405
3. Statutarische Grundlage als Voraussetzung des Proporzwahlverfahrens	406
4. Die Stellung des von einer Minderheit gewählten Verwaltungsratsmitgliedes	408
5. Die Risiken bei der Stimmrechtsausübung	409
III. Der Wert des Proporzwahlverfahrens für die Corporate Governance	411
1. Die Bedeutung des Wahlrechts in der Corporate Governance	411
2. Die Mängel des traditionellen Kontrollsystems	417
3. Die Auswirkungen des Proporzwahlverfahrens auf die Corporate Governance	419
IV. Würdigung	425

I. Einleitung

Als Proporzwahlverfahren wird im vorliegenden Aufsatz das vor allem in den USA unter dem Begriff *cumulative voting* bekannte Wahlverfahren für die Mitglieder des Verwaltungsrates einer Aktiengesellschaft bezeichnet¹. In den USA ist dieses Wahl-

* Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt (Zürich und New York). Der Autor dankt Prof. Detlev F. Vagts, Harvard Law School, und Prof. Jesse M. Fried, Boalt Hall, für ihre Kommentare zu früheren Entwürfen dieses Aufsatzes.

¹ Die Begriffe Proporzwahlverfahren und *cumulative voting* werden in der Schweiz nicht einheitlich gebraucht. Teilweise werden sie synonym verwendet; vgl. bspw. PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 27 N 94 und MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 189. Andererseits unterscheiden PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich 1996, N 1483, und E. SCHUCANY, Stimmenkumulierung und -konzentrierung bei der Wahl des Verwaltungsrates, in: SAG 1959 129–135, 129 f., zwischen *cumulative voting* und einer eigentlichen Proporzwahl. PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 6 N 103, bezeichnet als VR-Proporz den nach Art. 709 OR vorgesehenen Vertretungsanspruch.

verfahren seit längerem bekannt und gebräuchlich². In der Schweiz findet man entsprechende Vorschriften hin und wieder in einem Aktionärsbindungsvertrag, selten jedoch in Statuten. In dieser Arbeit wird die These vertreten, dass das Proporzwahlverfahren für die Mitglieder des Verwaltungsrates ein wirksames Instrument zu einer guten Corporate Governance darstellt. Dabei wird in einem ersten Teil das Proporzwahlverfahren beschrieben, und es werden die rechtlichen Rahmenbedingungen für dieses Verfahren nach geltendem schweizerischen Aktienrecht erläutert. In einem zweiten Teil wird gezeigt, inwiefern ein Proporzwahlverfahren für eine gute Corporate Governance wertvoll sein kann.

II. Das Proporzwahlverfahren: Mechanismus und Zulässigkeit unter Schweizer Recht

1. Die Wahl des Verwaltungsrats mittels Proporz

Beim Proporzwahlverfahren werden im Gegensatz zum gewöhnlichen Wahlverfahren die Verwaltungsratsmitglieder nicht einzeln, sondern zusammen gewählt. Jeder Aktionär kann dabei die von ihm vertretenen Stimmen kumulieren³ und sie entweder für einen einzigen Kandidaten abgeben oder aber auf verschiedene Kandidaten verteilen⁴. Die Stimmkraft jedes Aktionärs ergibt sich aus der Anzahl der von ihm vertretenen Aktienstimmen multipliziert mit der Anzahl der zu wählenden Verwaltungsratsmitglieder⁵. Gewählt sind jene Kandidaten, welche am meisten Aktienstimmen auf sich vereinigen⁶.

² Die Verbreitung dieses Wahlverfahrens nahm im Laufe der Jahre jedoch stetig ab: Während im Jahre 1945 noch 22 amerikanische Gliedstaaten dieses Wahlverfahren zwingend vorschrieben, taten dies 1992 noch 6. 1982 wurde dieses Wahlverfahren von ca. 24% der Publikumsgesellschaften angewendet, 1992 noch von ca. 16%; vgl. JEFFREY N. GORDON, Institutions As Relational Investors: A New Look At Cumulative Voting, in: Columbia Law Review 94 (1994) 124–180, 160 und FN 115; SANJAI BHAGAT/JAMES BRICKLEY, Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, in: The Journal of Law and Economics 27 (1984) 339–365, 343.

³ Deshalb ist dieses Wahlverfahren in den USA unter dem Begriff *cumulative voting* bekannt.

⁴ Vgl. bspw. DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW § 214: «...each holder of stock ... shall be entitled to as many votes as shall equal the number of votes which ... he would be entitled to cast for the election of directors with respect to his shares of stock multiplied by the number of directors to be elected by him, and that he may cast all of such votes for a single director or may distribute them among the number to be voted for, or for any two or more of them as he may see fit.»

⁵ Diese Formulierung kann an einem Zahlenbeispiel erläutert werden: Sind bei einer Gesellschaft 100 Aktien mit je einer Stimme ausgegeben und zwei Verwaltungsratsmitglieder zu wählen, dann kommen einem Mehrheitsaktionär, der 60 Aktien vertritt, 120 Stimmen zu (60 Aktien x 2 VR-

Während bei einem gewöhnlichen Wahlverfahren ein Aktionär, der die Mehrheit der Stimmen vertritt, sämtliche Verwaltungsratsmitglieder bestimmen kann⁷, bietet das Proporzwahlverfahren die Möglichkeit, gewisse Verwaltungsratsmitglieder auch gegen den Willen des Mehrheitsaktionärs zu wählen. Immerhin kann auch bei einem Proporzwahlverfahren jeder Aktionär berechnen, wie viele Verwaltungsratsmitglieder er wählen kann. Die Anzahl Aktien (y), die notwendig ist um n Verwaltungsratsmitglieder zu wählen, ergibt sich aus folgender Formel⁸:

$$y = \frac{x \times n}{d + 1} + 1$$

wobei x das Total der an der Generalversammlung vertretenen Aktien⁹ und d die zu wählende Anzahl von Verwaltungsratsmitgliedern ist¹⁰.

Obwohl ein Mehrheitsaktionär in einem Proporzsystem unter Umständen nicht sämtliche Verwaltungsratsmitglieder bestimmen kann, hat er immer noch die Möglichkeit, die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder zu wählen, sofern der Verwaltungsrat aus einer ungeraden Anzahl Mitgliedern besteht¹¹. Dies lässt sich zeigen, indem die obenstehende Formel nach n aufgelöst wird, d.h. nach der Anzahl Verwaltungsratsmitgliedern, die von einem Aktionär mit y Aktien gewählt werden kann¹².

Mandate), während der Minderheitsaktionär, der 40 Aktien vertritt, 80 Stimmen hat (40 Aktien x 2 VR-Mandate). Der Mehrheitsaktionär kann seine 120 Stimmen entweder für einen Kandidaten abgeben oder auf zwei Kandidaten verteilen. In beiden Fällen ist der Minderheitsaktionär in der Lage, mit seinen 80 Stimmen einen Kandidaten zu wählen.

⁶ Nach Art. 703 OR können die Statuten für Wahlen das relative Mehr vorsehen. Für einen konkreten Statutenvorschlag siehe unten bei FN 33.

⁷ Dies gilt nur, wenn die Statuten kein besonderes Quorum für Wahlen vorsehen (Art. 703 OR) und nicht verschiedene Aktienkategorien bestehen, die Anspruch auf einen Vertreter im Verwaltungsrat haben (Art. 709 Abs. 1 OR).

⁸ Vgl. DETLEV F. VAGTS, Basic Corporation Law, Materials – Cases – Text, 3. Aufl., New York 1989, 381; CHARLES M. WILLIAMS, Cumulative Voting for Directors, 1951, 40–42.

⁹ Es wird angenommen, dass sämtliche vertretenen Aktien auch stimmen; andernfalls reduziert sich die notwendige Anzahl Aktien entsprechend.

¹⁰ Wenn im Beispiel in FN 5 der Minderheitsaktionär mindestens ein Verwaltungsratsmitglied wählen möchte, benötigt er gemäss dieser Formel 34 Aktien. In diesem Fall hat er 68 Stimmen (2 x 34) während der Mehrheitsaktionär 132 Stimmen (2 x 66) hat. Falls der Minderheitsaktionär seine sämtlichen Stimmen einem Kandidaten gibt, dann hat der Mehrheitsaktionär keine Möglichkeit, mehr als einen Kandidaten zu wählen; entweder gibt er alle seine Stimmen einem Kandidaten oder er verteilt sie gleichmässig auf zwei Kandidaten, in welchem Fall jeder Kandidat 66 Stimmen erhält. Der Minderheitsaktionär ist jedoch in der Lage, seinen Kandidaten mit 68 Stimmen zu wählen.

¹¹ ROBERT CHARLES CLARK, Corporate Law, Boston 1986, 362.

¹² BHAGAT/BRICKLEY (FN 2), 343.

Wenn ein Aktionär die Mehrheit sämtlicher Aktien vertritt, dann kann y ersetzt werden durch $(\frac{1}{2}x + 1)$, was folgendes Resultat ergibt:

$$n = \frac{(y-1)(d+1)}{x} = \frac{((\frac{1}{2}x+1)-1)(d+1)}{x} = \frac{\frac{1}{2}x(d+1)}{x} = \frac{1}{2}d + \frac{1}{2}$$

wobei d die Anzahl der zu wählenden Verwaltungsratsmitglieder ist. Setzt sich der Verwaltungsrat aus einer geraden Anzahl Mitglieder zusammen, dann muss ein Aktionär eine etwas grössere Mehrheit vertreten, damit er die Kontrolle über den Verwaltungsrat gewinnen kann¹³. Dieses Ergebnis mag unter Umständen nicht zu befriedigen. Deshalb sollte der Verwaltungsrat immer aus einer ungeraden Anzahl Mitglieder bestehen, sofern diese mittels Proporz gewählt werden.

Aus der ersten Formel¹⁴ geht hervor, dass die Anzahl Aktien, welche in einer gegebenen Gesellschaft für die Wahl eines Verwaltungsratsmitgliedes benötigt wird, umgekehrt proportional zur Grösse des Verwaltungsrates ist. Daraus ergibt sich, dass ein Minderheitsaktionär eher in der Lage ist, ein Verwaltungsratsmitglied zu bestimmen, wenn der Verwaltungsrat aus vielen Mitgliedern besteht¹⁵. Gleichzeitig ist offenkundig, dass der Einfluss der Minderheitsaktionäre vermindert werden kann, wenn der Verwaltungsrat verkleinert wird¹⁶. Der Einfluss von Minderheitsaktionären kann aber auch reduziert werden, wenn der Verwaltungsrat zwar nicht verkleinert, jedoch die Wahl seiner Mitglieder gestaffelt wird¹⁷. So kann beispielsweise vorgesehen werden, dass jedes Jahr ein Drittel der Verwaltungsratsmitglieder für eine Amtszeit von drei Jahren gewählt wird. Das Proporzwahlverfahren hat für die Minderheitsaktionäre spätestens dann keinen Wert mehr, wenn in einem Jahr bloss noch ein Mitglied zur Wahl steht¹⁸. Dann kann nämlich ein Mehrheitsaktionär wieder den ganzen Verwaltungsrat bestimmen¹⁹. Schliesslich ist zu beachten, dass die Wirkung des Proporzwahlverfahrens auch durch Höchststimmklauseln²⁰, Stimmrechtsaktien²¹ oder bei

¹³ Besteht beispielsweise ein Verwaltungsrat aus zehn Mitgliedern, dann muss ein Aktionär über 55.5% der Aktien vertreten, damit er sechs Mitglieder wählen kann.

