Zitiervorschlag: Daniel M. Häusermann, Wider das Paritätsprinzip! – Lektionen aus Grossbritannien, Januar 2014, abrufbar unter http://www.alexandria.unisg.ch/.

Wider das Paritätsprinzip!

Lektionen aus Grossbritannien

Januar 2014

Dr. iur. Daniel M. Häusermann, LL.M. (Harvard), Rechtsanwalt*

Under Swiss corporate law, the powers of the board of directors to oversee and manage the corporation are inalienable: It would be illegal for the articles of incorporation to require shareholder approval on issues pertaining to the board's exclusive domain. Likewise, shareholders are prohibited from giving the board directions. A proposal by the Federal Council to relax this "inalienability rule" in a limited way has been met with mixed reactions.

British company law provides the setting for a natural experiment on what may happen when corporations are free to regulate the division of powers between the shareholders and the board. I analyzed the articles of association of 93 companies represented in the FTSE 100 and I found that in all of these companies, shareholders may give the board directions, sometimes even with a simple majority. 73 per cent of all companies restrict the board's borrowing powers. Both would be illegal under Swiss law. In addition, companies with a premium listing—including all FTSE 100 companies—are required to obtain shareholder approval for important transactions. There is no evidence of problems relating to these rules.

Therefore, Switzerland's "inalienability rule" should be abolished completely, not just in part, as the Federal Council has proposed. Common objections against loosening the rule are unconvincing. However, a couple of smaller statutory amendments will be necessary in the event that the "inalienability rule" is abolished.

---

* Der Aufsatz ist das Ergebnis eines Gastaufenthaltes an der Faculty of Law der Universität Oxford. I thank Professor John Armour BCL MA (Oxon) LLM (Yale) for his hospitality, and him as well as Professor Paul Davies MA (Oxon) LLM (Lond) LLM (Yale) QC (hon) FBA for valuable advice on the subject. Dr. Claudia F. Brühwiler Häusermann danke ich für die Durchsicht des Manuskripts. Für den Inhalt des Artikels bin alleine ich verantwortlich. Die zitierten Webseiten wurden zuletzt am 3. Januar 2014 besucht.

Inhalt

I. Einführung ... 3
II. Aufgabenteilung zwischen Board und Aktionären im britischen Kapitalgesellschaftsrecht ... 4
1. Vertragliche Natur der Kompetenznormen ... 4
2. Offizielle Musterstatuten ... 6
3. GV-Beschlüsse und Statutenänderung ... 6
4. Fazit: Weitgehende Gestaltungsfreiheit ... 7
III. Ausgewählte Mitsprachemöglichkeiten der GV in britischen Publikumsgesellschaften ... 8
1. Daten ... 8
2. Allgemeine Weisungsbefugnis ... 8
2.1 Regelung der Musterstatuten ... 8
2.2 Statuten der FTSE-100-Gesellschaften ... 9
2.3 Praktische Bedeutung der Weisungsbefugnis ... 11
3. Verschuldungslimiten ... 12
3.1 Regelung der Musterstatuten ... 12
3.2 Statuten der FTSE-100-Gesellschaften ... 12
3.3 Rolle der institutionellen Anleger ... 13
3.4 Praktische Bedeutung der Verschuldungslimiten ... 14
4. Genehmigung wichtiger Rechtsgeschäfte ... 15
4.1 Class 1 transactions im britischen Kotierungsreglement ... 15
4.2 Ausweichmöglichkeiten kaum genutzt ... 17
5. Fazit: Gestaltungsfreiheit wird genutzt ... 18
IV. Reformbedarf im Schweizer Recht ... 19
1. Bedürfnis nach Gestaltungsfreiheit ... 19
2. Aufhebung der Unentziehbarkeit der Verwaltungsratskompetenzen ... 19
3. Rückkehr zur Omnipotenztheorie? ... 20
4. Mögliche Gegenargumente ... 21
5. Anpassungsbedarf im Aktienrecht ... 23
5.1 Verschärfung von Art. 718a Abs. 2 OR ... 23
5.2 Fakultative Beschränkung der Anfechtbarkeit von GV-Beschlüssen ... 23
5.3 Änderungen im Verantwortlichkeitsrecht? ... 24
6. Kotierungsrechtliche Genehmigungsvorbehalte? ... 25
V. Schluss ... 25