¹⁴ Vgl. die Formel bei FN 8.

¹⁵ Während ein Aktionär mehr als 10% der Aktien vertreten muss, um ein Mitglied eines neunköpfigen Verwaltungsrates zu wählen, genügen 5% bei einem Verwaltungsrat mit 19 Mitgliedern.

¹⁶ JESSE H. CHOPER/JOHN C. COFFEE/RONALD J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, 4. Aufl., Boston 1995, 572.

¹⁷ F. HODGE O'NEAL, «Squeeze-Outs» of Minority Shareholders, *Expulsion or Oppression of Business Associates*, 1975, 375; DOUGLAS M. BRANSON, *Corporate Governance*, Charlottesville 1993, 28.

¹⁸ Aus diesem Grund sind bspw. Vorschriften gewisser amerikanischer Gliedstaaten gerechtfertigt, wonach jedes Jahr mindestens drei Direktoren zu wählen sind; vgl. CALIFORNIA CORPORATIONS CODE § 301.5(b); NEW YORK BUSINESS CORPORATION LAW § 704(a).

¹⁹ Vgl. *in re Rogers Imports, Inc.*, 202 Misc. 761, 116 N.Y.S.2d 106 (1952).

²⁰ Art. 692 Abs. 2 OR.

²¹ Art. 693 Abs. 1 OR.

Schaffung besonderer Aktionärskategorien²² beschränkt wird. In all diesen Fällen ist die Stimmkraft eines Aktionärs nicht mehr proportional zu dem von ihm vertretenen Kapital.

2. Die Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern

Die Generalversammlung hat nicht nur das Recht, die Mitglieder des Verwaltungsrates zu wählen, sondern sie kann diese auch wieder abberufen²³. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob eine Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen auch die Befugnis haben soll, ein mittels Proporz gewähltes Verwaltungsratsmitglied abzuwählen²⁴. In Analogie zur Abwahl von Gruppenvertretern, die aufgrund von Art. 709 Abs. 1 OR gewählt wurden, könnte man argumentieren, dass eine Abwahl durch die Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen immer dann zulässig sein muss, wenn ein wichtiger Grund vorliegt²⁵. Dieser Analogieschluss ist jedoch nicht angezeigt, weil sich das Proporzwahlverfahren von der Wahl eines Gruppenvertreters grundsätzlich unterscheidet: Bei der Wahl nach Art. 709 Abs. 1 OR kann eine Aktienkategorie bloss einen Vorschlag zuhanden der Generalversammlung machen, die dann allerdings diesen Kandidaten wählen muss, sofern nicht ein wichtiger Grund vorliegt²⁶. In diesem Fall ist es sachgerecht, dass die Generalversammlung beim Vorliegen eines wichtigen Grundes das betreffende Verwaltungsratsmitglied auch wieder abberufen kann. Beim Proporzwahlverfahren wird hingegen ein Kandidat nicht auf Vorschlag der Minderheit von der Mehrheit der Generalver-

²² Art. 709 OR.

²³ Art. 705 Abs. 1 OR.

²⁴ Dies könnte dazu führen, dass ein von der Minderheit gewähltes Verwaltungsratsmitglied unmittelbar nach seiner Wahl wieder abberufen wird, was einerseits nicht sachgerecht wäre und andererseits regelmässig in einer Pattsituation enden würde; vgl. *in re Rogers Imports, Inc.*, 202 Misc. 761, 116 N.Y.S.2d 106 (1952).

²⁵ Vgl. zur Abwahl von Gruppenvertretern: FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 27 N 41; BÖCKLI (FN 1), N 1484a; MARTIN WERNLI, BS-Komm. zu Art. 709 OR, in: HONSELL H. u.a. (Hrsg.), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II*, Art. 530–1186 OR, Basel 1994, N 17; ADRIAN PLÜSS, *Die Rechtsstellung des Verwaltungsratsmitgliedes*, Diss. Zürich 1990, 92 f.

²⁶ BGE 66 II 43 E. 6c, 107 II 179 E. 3; BÖCKLI (FN 1), N 1481; WERNLI (FN 25), OR 709 N 14; ERIC HOMBURGER, ZH-Komm. zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, V. Band Obligationenrecht, 5. Teil Die Aktiengesellschaft, Teilband V 5b: Der Verwaltungsrat, Art. 707–726 OR, Zürich 1997, OR 709 N 205. Bei der Wahl von Minderheitsvertretern gemäss Art. 709 Abs. 2 OR ist nach einer Statutenauslegung gemäss dem Vertrauensprinzip zu bestimmen, ob die Minderheitsvertreter ein verbindliches Vorschlagsrecht gemäss Art. 709 Abs. 1 OR haben: BGE 107 II 179 E. 4.

sammlung gewählt, sondern die Minderheit hat die Möglichkeit, ihren Kandidaten direkt selber zu wählen. Daraus ergibt sich, dass das Konzept des wichtigen Grundes keinen Platz hat²⁷. Deshalb sollen Verwaltungsratsmitglieder dann nicht abberufen werden können, wenn die Anzahl Aktienstimmen, die sich gegen die Abwahl aussprechen, genügen würde, das Mitglied mittels Proporz zu wählen, sofern der ganze Verwaltungsrat gewählt würde und die Gegenstimmen kumuliert für das abzuwählende Mitglied abgegeben würden²⁸.

3. Statutarische Grundlage als Voraussetzung des Proporzwahlverfahrens

Die Einführung des Proporz für die Wahl der Verwaltungsratsmitglieder ist nach geltendem schweizerischen Aktienrecht mit einer entsprechenden statutarischen Grundlage grundsätzlich bei jeder Gesellschaft möglich. Zwar vollzieht die Generalversammlung ihre Wahlen in der Regel mit der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen, doch können die Statuten anderweitige Vorschriften enthalten²⁹. In der Lehre ist deshalb unbestritten, dass die Statuten ein Proporzwahlverfahren stipulieren können³⁰. Eine entsprechende Bestimmung kann entweder in den Ur-Statuten enthalten sein oder mittels Generalversammlungsbeschluss nachträglich ein-

²⁷ Verwaltungsratsmitglieder können auch bei einem gewöhnlichen Wahlverfahren nicht von einer Minderheit wegen eines wichtigen Grundes abberufen werden; hingegen kann bei gegebenen Voraussetzungen jeder Aktionär beim Richter die Abberufung eines Revisors (Art. 727e Abs. 3 OR) oder von Liquidatoren (Art. 741 Abs. 2 OR) verlangen. Vgl. aber das Postulat von P. KUNZ (FN 1), § 11 N 134, wonach eine Klage auf Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern *de lege ferenda* eingeführt werden sollte.

²⁸ Vgl. bspw. DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW § 141(k)(ii): «...no director may be removed... if the votes cast against his removal would be sufficient to elect him if then cumulatively voted at an election of the entire board of directors...». Für einen konkreten Statutenvorschlag siehe unten bei FN 33.

Diese Erschwerung der Abberufung ist mit der bundesgerichtlichen Rechtsprechung vereinbar, denn danach darf ein Quorum die Abberufung bloss nicht verunmöglichen oder gar Einstimmigkeit verlangt werden (BGE 117 II 290 E. 7a/aa).

Die Formulierung kann an einem Zahlenbeispiel erläutert werden: Wenn im Beispiel in FN 5 der Mehrheitsaktionär mit 60 Stimmen für die Abwahl eines Verwaltungsratsmitgliedes stimmt und der Minderheitsaktionär seine 40 Stimmen dagegen abgibt, dann kommt die Abwahl nicht zustande, weil die 40 Aktienstimmen in einer Proporzwahl, bei welcher der ganze Verwaltungsrat gewählt wird, genügen würden, um das betreffende Verwaltungsratsmitglied zu wählen. 40 Aktien reichen gemäss der Formel bei FN 8 aus, um *ein* Mitglied zu wählen.

²⁹ Art. 703 OR.

³⁰ BÖCKLI (FN 1), N 1483; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 27 N 94; WERNLI (FN 25), OR 709 N 27; P. KUNZ (FN 1), § 6 N 113; SCHUCANY (FN 1), 130 (zum alten Recht).

geführt werden³¹. Bei der nachträglichen Einführung ist kein besonderes Quorum einzuhalten, sofern die Statuten nichts anderes bestimmen. Namentlich ist eine analoge Anwendung der Quorumsbestimmungen für die Einführung von Stimmrechtsaktien³² nicht angezeigt, weil durch das Proporzwahlverfahren keine eigene Aktienkategorie geschaffen wird. Auch verleiht das Proporzwahlverfahren bestimmten Aktien nicht systematisch eine höhere Stimmkraft als anderen Aktien.

Eine Statutenbestimmung, die ein Proporzwahlverfahren verfasst, kann wie folgt lauten³³:

«Der Verwaltungsrat besteht aus (x)³⁴ Mitgliedern. Die Verwaltungsratsmitglieder werden mittels Proporz gewählt. Die Stimmkraft jedes Aktionärs ist gleich die Anzahl der von ihm vertretenen Aktienstimmen multipliziert mit der Anzahl der an dieser Generalversammlung zu wählenden Verwaltungsratsmitglieder. Jeder Aktionär kann seine Stimmen entweder für die Wahl eines einzigen Kandidaten abgeben oder sie auf verschiedene Kandidaten verteilen. Gewählt sind jene Kandidaten, die am meisten Aktienstimmen auf sich vereinigen. Bei Stimmgleichheit entscheidet der Vorsitzende³⁵.

Ein Verwaltungsratsmitglied kann durch die Generalversammlung abberufen werden, wenn die Anzahl Aktienstimmen, die sich gegen die Abwahl aussprechen, nicht genügen würde, dieses Mitglied mittels Proporz zu wählen, sofern der ganze Verwaltungsrat gewählt würde und diese Stimmen kumuliert für das abzuwählende Mitglied abgegeben würden.»³⁶

Das Proporzwahlverfahren kann auch wieder aufgehoben werden, indem die Generalversammlung beschliesst, die nämliche Statutenbestimmung zu streichen. Für die Streichung der Bestimmung ist wiederum kein besonderes Quorum erforderlich, denn beim Proporzwahlverfahren handelt es sich weder um ein unentziehbares Aktionärsrecht³⁷, noch um ein Vorrecht im Sinne von Art. 654 Abs. 3 OR³⁸ oder um eine

³¹ Die nachträgliche Einführung eines Proporzwahlverfahrens ist sachlich begründet, weil dadurch der Minderheitenschutz und die Corporate Governance der Gesellschaft verbessert werden. Im übrigen verstösst sie weder gegen das Gleichbehandlungsprinzip noch gegen das Gebot der schonenden Rechtsausübung; vgl. zur nachträglichen Stimmkraftbeschränkung BÖCKLI (FN 1), N 1411e; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 24 N 66.

³² Art. 704 Abs. 1 Ziff. 2 OR.

³³ Das Handelsregisteramt des Kantons Zürich hat freundlicherweise den Wortlaut dieser Statutenbestimmung aus handelsregisterrechtlicher Sicht geprüft.

³⁴ Bei (x) sollte es sich um eine ungerade Zahl handeln; vgl. oben bei FN 13.

³⁵ Vgl. oben bei FN 4.

³⁶ Vgl. oben bei FN 28.

³⁷ Dies in Analogie zum Anspruch einer Aktionärskategorie auf einen Vertreter im Verwaltungsrat; das Bundesgericht hat in BGE 120 II 47 E. 2b festgehalten, dass dieses Recht lediglich ein akzessorisches Sonderrecht ist, das mit der Aufhebung der entsprechenden Aktionärskategorie untergeht (wozu die Zustimmung einer Sonderversammlung sowie der Generalversammlung notwendig ist: Art. 654 Abs. 3 OR); vgl. auch BÖCKLI (FN 1), N 1477a.

³⁸ Das Proporzwahlverfahren ist nicht ein mit Vorzugsaktien verbundenes Vorrecht.

Statutenbestimmung im Sinne von Art. 704 Abs. 2 OR³⁹. Soll die Aufhebung des Proporzwahlverfahrens erschwert werden, dann ist dazu eine besondere statutarische Regelung notwendig. Denkbar ist etwa eine Quorumsbestimmung, die jener bei der Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern entspricht⁴⁰. Um ein einmal eingeführtes Proporzwahlverfahren wirksam zu verteidigen, müssen jedoch auch entsprechende Quoren für Beschlüsse über die Reduktion der Anzahl Verwaltungsratsmitglieder sowie über die Staffelung der Amtsdauer der einzelnen Verwaltungsratsmitglieder vorgesehen werden⁴¹.

Durch die statutarische Verankerung des Proporzwahlverfahrens hat der Minderheitsaktionär einen Anspruch gegenüber der Gesellschaft selber, bei gegebenen Voraussetzungen ein Verwaltungsratsmitglied bestimmen zu dürfen⁴². Die Missachtung dieser Bestimmungen kann zur Anfechtbarkeit des entsprechenden Wahlaktes führen⁴³.

4. Die Stellung des von einer Minderheit gewählten Verwaltungsratsmitgliedes

Die von einer Minderheit gewählten Verwaltungsratsmitglieder haben grundsätzlich die gleichen Rechte und Pflichten wie die von der Mehrheit gewählten Mitglieder⁴⁴. Auch für sie gelten die gesetzlichen Sorgfalts- und Treuepflichten, d.h. sie müssen die Interessen der Gesellschaft wahren⁴⁵. Im Rahmen der Wahrung des Gesellschaftsinteressens dürfen und müssen sie die Interessen der Gesamtheit der Aktionäre – und damit auch der Minderheitsaktionäre – verfolgen⁴⁶. Wie alle übrigen Verwaltungsratsmitglieder unterliegen sie insbesondere auch der Geheimhaltungs- und Schwei-

³⁹ Vgl. P. KUNZ (FN 1), § 12 N 95, für die Aufhebung oder Lockerung von Minderheitsquoten.

⁴⁰ Vgl. oben bei FN 36.

⁴¹ Vgl. oben bei FN 16. Im übrigen ist zu beachten, dass Stimmrechtsaktien oder Höchststimmklauseln ebenfalls eine verzerrende Wirkung auf das Proporzwahlverfahren haben; vgl. dazu oben bei FN 20.

⁴² Im Gegensatz dazu besteht der Anspruch bei der Verankerung dieses Rechts in einem Aktionärsbindungsvertrag bloss gegenüber den anderen Vertragsparteien und eine Verletzung dieses Minderheitsrechts hat keinen Einfluss auf die Gültigkeit des Wahlaktes; vgl. THEO GUHL/JEAN NICOLAS DRUEY, Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. Aufl., Zürich 2000, § 67 N 114.

⁴³ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1 OR; BGE 107 II 179 E. 2.

⁴⁴ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 28 N 162, bez. der Rechtsstellung von Gruppenvertretern.

⁴⁵ Art. 717 Abs. 1 OR. Nach BGE 66 II 43 E. 6c hat sich auch der Gruppenvertreter in erster Linie von den allgemeinen Interessen der Gesellschaft leiten zu lassen, und nur in deren Rahmen darf er die Sonderinteressen der Gruppe verfechten.

⁴⁶ Vgl. dazu unten FN 63.

gepflicht⁴⁷. Darum darf ein mittels Proporz gewähltes Verwaltungsratsmitglied nicht etwa Informationen an den Minderheitsaktionär weiterleiten, ausser wenn eine Informationsvermittlung ohnehin zulässig wäre. Die Beantwortung der Frage, unter welchen Voraussetzungen Informationen an einen bestimmten Aktionär weitergeleitet werden dürfen, hängt nicht davon ab, ob das fragliche Mitglied mittels Proporz gewählt worden ist. Vielmehr kommt es darauf an, ob es selber oder als Vertreter einer juristischen Person⁴⁸ in den Verwaltungsrat gewählt worden ist⁴⁹. Während ein gewöhnliches Verwaltungsratsmitglied der aktienrechtlichen Geheimhaltungs- und Schweigepflicht vollumfänglich unterliegt, ist umstritten, wie weit diese bei einem als Vertreter einer juristischen Person gewählten Mitglied geht⁵⁰. Hingegen ist unbestritten, dass ein als Gruppenvertreter gewähltes Verwaltungsratsmitglied⁵¹ auch gegenüber der von ihm vertretenen Aktionärsgruppe der Schweigepflicht unterliegt⁵². Das Gleiche muss auch für ein mittels Proporz gewähltes Verwaltungsratsmitglied gelten, zumal dieses in der Regel nicht einer besonderen Aktionärskategorie angehört⁵³, und unter Umständen nicht einmal bekannt ist, von welchen Aktionären es tatsächlich gewählt worden ist, d.h. wem gegenüber es überhaupt informationsberechtigt wäre.

5. Die Risiken bei der Stimmrechtsausübung

Werden die Mitglieder des Verwaltungsrates mittels Proporz gewählt, dann muss sich jeder Aktionär strategisch richtig verhalten, damit er seine Stimmkraft voll ausschöpfen kann⁵⁴. Besteht beispielsweise der Verwaltungsrat aus drei Mitgliedern, kann ein Aktionär seine Stimmen entweder für einen, zwei oder drei Kandidaten abgeben. Hat eine solche Gesellschaft zwei Aktionäre (einen Mehrheitsaktionär mit 51 Aktien

⁴⁷ Vgl. dazu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 28 N 40.

⁴⁸ Art. 707 Abs. 3 OR.

⁴⁹ Nicht von Interesse ist im vorliegenden Zusammenhang das nach Art. 762 OR als Vertreter einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft abgeordnete Verwaltungsratsmitglied.

⁵⁰ Vgl. die Übersicht bei FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 28 N 46.

⁵¹ Art. 709 OR.

⁵² FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 28 N 48.

⁵³ Darin unterscheidet sich das Vorschlagsrecht von Art. 709 OR vom Proporzwahlverfahren.

⁵⁴ In *Howard K. Stancil v. Bruce Stancil Refrigeration, Inc.*, 81 N.C.App. 567, 344 S.E.2d 789, waren Howard Stancil und Bruce Stancil die beiden einzigen Aktionäre der Bruce Stancil Refrigeration Inc. und vertraten je 12'500 Aktien. Es waren drei *Directors* zu wählen, weshalb jeder Aktionär 37'500 Stimmen hatte. Während Howard Stancil zwei Kandidaten je 18'750 Stimmen gab, gab Bruce Stancil drei Kandidaten je 12'500 Stimmen. Damit konnte Howard Stancil seine zwei Kandidaten wählen, während kein Kandidat von Bruce Stancil das erforderliche Mehr erreichte. Der dritte *Director* musste folglich in einer neuen Wahl gewählt werden.

und einen Minderheitsaktionär mit 49 Aktien), so ergeben sich die möglichen Wahlresultate aus folgender Matrix, wobei der erste Wert jeder Zelle die vom Minderheitsaktionär gewählten Verwaltungsratsmitglieder darstellt, während der zweite Wert angibt, wie viele Verwaltungsratsmitglieder der Mehrheitsaktionär wählen kann⁵⁵:

		Mehrheitsaktionär		
		1	2	3
Minderheitsaktionär	1	1;1	1;2	1;2
	2	2;1	1;2	2;1
	3	2;1	1;2	0;3

Diese Matrix zeigt, dass in drei Fällen der Minderheitsaktionär – und nicht der Mehrheitsaktionär – die Mehrheit des Verwaltungsrates bestimmen kann⁵⁶. Es stellt sich deshalb die entscheidende Frage, welche Strategie ein Aktionär wählen soll. Um diese Frage zu beantworten, kann ein Prinzip der Spieltheorie angewendet werden, das besagt, dass die Kombination von Strategien, welche von Spielern gewählt wird, jene sein wird, in welcher kein Spieler durch die Wahl einer anderen Strategie seine Position verbessern kann. Die Strategie jedes Spielers muss die beste Antwort auf die Strategien des anderen Spielers sein⁵⁷. Bezüglich der obenstehenden Matrix heisst dies, dass der Mehrheitsaktionär nicht die Strategie mit nur einem Kandidaten wählen wird, weil er weiss, dass er mindestens zwei Kandidaten wählen kann. Er wird aber auch nicht die Strategie mit drei Kandidaten wählen, weil er dann die Mehrheit verliert, wenn der Minderheitsaktionär die Strategie mit zwei Kandidaten wählt. Andererseits wird der Minderheitsaktionär nicht die Strategie mit drei Kandidaten wählen, denn diese Strategie ist schlechter als jene mit zwei Kandidaten, weil er

⁵⁵ Es wird angenommen, dass beide Aktionäre ihre Stimmen in möglichst effizienter Weise abgeben, damit Pattsituationen wie im Fall *Howard K. Stancil v. Bruce Stancil Refrigeration, Inc.* (vgl. FN 54) vermieden werden.

⁵⁶ Dies ist einerseits der Fall, wenn der Mehrheitsaktionär nur einen Kandidaten (mit 153 Stimmen) und der Minderheitsaktionär entweder zwei Kandidaten (mit 74 und 73 Stimmen) oder drei Kandidaten (mit je 49 Stimmen) wählt. Andererseits tritt dieser Fall auch ein, wenn der Mehrheitsaktionär drei Kandidaten (mit je 51 Stimmen) und der Minderheitsaktionär zwei Kandidaten (mit 74 und 73 Stimmen) wählt.

⁵⁷ DOUGLAS G. BAIRD/ROBERT H. GERTNER/RANDAL C. PICKER, *Game Theory and the Law*, Cambridge 1994, 21.

nämlich kein Verwaltungsratsmitglied wählen kann, wenn der Mehrheitsaktionär die gleiche Strategie wählt. Der Minderheitsaktionär wird aber auch nicht die Strategie mit nur einem Kandidaten wählen, weil diese der Strategie mit zwei Kandidaten immer dann unterlegen ist, wenn der Mehrheitsaktionär die Strategie mit einem oder mit drei Kandidaten wählt. Aus diesem Grund werden beide Aktionäre eine Strategie mit zwei Kandidaten wählen⁵⁸.

III. Der Wert des Proporzwahlverfahrens für die Corporate Governance

1. Die Bedeutung des Wahlrechts in der Corporate Governance

a) Das Agency-Problem

Spätestens seit dem Werk von BERLE/MEANS ist bekannt, dass die Trennung zwischen Kapitalgebern und Managern in der modernen Kapitalgesellschaft nicht nur Vorteile aufweist⁵⁹, sondern dass damit auch Nachteile verbunden sind⁶⁰. Die Nachteile dieser personellen Trennung liegen vor allem in möglichen Interessengegensätzen zwischen den Kapitalgebern und den Managern auf allen Stufen. Zwar sind die Manager von Gesetzes wegen verpflichtet, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren⁶¹, d.h. den Unternehmenswert zu steigern⁶². Es ist jedoch verständlich,

⁵⁸ Die Aktionäre müssen ihre Strategie der konkreten Situation anpassen. Vertritt bspw. der Mehrheitsaktionär 74 Aktien und der Minderheitsaktionär 26 Aktien (die minimale Anzahl, damit er noch einen Kandidaten wählen kann), dann kann der Mehrheitsaktionär auch dann zwei Kandidaten wählen, wenn er seine Stimmen für drei Kandidaten abgibt. In diesem Fall wird der Mehrheitsaktionär die Strategie mit drei Kandidaten wählen, weil diese der Strategie mit zwei Kandidaten überlegen ist. Gleichzeitig wird der Minderheitsaktionär die Strategie mit nur einem Kandidaten wählen, weil er sonst gar kein Verwaltungsratsmitglied wählen kann.

⁵⁹ Dies vor allem in Form von Effizienzsteigerungen; vgl. FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, 3. Aufl., Cambridge 1996, 11.

⁶⁰ ADOLF A. BERLE JR./GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, 122 f., 353; diese Einsicht hatte allerdings auch schon ADAM SMITH gehabt (zitiert bei BERLE/MEANS, 346). Vgl. auch EUGENE F. FAMA/MICHAEL C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in: *The Journal of Law and Economics* 26 (1983) 301–325, *passim*.

⁶¹ Art. 717 Abs. 1 OR.

⁶² THOMAS F. LADNER, *Das Vorwegzeichnungsrecht des Aktionärs unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Aspekten*, Diss. St. Gallen, Zürich 1996, 128 f.; STEPHAN HOSTETTLER, *Das Konzept des Economic Value Added (EVA), Massstab für finanzielle Performance und Bewertungsinstrument im Zeichen des Shareholder Value – Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften*, Diss. St. Gallen, Bern 1997, 26–32; URS BERTSCHINGER, *Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit*, Zürich 1999, N 38.

dass nach Auffassung der Kapitalgeber die Manager nicht immer im besten Interesse der Gesellschaft – und damit auch nicht im Interesse der Aktionäre⁶³ – handeln⁶⁴, weshalb die Aktionäre das Bedürfnis haben, die Manager zu kontrollieren⁶⁵. Aktionäre und Manager stehen also in einem eigentlichen Spannungsverhältnis⁶⁶, welches Kosten – die sogenannten *agency costs* – verursacht⁶⁷. Das Ziel jeder Corporate Governance Struktur muss sein, die *agency costs* zu minimieren, denn diese Kosten sind letztlich von den Aktionären zu tragen. Es ist deshalb verständlich, dass die Aktionäre das Ziel haben, mit möglichst geringen Kosten das Management dazu zu bringen, im besten Interesse der Gesellschaft zu handeln.

Aufgrund der hierarchischen Ausgestaltung der Kapitalgesellschaft wird das Management jeder Hierarchiestufe durch Mitglieder einer übergeordneten Hierarchiestufe kontrolliert⁶⁸. Als oberstes Führungsorgan kommt dabei dem Verwaltungsrat eine zentrale Rolle zu, denn er ist für die Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen zuständig⁶⁹. Weil aber dem Verwaltungsrat gleichzeitig undelegierbar und unentziehbar die Oberleitung der Gesellschaft anvertraut ist⁷⁰ und zudem häufig zumindest einzelne seiner Mitglieder in die Geschäftsführung invol-

viert sind⁷¹, ist der Verwaltungsrat nicht immer ein geeignetes Kontrollorgan. Ihrer Kontrollfunktion am ehesten nachkommen können noch die sogenannten externen Verwaltungsratsmitglieder⁷². Diese nehmen denn auch eine besondere Stellung ein und sind das eigentliche Bindeglied zwischen dem Management und dem Aktionariat, das strukturbedingt letztlich die Kontrolle über den Verwaltungsrat hat.

b) Die Kontrolle des Verwaltungsrates durch die Aktionäre

Den Aktionären stehen grundsätzlich drei verschiedene Mittel zur Verfügung, um den Verwaltungsrat und damit das Management der Gesellschaft zu kontrollieren, nämlich Stimm-⁷³, Informations-⁷⁴ und Klagerechte⁷⁵. Im Vordergrund steht dabei das Stimmrecht. Die Aktionäre üben ihr Stimmrecht an der Generalversammlung aus und zwar bezüglich Wahlen und Beschlüssen. Als Wahlorgan der Gesellschaft hat die Generalversammlung insbesondere die unübertragbare Befugnis, die Mitglieder des Verwaltungsrates zu wählen⁷⁶ und abzurufen⁷⁷. Die Generalversammlung kann

⁶³ MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in: *Journal of Financial Economics* 3 (1976) 305–360, 308. Die Steigerung des Unternehmenswertes liegt auch im Interesse der Aktionäre; vgl. LADNER (FN 62), 128 f.; HOSTETTLER (FN 62), 26–32. Vgl. auch EASTERBROOK/FISCHEL (FN 59), 38.

⁶⁴ Aus der Sicht der Aktionäre besteht insbesondere das Risiko, dass sich die Manager nicht genügend für das Unternehmen einsetzen und sich nicht schnell genug neuen Herausforderungen stellen, ihnen anvertraute Vermögenswerte oder ihre Position zum eigenen Nutzen verwenden oder ihre eigene Position auf Kosten der Aktionäre und der Gesellschaft verstärken; vgl. MELVIN ARON EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, in: *Columbia Law Review* 89 (1989) 1461–1525, 1471.

⁶⁵ Zu den verschiedenen Kontrollmechanismen vgl. LUKAS GLANZMANN, *Die Verantwortlichkeitsklage unter Corporate Governance Aspekten*, in: *ZSR NF Bd. 119* (2000) 135–193, 139 f.

⁶⁶ Dieses Spannungsverhältnis wird in der Corporate Governance unter dem Begriff der *agency theory* diskutiert, welcher hier weitgehend gefolgt wird, ohne sie jedoch an dieser Stelle eingehend zu würdigen. Kritisch zur *agency theory* PETER NOBEL, *Grundsätze der OECD zur Corporate Governance*, in: *SZW* 1999 244–247, 244.

⁶⁷ Die *agency costs* umfassen die Kosten für die Überwachung und Kontrolle (sog. *monitoring costs*) sowie die Entschädigung (sog. *bonding costs*) des Managements. Weiter zählt dazu der Betrag, um den der Nutzen der Aktionäre geringer ausfällt, weil die vom Management getroffenen Entscheidungen von jenen Entscheidungen abweichen, die den Aktionären den grössten Nutzen bringen würden (sog. *residual loss*); siehe dazu grundlegend JENSEN/MECKLING (FN 63), 308 f.; FAMA/JENSEN (FN 60), 304 f.

⁶⁸ JEAN NICOLAS DRUEY, *Organ und Organisation, Zur Verantwortlichkeit aus aktienrechtlicher Organisation*, in: *SAG* 1981 77–87, 79.

⁶⁹ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 5 OR.

⁷⁰ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

⁷¹ Art. 716 Abs. 2 OR bestimmt, dass der Verwaltungsrat die Geschäfte der Gesellschaft führt, soweit er die Geschäftsführung nicht übertragen hat. In der Regel nimmt der Verwaltungsrat die Geschäftsführung nicht selber wahr, sondern er delegiert diese an einzelne seiner Mitglieder (sogenannte Delegierte) oder an Dritte.

⁷² RONALD J. GILSON/REINIER KRAAKMAN, *Reinventing The Outside Director: An Agenda For Institutional Investors*, in: *Stanford Law Review* 43 (1991) 863–905, 873. Als extern oder nicht exekutiv werden die Verwaltungsratsmitglieder bezeichnet, die im Unternehmen keine operative Führungsaufgaben erfüllen; vgl. Art. 12 *Swiss Code of Best Practice* (FN 104), der verlangt, dass die Mehrheit des Verwaltungsrates in der Regel aus solchen Mitgliedern besteht.

⁷³ Nach Art. 692 Abs. 2 OR hat jeder Aktionär zwingend mindestens eine Stimme.

⁷⁴ Die Gesellschaft hat bspw. eine spontane Informationspflicht bezüglich des Geschäfts- und Revisionsberichts (Art. 696 Abs. 1 OR), der Fälle der Ad hoc-Publizität nach Börsenrecht (Art. 72 Kotierungsreglement) und sämtlicher Tatsachen, die ins Handelsregister eingetragen werden müssen (Art. 641 OR). Daneben hat jeder Aktionär ein Auskunfts- und Einsichtsrecht (Art. 697 OR), das ergänzt wird durch die Sonderprüfung (Art. 697a f. OR). Vgl. dazu GLANZMANN (FN 65), 150–154.

⁷⁵ Die Klagerechte des Aktionärs beziehen sich unter anderem auf die Vermittlung von Informationen (Art. 697 Abs. 4 und Art. 697b OR), das Einberufen einer Generalversammlung (Art. 699 Abs. 4 OR) und das Aufheben ihrer Beschlüsse (Art. 706 OR), die Leistung von Schadenersatz (Art. 678 und 754 OR) oder sogar die Auflösung der Gesellschaft (Art. 736 Ziff. 4 OR). Vgl. dazu GLANZMANN (FN 65), 154 f.

⁷⁶ Nach Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR ist grundsätzlich ausgeschlossen, dass einem anderen Organ als der Generalversammlung oder einem gesellschaftsexternen Dritten das Recht eingeräumt wird, Verwaltungsratsmitglieder zu wählen. Unzulässig ist insbesondere die in gewissen ausländischen Rechtsordnungen bekannte Kooptation (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 27 N 21 f.; BÖCKLI (FN 1), N 1469); vgl. dazu bspw. DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW, § 223 (a): «*Unless otherwise provided in the certificate of incorporation or by-laws: (1) vacancies ... may be filled by a majority of the directors then in office ...*». Vgl. aber auch Art. 762 OR (Abordnungsrecht öffentlicher Körperschaften).

⁷⁷ Art. 705 Abs. 1 OR.

jedoch nicht andere mit der Geschäftsführung und Vertretung betraute Personen wählen⁷⁸.

Die Generalversammlung übt ihr Stimmrecht auch bei der Entscheidung von Sachfragen aus. Einmal hat sie die unübertragbare Befugnis, die Statuten zu erlassen und zu ändern, also generelle Anordnungen zu treffen⁷⁹. Bei der Ausgestaltung der Statuten ist die Generalversammlung jedoch nicht vollkommen frei, weil diese insbesondere nicht in die unentziehbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates eingreifen dürfen. Dazu gehört namentlich die Regelung der Organisation des Verwaltungsrates und der Geschäftsführung⁸⁰. Allenfalls können die Aktionäre noch faktisch – mittels Erlass von statutarischen Wählbarkeitsvoraussetzungen für die Mitglieder des Verwaltungsrates oder durch den konkreten Wahlakt – auf die Organisation des Verwaltungsrates Einfluss nehmen⁸¹. Neben dem Recht, die Statuten zu erlassen und zu ändern, hat die Generalversammlung von Gesetzes wegen die Pflicht, gewisse Sachentscheide zu fällen. Darunter fallen unter anderem die Genehmigung des Geschäftsberichts, die Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinnes sowie die Entlastung der Mitglieder des Verwaltungsrates⁸². In einem gewissen Rahmen kann sich die Generalversammlung in den Statuten weitere Kompetenzen zuweisen⁸³.

⁷⁸ Diese Kompetenz steht nach Art. 716a Abs. 1 Ziff. 4 OR unübertragbar und unentziehbar dem Verwaltungsrat zu. Hingegen ist die Generalversammlung auch Wahlorgan der Revisionsstelle (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR), des Konzernrevisors (Art. 731a OR), der Liquidatoren (Art. 740 OR) sowie allfälliger Sachverständiger (Art. 731 Abs. 2 OR).

⁷⁹ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR. In bestimmten Fällen kann der Verwaltungsrat im Rahmen des Vollzuges von Kapitalerhöhungen und nachträglichen Liberierungen die Statuten selber anpassen: vgl. Art. 634a, Art. 651a, Art. 652g, Art. 653g und Art. 653i OR.

⁸⁰ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 2 OR. Immerhin ist der Verwaltungsrat ohne eine entsprechende statutarische Grundlage – und damit ohne Zustimmung der Generalversammlung – nicht berechtigt, die Geschäftsführung zu delegieren (Art. 716b Abs. 1 OR). Daneben kann sich die Generalversammlung mittels entsprechenden Statutenbestimmungen nur noch das Recht vorbehalten, den Verwaltungsratspräsidenten zu wählen (Art. 712 Abs. 2 OR), dem Vorsitzenden des Verwaltungsrates die Kompetenz des Stichtenscheides zu entziehen (Art. 713 Abs. 1 OR), oder die Vertretungsberechtigung der Mitglieder des Verwaltungsrates zu regeln (Art. 718 Abs. 1 Satz 2 OR).

⁸¹ Die Statuten können bspw. bestimmen, dass eine bestimmte Anzahl von Mitgliedern nicht unter- oder überschritten werden darf, bestimmte fachliche Qualifikationen voraussetzen, eine Alterslimite festlegen oder die Amtsdauer bzw. die Anzahl der zulässigen Wiederwahlen begrenzen (vgl. Art. 710 OR).

⁸² Art. 698 Abs. 2 Ziff. 3–5 OR. Ferner hat die Generalversammlung Entscheidungskompetenzen im Zusammenhang mit gewissen Informationsrechten von Aktionären (vgl. Art. 697 Abs. 3 OR und 697a OR) und eine Genehmigung der Generalversammlung ist notwendig, wenn sich Handlungen der Geschäftsführung ausserhalb ihrer Vertretungsmacht bewegen (vgl. LUKAS GLANZMANN, OF-Kommentar zu OR 718a N 2 f.). Weiter kann die Generalversammlung auch bestimmen, dass der Verwaltungsrat eine Verantwortlichkeitsklage anheben soll (Art. 693 Abs. 3 Ziff. 4 OR) und dass bei der Liquidation der Gesellschaft die Aktiven nicht freihändig verkauft werden dürfen (Art. 743 Abs. 4 OR).

⁸³ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 6 OR; diese Kompetenzen dürfen aber insbesondere nicht zu den unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrates gehören.

c) Formelle und tatsächliche Schranken der Stimmrechtsausübung

Die Ausübung des Stimmrechts ist an strenge formelle Erfordernisse gebunden. So kann das Stimmrecht nur an einer gültig einberufenen Generalversammlung ausgeübt werden und zwar nur bezüglich der traktandierten Gegenstände⁸⁴. Daraus folgt einmal, dass über nicht traktandierte Gegenstände keine Beschlüsse gefasst werden können⁸⁵. Weiter bedeutet dies aber auch, dass es bei der Aktiengesellschaft nicht zulässig ist, Delegiertenversammlungen durchzuführen⁸⁶ oder Zirkularbeschlüsse zu fassen⁸⁷. Deshalb können nur jene Aktionäre, die persönlich an der Generalversammlung teilnehmen oder sich vertreten lassen, ihr Stimmrecht ausüben⁸⁸.

Die Ausübung des Stimmrechts ist nicht nur an Formalitäten gebunden, sondern auch mit dem Problem der *collective action* behaftet⁸⁹. Damit werden verschiedene strukturell bedingte Hindernisse bei der Stimmrechtsausübung bezeichnet. Einmal ist zu beachten, dass die Stimmrechtsausübung für den Aktionär nur dann Sinn macht, wenn er sich vorgängig informiert. Diese Information verursacht Kosten, die häufig

⁸⁴ Art. 692 Abs. 1 Teilsatz 1 i.V.m. Art. 700 Abs. 1 und 2 OR. Grundsätzlich hat der Verwaltungsrat die Generalversammlung einzuberufen. Nach Art. 699 Abs. 3 OR kann dies aber auch von Aktionären, die mindestens 10% des Aktienkapitals vertreten, verlangt und allenfalls klageweise durchgesetzt werden (Art. 699 Abs. 4 OR). Weiter können Aktionäre, die das Recht auf Einberufung einer Generalversammlung haben oder Aktien im Nennwerte von CHF 1 Mio. vertreten, die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstandes verlangen (vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 23 N 27).

⁸⁵ Davon ausgenommen sind Beschlüsse über die Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung oder die Durchführung einer Sonderprüfung (Art. 700 Abs. 3 OR) sowie bei Universalversammlungen (Art. 701 Abs. 1 OR).

⁸⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 23 N 13; BÖCKLI (FN 1), N 1929; ERIC L. DREIFUSS/ANDRÉ E. LEBRECHT, BS-Komm. zu Art. 698 OR, in: HONSELL H. u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, Basel 1994, N 7.

⁸⁷ Gemäss der Rechtsprechung des Bundesgerichts sind solche Beschlüsse nichtig: BGE 93 II 30 E. 4, 67 I 342 E. 3; vgl. PATRICK SCHLEIFFER, Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht nach bisherigem und revidiertem Recht, Diss. Bern 1993, 29.

⁸⁸ Fraglich ist, inwieweit Telefon- oder Videokonferenzen gültige Generalversammlungen darstellen. Gerade in internationalen Verhältnissen sollte der Einsatz solcher Mittel nicht ungebillig erswert werden (vgl. OECD, Grundsätze der Corporate Governance, <http://www.oecd.org/bonn/CG1999.html>, besucht am 17.11.99, Anmerkungen zu I.C.3.). In der Praxis kann man sich in kleinen Verhältnissen damit behelfen, dass vorgängig ein Vertreter bevollmächtigt wird, der dann seine Stimme aufgrund der konkreten Weisung des Aktionärs abgibt, der über eine Video- oder Telefonkonferenz an der Generalversammlung teilnimmt. Vgl. zur Vertretung auch KARL HOFSTETTER, Bericht «Corporate Governance in der Schweiz», <http://www.economiesuisse.ch/d/downloads/CorporateGovernanceSchweizHofstetter.pdf>, besucht am 19.1.02, 14 f.

⁸⁹ Vgl. dazu CLARK (FN 11), 390–394; MANCUR OLSEN, The Logic of Collective Action, Public Goods and the Theory of Groups, 16. Aufl., Cambridge 1995, *passim*; EASTERBROOK/FISCHEL (FN 59), 66 f.

in keinem Verhältnis stehen zum möglichen Nutzen, den der Aktionär durch eine informierte Stimmrechtsausübung erzielen kann⁹⁰. Hinzu kommt, dass manche Aktionäre berechtigterweise glauben, dass ihre Stimme ohnehin keinen Einfluss auf das Ergebnis der Abstimmung haben wird und deshalb keine Kosten aufwenden, um sich zu informieren, was zu einer rationalen Apathie führt⁹¹. Schliesslich besteht auch das *free rider* Problem: ein Aktionär kann aufgrund der Tatsache, dass seine Stimmen für einen Beschluss nicht notwendig sind, immer noch hoffen, dass sich die anderen Aktionäre informieren werden und er von ihrem Verhalten profitieren kann⁹². Die Problematik der *collective action* ist zwar weniger akut bei einem grösseren Aktienbesitz, doch lässt sich insbesondere das *free rider* Problem nicht beseitigen, ausser beim Besitz aller Aktien⁹³. Letztlich führt diese Problematik dazu, dass die Aktionäre ihre Stimmrechte nicht in einem optimalen Ausmass ausüben werden, weshalb ihr Einfluss auf die Gesellschaft – und insbesondere auf die Kontrolle des Verwaltungsrates – suboptimal bleibt⁹⁴. In der Schweiz wird diese Problematik noch verstärkt durch die besondere Regelung der Stimmrechtsausübung durch Depotvertreter⁹⁵.

d) Der Wert des Wahlrechts

Obwohl die Ausübung des Stimmrechts in rechtlicher und tatsächlicher Hinsicht Schranken unterworfen ist, messen ihm die Aktionäre einen Wert zu. Der Wert, den Stimmrechte in einem bestimmten System haben, lässt sich ökonomisch messen, indem die Preise von stimmberechtigten und stimmrechtslosen Aktien verglichen werden. Ebenfalls können die Preise von Aktien mit unterschiedlicher Stimmkraft verglichen werden. Empirische Untersuchungen in verschiedenen Ländern haben ergeben, dass der ökonomische Wert von Stimmrechten in der Schweiz bei rund

20%⁹⁶ des Aktienkurses liegt, während für die USA ein Wert von 5%⁹⁷ und für Italien ein solcher von 82%⁹⁸ ermittelt wurde⁹⁹.

Aktionäre sind nur bereit, für diese Stimmrechte zu bezahlen, sofern sie diese auch nutzen können. Aufgrund des geltenden Partizipationsprinzips haben die Aktionäre nur beschränkt die Möglichkeit, mittels Stimmrechtsausübung direkten Einfluss auf die Geschäfte der Gesellschaft zu nehmen¹⁰⁰. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Aktionäre vor allem ihrem Wahlrecht einen Wert zumessen. Dieses hat für die Aktionäre dann am meisten Wert, wenn sie schlecht geschützt sind, d.h. wenn das Management die Möglichkeit hat, nicht im besten Interesse der Gesamtheit der Aktionäre zu handeln¹⁰¹. Ein solches Verhalten schädigt nicht nur Anteilsinhaber ohne Stimmrechte, sondern auch Minderheitsaktionäre. Deshalb sind die Stimmrechte desto weniger wert und die Prämie, die ein Aktionär für seine Stimmrechte zu zahlen bereit ist, ist desto kleiner, je besser die Minderheitsaktionäre geschützt sind¹⁰².

2. Die Mängel des traditionellen Kontrollsystems

Das traditionelle Kontrollsystem weist gewisse Defizite auf, denn sowohl die externen Verwaltungsratsmitglieder¹⁰³ als auch die Aktionäre sind häufig keine guten Überwacher. Externe Verwaltungsratsmitglieder sind oft nicht unabhängig¹⁰⁴, was auf verschiedene Gründe zurückzuführen ist: Erstens haben die internen Verwaltungsrats-

⁹⁰ CLARK (FN 11), 390 f.; BERNARD S. BLACK, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, in: UCLA Law Review 39 (1992) 811–893, 821 f.

⁹¹ CLARK (FN 11), 390 f.; OLSEN (FN 89), 16.

⁹² CLARK (FN 11), 392; OLSEN (FN 89), 16.

⁹³ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 59), 66 f.

⁹⁴ MARKUS RUFFNER, Aktive Grossaktionäre: Neue Herausforderungen für das Aktienrecht? Eine neo-institutionalistische Analyse des Zielkonfliktes zwischen Liquidität und Kontrolle in Publikumsgesellschaften, in: KELLERHANS A. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Wirtschaftsrechts, Zur Emeritierung von Walter H. Schluep, Zürich 1995 233–286, 238.

⁹⁵ Für die Stimmabgabe durch Depotvertreter sieht das Gesetz eine Kaskade vor, wonach der Depotvertreter vor jeder Generalversammlung um Weisungen für die Stimmabgabe ersuchen muss. Sind solche konkreten Weisungen nicht rechtzeitig erhältlich, dann muss der Depotvertreter gemäss den allgemeinen Weisungen des Aktionärs stimmen. Fehlen auch solche, dann muss er den Anträgen des Verwaltungsrates folgen (Art. 689d Abs. 1 und 2 OR). Vgl. RUFFNER (FN 1), 533.

⁹⁶ ROGER M. KUNZ, Shareholder Value durch Financial Engineering, Stimmrechte, Einheitsaktien und Aktiensplits, Bern 1998, 65.

⁹⁷ RONALD C. LEASE/JOHN J. MCCONNELL/WAYNE H. MIKKELSON, The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations, in: Journal of Financial Economics 11 (1983) 439–471, 469.

⁹⁸ LUIGI ZINGALES, The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, in: Review of Financial Studies 7 (1994) 125–148, 126.

⁹⁹ Beim Vergleich dieser Werte ist zu beachten, dass die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre in jedem Rechtssystem unterschiedlich sein können.

¹⁰⁰ Vgl. oben b).

¹⁰¹ R. KUNZ (FN 96), 67, LEASE/MCCONNELL/MIKKELSON (FN 97), 467 f.; LUIGI ZINGALES, What Determines the Value of Corporate Votes? in: Quarterly Journal of Economics 60 (1995) 1047–1073, 1071.

¹⁰² ROGER M. KUNZ/JAMES J. ANGEL, Factors Affecting the Value of the Stock Voting Right: Evidence from the Swiss Equity Market, in: Financial Management 3/25 (1996) 7–20, 18.

¹⁰³ Zur Unterscheidung zwischen internen und externen Verwaltungsratsmitgliedern vgl. HOFSTETTER (FN 88), 33. Vgl. auch oben FN 72.

¹⁰⁴ Zur Unabhängigkeit vgl. Art. 22 *Swiss Code of Best Practice* vom 28.2.02, http://www.economie-suisse.ch/d/downloads/swisscodeofbestpractice_d.pdf, besucht am 29.3.02, wonach jene nicht exekutiven Mitglieder des Verwaltungsrates als unabhängig gelten, welche der Geschäftsführung nie oder vor mehr als 3 Jahren angehört haben und die mit der Gesellschaft in keinen oder nur verhältnismässig geringfügigen geschäftlichen Beziehungen stehen. Bei Kreuzstrukturen (vgl. FN 107) ist die Unabhängigkeit im Einzelfall sorgfältig zu prüfen.

mitglieder in der Regel einen starken Einfluss darauf, welche Kandidaten der Generalversammlung zur Wahl in den Verwaltungsrat vorgeschlagen werden¹⁰⁵. Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass nur Kandidaten vorgeschlagen werden, die bereit sind, mit dem Management zu kooperieren¹⁰⁶. Zweitens ist zu beachten, dass viele externe Verwaltungsratsmitglieder gleichzeitig als CEO oder Delegierte bei anderen Gesellschaften tätig sind, weshalb sie zusammen mit dem zu kontrollierenden Management eine gleichartige Vorstellung darüber haben, wie weit eine solche Kontrolle gehen soll¹⁰⁷. Drittens verkehren die externen Verwaltungsratsmitglieder häufig in den selben sozialen Kreisen wie die zu kontrollierenden Manager, was ebenfalls einen beschränkenden Einfluss auf die Kontrolle haben kann¹⁰⁸. Schliesslich fehlt es externen Verwaltungsratsmitgliedern oft an einem positiven Anreiz, eine wirksame Kontrolle auszuüben¹⁰⁹.

Je weniger wirksam die Kontrolle durch Verwaltungsratsmitglieder ist, desto wichtiger ist die Funktion der Aktionäre im System der Überwachung. Weil die Aktionäre ihre Kontrollfunktion hauptsächlich durch Wahlen ausüben¹¹⁰, müssen sie über gute Informationen verfügen. Die den Aktionären zukommenden Informationen¹¹¹ sind jedoch häufig unzureichend, um eine wirksame Kontrolle wahrzunehmen, denn einerseits sind die im Geschäfts- und Revisionsbericht¹¹² enthaltenen Informationen eher rudimentär und andererseits wird das Management bemüht sein, Informationen

so zu gestalten, dass es nicht in einem negativen Licht erscheint¹¹³. Hinzu kommt, dass die Gesellschaft meistens nur über (bereits eingetretene) Tatsachen informiert, weshalb die Aktionäre höchstens noch *ex post* reagieren können. Bezüglich der nicht spontan zu veröffentlichenden Informationen hat das Management zudem einen erheblichen Spielraum, um solche Informationen unter Hinweis auf das Geschäftsgeheimnis zu verweigern¹¹⁴ oder zumindest zu verzögern¹¹⁵. Zudem muss der Aktionär in diesen Fällen bereits einen Verdacht haben, damit er ein bestimmtes Auskunftsbegehren überhaupt stellt. Dies aber weist wiederum darauf hin, dass die Gesellschaft möglicherweise schon weit weg von einem normalen Geschäftsgang ist. Die Aufsicht über das Management wäre aber dann am wirkungsvollsten, wenn Aussenseiter noch keine Anzeichen von Unregelmässigkeiten haben, d.h. diese sozusagen im Keim erstickt werden können. Weiter erschwerend wirkt sich aus, dass die Aktionäre ihr Stimmrecht nur an einer Generalversammlung ausüben können, d.h. in der Regel bloss ein Mal pro Jahr, und dass die Stimmrechtsausübung rechtlichen Schranken unterworfen und mit dem Problem der *collective action* behaftet ist¹¹⁶.

3. Die Auswirkungen des Proporzwahlverfahrens auf die Corporate Governance

a) Effektivere Kontrolle des Managements

Bei einem Proporzwahlverfahren hat ein qualifizierter Minderheitsaktionär unter Umständen die Möglichkeit, ein Mitglied des Verwaltungsrates zu bestimmen. Wählt ein solcher Minderheitsaktionär sich selber – oder im Falle einer juristischen Person einen Vertreter – in den Verwaltungsrat der Gesellschaft, dann bekommt dieser Minderheitsaktionär nicht nur jene Informationen, die ihm als Aktionär zustehen, sondern auch sämtliche Informationen, die er als Mitglied des Verwaltungsrates erhält¹¹⁷. Der betreffende Minderheitsaktionär verfügt damit über bessere Informationen als

¹⁰⁵ Vgl. JAY W. LORSCH/ELIZABETH MACIVER, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, 1989, 20. Der *Swiss Code of Best Practice* (FN 104) schlägt in Art. 27 vor, dass die Auswahl durch einen Nominierungsausschuss vorgenommen wird, fordert jedoch nicht, dass dieser mehrheitlich aus externen oder unabhängigen Mitgliedern bestehen muss, wie dies bspw. beim Entschädigungsausschuss (Art. 25) der Fall ist.

¹⁰⁶ GILSON/KRAAKMAN (FN 72), 875; ROLAND MÜLLER/LORENZ LIPP/ADRIAN PLÜSS, *Der Verwaltungsrat*, 2. Aufl., Zürich 1999, 44.

¹⁰⁷ GILSON/KRAAKMAN (FN 72), 875; LORSCH/MACIVER (FN 105), 18. Oft bestehen sogar Kreuzstrukturen, d.h. der CEO der Gesellschaft A ist externes Verwaltungsratsmitglied der Gesellschaft B und der CEO der Gesellschaft B ist externes Verwaltungsratsmitglied Gesellschaft A; vgl. FN 104.

¹⁰⁸ VICTOR BRUDNEY, *The Independent Director – Heavenly City Or Potemkin Village?*, in: *Harvard Law Review* 95 (1982) 597, 613. Dies dürfte wohl in einem so kleinen Land wie der Schweiz kaum zu vermeiden sein, zumal die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder immer noch Schweizer Bürger mit Wohnsitz in der Schweiz sein muss (Art. 708 Abs. 1 OR); vgl. zu dieser Regelung auch HOFSTETTER (FN 88), 32 f. und Art. 12 *Swiss Code of Best Practice* (FN 104).

¹⁰⁹ GILSON/KRAAKMAN (FN 72), 875. Immerhin ist zu beachten, dass bei einer geradezu sorgfaltpflichtwidrigen Vernachlässigung der Aufsichtspflicht das betreffende Verwaltungsratsmitglied einer Haftung aus Verantwortlichkeit unterliegt (vgl. bspw. BGE 97 II 403 E. 5b), was einen gewissen Anreiz begründen sollte.

¹¹⁰ Vgl. oben III. 1.b); zur Bedeutung der Verantwortlichkeitsklage als Kontrollmechanismus vgl. GLANZMANN (FN 65), 174–179.

¹¹¹ Vgl. oben FN 74.

¹¹² Art. 696 OR.

¹¹³ Unter diesem Aspekt sind auch Informationen, die im Rahmen der Ad-hoc Publizität (Art. 72 Kotierungsreglement) den Aktionären zugänglich gemacht werden, zu relativieren. Beachtenswert ist Art. 3 *Swiss Code of Best Practice* (FN 104), der verlangt, dass der Verwaltungsrat die Aktionäre so informiert, dass diese ihre Rechte in Kenntnis der wesentlichen Entscheidungsgrundlagen ausüben können. Eine bessere Informationslage wird sich bei Publikumsgesellschaften durch das Inkraftsetzen der SWX Corporate Governance Richtlinie ergeben.

¹¹⁴ Vgl. Art. 697 OR.

¹¹⁵ Zu beachten ist auch der Kostenfaktor solcher Informationsbegehren, insbesondere bei der Sonderprüfung; vgl. dazu GLANZMANN (FN 65), 175 f.

¹¹⁶ Siehe oben III. 1.c).

¹¹⁷ Siehe oben II. 4.

ein gewöhnlicher Aktionär, und er erhält diese zeitnaher¹¹⁸. Dieser Minderheitsaktionär wird somit tendenziell auch besser als ein gewöhnlicher Aktionär in der Lage sein, seine Kontrollrechte gegenüber dem Verwaltungsrat auszuüben. Weil der Minderheitsaktionär auch Mitglied des Verwaltungsrates ist und es mitunter zu den (in der Regel bezahlten) Pflichten eines Verwaltungsratsmitgliedes gehört, sich zu informieren¹¹⁹, wird auch ein Aspekt des *collective action* Problems, wonach es für einen Aktionär zu teuer ist, sich zu informieren¹²⁰, wesentlich entschärft. Deshalb kann das Proporzwahlverfahren auch dazu beitragen, das *collective action* Problem zu lösen¹²¹.

Wenn ein Minderheitsaktionär sich selber – oder im Falle einer juristischen Person einen Vertreter – in den Verwaltungsrat der Gesellschaft wählt, dann hat er zwar den Vorteil, zu Informationen des Verwaltungsrates Zugang zu erhalten, die ihm sonst nicht zugänglich wären. Auf der anderen Seite sind damit aber auch insbesondere zwei entscheidende Nachteile verbunden: Einerseits besteht für ihn das Risiko, als Organ verantwortlich zu werden, wobei bei der Wahl eines Vertreters allenfalls auf die juristische Person durchgegriffen wird¹²². Andererseits kann die juristische Person in diesem Falle als Insider gelten und ist damit gewissen Beschränkungen bezüglich des Handels mit den Aktien unterworfen, sofern diese in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelt werden¹²³. Dieses letztere Problem kann durch geeignete organisatorische Massnahmen teilweise aufgefangen werden¹²⁴, doch wird ein Restrisiko verbleiben¹²⁵.

Der Wert des Proporzwahlverfahrens für die Corporate Governance ist nicht primär darin zu sehen, dass ein Minderheitsaktionär unter Umständen bessere Informationen erhält, sondern in der Tatsache, dass mittels Proporz gewählte Verwaltungsratsmitglieder überhaupt im Verwaltungsrat vertreten sind. Bei diesen Verwaltungsrats-

mitgliedern dürfte es sich nämlich in der Regel um wirklich unabhängige Personen handeln. Deren Präsenz macht die Kontrolle des Verwaltungsrates indessen nicht nur effektiver, sondern gleichzeitig auch weniger notwendig. Allein die Tatsache, dass Minderheitsvertreter an Diskussionen des Verwaltungsrates teilnehmen, lässt diesen auch Aspekte diskutieren, die sonst vielleicht nicht erörtert würden¹²⁶. Zudem kann ein Verwaltungsratsmitglied möglicherweise sogar verhindern, dass der Verwaltungsrat oder einzelne seiner Mitglieder pflichtwidrig handeln, während ein Aktionär meistens zu spät davon erfährt, um noch etwas zu ändern¹²⁷. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Vertretung eines Minderheitsaktionärs im Verwaltungsrat den Entscheidungsprozess tendenziell verbessert. Überdies kann die Präsenz solcher Verwaltungsratsmitglieder einen positiven Einfluss auf die anderen externen Verwaltungsratsmitglieder haben, indem diese ihre Rolle mit der Zeit auch überdenken und nicht mehr primär dem Management verpflichtet sind, sondern der Gesellschaft selber und damit auch den Aktionären¹²⁸. Schliesslich haben die unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder auch eine wichtige Funktion bei der Bewältigung der *Agency*-Problematik, unter anderem beim Festsetzen der Entschädigung des Managements¹²⁹. Diese Kompetenz sollte externen Verwaltungsratsmitgliedern zugewiesen werden, die tatsächlich unabhängig sind¹³⁰. Aus diesem Grund sollten bestimmte Ausschüsse aus unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern gebildet werden¹³¹.

In den meisten Fällen wird der Aktionär, der mittels Proporzwahlverfahren ein Verwaltungsratsmitglied bestimmen kann, ein institutioneller Anleger, d.h. eine juristische Person sein. Aufgrund der oben dargestellten Risiken, die mit der Wahl eines Vertreters als Verwaltungsratsmitglied verbunden sind, wird ein institutioneller Anleger eher die Wahl eines von ihm unabhängigen Verwaltungsratsmitglieds erwägen¹³². Dabei wäre ideal, wenn es einen eigentlichen Markt von unabhängigen Verwaltungs-

¹¹⁸ Die dem Verwaltungsrat zustehende Information ist von Gesetzes wegen besser als jene der Aktionäre, denn ein Verwaltungsratsmitglied kann grundsätzlich Auskunft über alle Angelegenheiten der Gesellschaft verlangen (Art. 715a Abs. 1 OR). Zudem ist das Einsichtsrecht des Verwaltungsratsmitglieds nicht auf Geschäftsbücher und Korrespondenz beschränkt (vgl. für den Aktionär: Art. 697 Abs. 3 OR), sondern es kann auch noch Akten einsehen, soweit dies für die Erfüllung seiner Aufgabe erforderlich ist (Art. 715a Abs. 4 OR).

¹¹⁹ Diese Pflicht ergibt sich aus der allgemeinen Mitwirkungspflicht; vgl. dazu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 28 N 67 f.

¹²⁰ Siehe oben bei FN 90.

¹²¹ GORDON (FN 2), 172; RUFFNER (FN 1), 190.

¹²² FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 28 N 46 (insbesondere FN 33).

¹²³ Art. 161 StGB.

¹²⁴ Zu denken ist insbesondere an *Chinese Walls*; vgl. dazu BG Zürich vom 14. Juni 2001, in: SJZ 2001 464–467, 466; ROLF WATTER, *Chinese Walls* bei Universalbanken?, in: SJZ 1991 109–119, 116; BRIGITTE HOFSTETTER, Das Compliance-Konzept zur Verhinderung von Interessenkonflikten innerhalb von Universalbanken, in: AJP 2002 27–39, 33 f. und 38 f.

¹²⁵ Vgl. bspw. BGer 2A.230/1999/bol vom 2.2.2000, E. 5.

¹²⁶ GEORGE W. DENT, *Venture Capital and the Future of Corporate Finance*, in: Washington University Law Quarterly 70 (1992) 1029–1085, 1077.

¹²⁷ BLACK (FN 90), 839.

¹²⁸ BERNARD BLACK/REINIER KRAAKMAN, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, in: Harvard Law Review 109 (1996) 1911–1981, 1947. Vgl. zur Problematik der externen Verwaltungsratsmitglieder oben III. 2.

¹²⁹ FAMA/JENSEN (FN 60), 315.

¹³⁰ LORSCH/MACIVER (FN 105), 17.

¹³¹ Vgl. auch Art. 25 *Swiss Code of Best Practice* (FN 104), wonach der Entschädigungsausschuss sich mehrheitlich aus nicht exekutiven und unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern zusammensetzt, sowie Art. 23 für den Prüfungsausschuss, der aus nicht exekutiven, vorzugsweise unabhängigen Mitgliedern bestehen sollte.

¹³² Hinzu kommen die in der Regel knappen Personalressourcen und möglicherweise das fehlende Know-how; vgl. CHRISTOPH AUCKENTHALER/RETO SUTER, *Corporate Governance – für schweizerische Personalvorsorgeeinrichtungen eine Notwendigkeit?*, in: Der Schweizer Treuhänder 2000, 435–440, 438.

ratsmitgliedern gäbe, die ausschliesslich als unabhängige Verwaltungsratsmitglieder tätig wären und in dieser Funktion in etwa sechs Verwaltungsräten Einsitz nähmen¹³³. Die Performance solch professioneller Verwaltungsratsmitglieder wäre den institutionellen Investoren relativ rasch bekannt, weshalb jene unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder, die ihrer Kontrollfunktion nicht genügend nachkommen, wohl kaum wieder gewählt würden. Ein Markt von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern wäre aber auch dem Zweck des Proporzwahlverfahrens dienlich. Selbst bei relativ grossen Verwaltungsräten muss ein einzelner Aktionär immer noch ein substantielles Minderheitspaket halten, um ein Mitglied selbständig wählen zu können. Wenn es einen Markt von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern gäbe, wäre es eher wahrscheinlich, dass sich eine Gruppe von institutionellen Investoren auf einen Kandidaten einigen würde und diesen in den Verwaltungsrat wählen könnte¹³⁴. Dadurch würde der Einfluss des mittels Proporz gewählten Verwaltungsratsmitglieds zunehmen und dieses könnte sämtliche oben beschriebenen positiven Effekte bewirken. Weiter ist zu beachten, dass ein von mehreren institutionellen Investoren gewähltes Verwaltungsratsmitglied kaum Partikulärinteressen eines einzelnen Investors vertreten wird. Im Gegenteil, die Wahrscheinlichkeit, dass solche Verwaltungsratsmitglieder tatsächlich nur die Interessen der Gesellschaft und damit auch der Aktionäre als solche vertreten werden, ist noch grösser, als dies bei mittels Proporz gewählten Verwaltungsratsmitgliedern ohnehin schon der Fall ist¹³⁵.

b) Gefährdung der Effizienz des Verwaltungsrates?

Gewisse Autoren kritisieren das Proporzwahlverfahren mit dem Argument, damit könnten im Verwaltungsrat entgegengesetzte Interessen vertreten sein, was zu inkonsistenten oder unlogischen Entscheidungen führen könne, und dieses Risiko werde nicht kompensiert¹³⁶. Dieses Argument ist aus zwei Gründen nicht zutreffend: Einerseits ist davon auszugehen, dass sowohl die Vertreter eines Mehrheitsaktionärs wie auch jene von Minderheitsaktionären die gleichen Präferenzen haben müssen, nämlich die Steigerung des Unternehmenswertes¹³⁷. Dies gilt umso mehr, als nicht jeder

Aktionär ein Verwaltungsratsmitglied wählen kann, sondern nur qualifizierte Minderheitsaktionäre¹³⁸. Solche Minderheitsaktionäre dürften in der Regel aber kaum daran interessiert sein, in einen normal funktionierenden Geschäftsgang einzugreifen und damit die Zerstörung von Unternehmenswert zu riskieren. Wenn ein mittels Proporz gewähltes Verwaltungsratsmitglied in den Geschäftsgang eingreift, dürfte hingegen die Gesellschaft bereits gewisse Krankheitssymptome aufweisen¹³⁹. Im übrigen ist der Hinweis angebracht, dass die Zusammensetzung eines mittels Proporz gewählten Verwaltungsrates im wesentlichen der Struktur entspricht, die ein Risikokapitalgeber wählen würde¹⁴⁰; es ist nicht anzunehmen, dass Risikokapitalgeber eine Verwaltungsratsstruktur wählen, die nicht effizient ist.

Andererseits müsste das Bestehen eines unkompensierten Risikos schlechter Entscheidungen zur Konsequenz haben, dass das Proporzwahlverfahren einen negativen Einfluss auf den Unternehmenswert hat. Deshalb müssten die Aktienkurse fallen, wenn eine Gesellschaft das Proporzwahlverfahren einführt, und sie müssten steigen, wenn sie es abschafft. Diesen Erwartungen widerspricht eine Untersuchung des Aktienmarktes in den USA, wonach die Aktienkurse zwar wenig, aber immerhin statistisch signifikant fallen, wenn eine Gesellschaft das Proporzwahlverfahren abschafft oder seinen Einfluss reduziert¹⁴¹. Damit wird das Argument, das Proporzwahlverfahren verursache ein nicht kompensiertes Risiko, widerlegt. Zwar zeigt die gleiche Untersuchung auch auf, dass eine vom Verwaltungsrat vorgeschlagene Einführung oder Stärkung des Proporzwahlverfahrens keinen signifikanten Einfluss auf den Aktienkurs hat¹⁴². Auch dieses Resultat ist jedoch erklärbar, denn wenn der Verwaltungsrat die Einführung des Proporzwahlverfahrens vorschlägt, darf davon ausgegangen werden, dass dieses im konkreten Fall wenig Einfluss hat, weil entweder das Management schon aktionärsfreundlich ist oder weil schon eine starke Kontrolle über das Management besteht.

c) Gefährdung von Kontrollwechseln?

Ein weiteres Argument, das gegen das Proporzwahlverfahren vorgebracht wird, ist, dass dieses den Kontrollwechsel erschwere und damit die Position des Managements

¹³³ GILSON/KRAAKMAN (FN 72), 884–886.

¹³⁴ Vgl. auch AUCKENTHALER/SUTER (FN 132), 439. Darin ist noch keine Gruppenbildung im Sinne von Art. 20 Abs. 3 BEHG zu sehen; vgl. KARL HOFSTETTER, *BS-Komm.* zu Art. 32 BEHG, in: VOGT N.P./WATTER R. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, N 15.

¹³⁵ RUFFNER (FN 1), 190.

¹³⁶ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 59), 73.

¹³⁷ Vgl. oben III. 1.a). In diesem Punkt unterscheidet sich das Proporzwahlverfahren grundsätzlich vom Modell der Arbeitnehmervertretung, wie sie bspw. im deutschen Mitbestimmungsgesetz (§§ 6 ff.) vorgesehen ist.

¹³⁸ Siehe dazu oben FN 15.

¹³⁹ BLACK/KRAAKMAN (FN 128), 1949.

¹⁴⁰ DENT (FN 126), 1076. Risikokapitalgeber lassen sich vertraglich meistens mindestens so viele Verwaltungsratsmitglieder zusichern, wie ihnen auch in einem Proporzwahlverfahren zustehen würden.

¹⁴¹ BHAGAT/BRICKLEY (FN 2), 353–355.

¹⁴² BHAGAT/BRICKLEY (FN 2), 364.

gegenüber den Aktionären weiter stärke¹⁴³. Auch dieses Argument überzeugt nicht. Einerseits ist zu beachten, dass das Proporzwahlverfahren den Kontrollwechsel nicht erschwert, denn bemerkenswerterweise wird dieses Wahlverfahren oft gerade abgeschafft, um unfreundliche Übernahmen zu verhindern¹⁴⁴. Andererseits verhindert ein Proporzwahlverfahren nicht, dass ein Mehrheitsaktionär die Mehrheit des Verwaltungsrates wählt¹⁴⁵. Der Verwaltungsrat wiederum fasst seine Beschlüsse in der Regel mit der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen¹⁴⁶, d.h. die Mehrheit des Verwaltungsrates wird durch das Proporzwahlverfahren nicht daran gehindert, Beschlüsse gegen den Willen der Minderheit zu fassen. Hingegen sind durchaus Konstellationen denkbar, bei denen ein Aktionär nur dann über eine Mehrheit verfügt, wenn er sein Verhalten mit einem anderen Minderheitsaktionär abstimmt. Dies ist jedoch keine dem Proporzwahlverfahren immanente Konstellation, sondern dies gibt es auch bei einem gewöhnlichen Wahlverfahren. Immerhin kann auch bei einem Proporzwahlverfahren ein Aktionär genau berechnen, wie viele Aktien er besitzen muss, damit er einen Kontrollwechsel herbeiführen kann¹⁴⁷.

Zwar stimmt es, dass der Erwerber einer Aktienmehrheit in seiner Freiheit eingeschränkt ist, wenn daneben ein Minderheitsaktionär besteht, der ein Verwaltungsratsmitglied wählen kann¹⁴⁸. Allerdings ist eine solche *holdup power* eines Minderheitsaktionärs nicht grundsätzlich schlecht, denn der Minderheitsaktionär kann damit eher sicherstellen, dass der Mehrheitsaktionär nicht pflichtwidrig private Vorteile von der Gesellschaft erlangt. Zudem kann damit auch das Problem der Block-Diskonte entschärft werden, womit das Phänomen bezeichnet wird, dass der Verkauf eines grossen Aktienblockes häufig nur mit einem Abschlag möglich ist¹⁴⁹. Im Falle eines Proporzwahlverfahrens werden sich solche Diskonte tendenziell verringern und allenfalls sogar in eine Block-Prämie umwandeln. Aus diesem Grund dürfte es auch weniger wahrscheinlich sein, dass Aktionäre auf ihren Minderheitspaketen sitzen bleiben; es ist sogar möglich, dass Minderheitspakete eher die Hand wechseln, wenn das Minderheitspaket das Recht verleiht, ein Verwaltungsratsmitglied zu bestimmen.

IV. Würdigung

Aus den oben stehenden Ausführungen geht hervor, dass die Aktionäre in der Corporate Governance eine zentrale Stellung einnehmen, denn sie sind als Inhaber der residualen Rechte zur Kontrolle des Verwaltungsrates berufen, der seinerseits das Management kontrolliert. Die Aktionäre nehmen diese Kontrolle unter anderem mittels Ausübung ihres Stimmrechts wahr, insbesondere durch Wahlen und Abwahlen. Weil die Stimmrechtsausübung mit der Problematik der *collective action* und mit einer Reihe von strukturellen Mängeln behaftet und die Information der Aktionäre meistens mangelhaft ist, können die Aktionäre den Verwaltungsrat relativ schlecht kontrollieren. Eine effektivere Kontrolle können hingegen externe Verwaltungsratsmitglieder ausüben. Im traditionellen System der Managementkontrolle sind die externen Verwaltungsratsmitglieder aber häufig nicht vom Management unabhängig und sie haben auch selten einen positiven Anreiz, um effektiv zu kontrollieren.

Das Proporzwahlverfahren ist ein Mittel, um die Kontrolle des Managements zu verbessern. Unter diesem System hat ein Minderheitsaktionär unter Umständen die Möglichkeit, ein Mitglied des Verwaltungsrates auch gegen den Willen des Managements oder eines Mehrheitsaktionärs zu wählen. Ein solches Verwaltungsratsmitglied wird in der Regel unabhängig sein, insbesondere wenn es einen eigentlichen Markt von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern gibt. In diesem Fall wird ein mittels Proporz gewähltes Verwaltungsratsmitglied auch genügend Anreiz haben, effektiv zu kontrollieren, weil es sonst nicht wieder gewählt wird. Alleine die Präsenz von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern wird auch das Verhalten der übrigen Mitglieder des Verwaltungsrates positiv beeinflussen und den Entscheidungsprozess des Verwaltungsrates verbessern.

Das Proporzwahlverfahren kann nicht nur bei Publikumsgesellschaften wertvoll sein, sondern auch bei privaten Gesellschaften. Bei diesen können die statutarischen Vorschriften über das Proporzwahlverfahren insbesondere auch allfällige Minderheitsrechte, die in einem Aktionärbindungsvertrag enthalten sind, absichern; der Anspruch des Minderheitsaktionärs auf die Wahl eines Vertreters in den Verwaltungsrat besteht dann nicht mehr bloss gegenüber den Mitaktionären, sondern gegenüber der Gesellschaft selber.

¹⁴³ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 59), 73.

¹⁴⁴ GORDON (FN 2), 155; BHAGAT/BRICKLEY (FN 2), 362; ARTHUR FLEISCHER JR./ALEXANDER R. SUSSMAN, *Takeover Defense*, 5. Aufl., 1997, 6–24.

¹⁴⁵ Siehe oben bei FN 11.

¹⁴⁶ Art. 713 Abs. 1 OR. Nach der h.L. ist diese Bestimmung dispositiver Natur; vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 1), § 31 N 25.

¹⁴⁷ Vgl. oben bei FN 8.

¹⁴⁸ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 59), 73.

¹⁴⁹ GORDON (FN 2), 126 FN 5.