I. Einführung

Die Kompetenzordnung des Schweizer Aktienrechts fusst bekanntlich auf dem Paritätsprinzip, demgemäss jedem Gesellschaftsorgan zwingend bestimmte Aufgaben zugewiesen sind.[1] Insbesondere dürfen die Aktionäre nicht in die unentziehbaren Kompetenzen des Verwaltungsrats nach Art. 716a Abs. 1 OR eingreifen. Die GV darf dem Verwaltungsrat weder Weisungen zur Oberleitung erteilen, noch dürfen die Statuten der GV diesbezüglich Genehmigungsvorbehalte einräumen.[2] Das Gleiche gilt für die Geschäftsführungskompetenz des Verwaltungsrates (Art. 716 Abs. 2 OR), die nach überwiegender Ansicht ebenfalls unentziehbar ist.[3]

Der Bundesrat schlug im Rahmen der «grossen» Aktienrechtsrevision vor, das Paritätsprinzip zu lockern.[4] Nach Art. 716b Abs. 1 E-OR sollen die Statuten vorsehen können, dass der Verwaltungsrat bestimmte Beschlüsse aus den Bereichen Oberleitung, Organisation und Geschäftsführung der Generalversammlung zur Genehmigung vorlegen muss.[5] Mögliche Anwendungsfälle sind Investitionen und Devestitionen,[6] eventuell die Aufnahme von Fremdkapital[7] oder auch der Erlass eines Organisationsreglements[8]. Ein statutarischer Genehmigungsvorbehalt hat sich auf eine Ja-Nein-Entscheidung zu beschränken[9] und muss mit qualifiziertem Mehr eingeführt werden[10].

---

1 Siehe statt aller die Definition bei *Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser*, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 11. A., Bern 2012, § 16 N 352.

2 Siehe statt vieler *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009, § 12 N 33; ZK–*Homburger*, Art. 716a OR N 519 f.; BSK OR II–*Dubs/Truffer*, Art. 698 N 30. A.M. soweit ersichtlich einzig *Alain Hirsch*, Les limites des compétences de l'assemblée générale et du conseil d'administration, in: Alain Hirsch et al., Rechtsfragen um die Generalversammlung, Zürich 1997, 7, 11–15. Der sachliche Anwendungsbereich vieler der Kompetenzen nach Art. 716a Abs. 1 OR – und damit das Ausmass ihrer Unentziehbarkeit – ist umstritten.

3 Siehe statt vieler *Böckli* (Fn. 2), § 13 N 290 und N 441 ff.; *Peter Forstmoser et al.*, Organisation und Organisationsreglement der Aktiengesellschaft, Zürich 2011, § 9 N 54 und 80. A.M. *Urs Bertschinger*, Zuständigkeit der Generalversammlung der Aktiengesellschaft – ein unterschätzter Aspekt der Corporate Governance, in: Rainer J. Schweizer/Herbert Burkert/Urs Gasser (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich 2002, 309, 312–319 (sog. Theorie der Parallelkompetenz).

4 Eine erste Lockerung brachte das neue Rechnungslegungsrecht, unter dem die GV konkurrierend zum VR zuständig ist, den Rechnungslegungsstandard zu bestimmen (Art. 962 Abs. 4 OR).

5 Art. 716b Abs. 1 E-OR (BBl 2008 1783) i.V.m. Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 und 2 OR; betr. Geschäftsführung siehe *Dieter Dubs*, Der Genehmigungsbeschluss als neuartige Kompetenz-Kompetenz der Aktionäre gemäss Artikel 627 Ziffer 14 E-OR: Zum Vorschlag der eingeschränkten Flexibilisierung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung, SZW 2008, 159, 165.

6 *Böckli* (Fn. 2), § 12 N 29c; *Peter V. Kunz*, Statuten – Grundbaustein der Aktiengesellschaften, in: Rolf Watter (Hrsg.): Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich 2010, 55, 65.

7 *Hans-Ueli Vogt/Emanuel Schiwow/Karin Wiedmer*, Die Aktienrechtsrevision unter Corporate-Governance-Aspekten – Bestandesaufnahme, einige Auslegungsversuche und ein paar wichtige Anliegen vor der Erstberatung im Nationalrat, AJP 2009, 1359, 1372. Man könnte jedoch auch argumentieren, ein solcher Genehmigungsvorbehalt verletze Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR. Vgl. zum geltenden Recht *Bertschinger* (Fn. 3), 319.

8 *Dubs* (Fn. 5), 172.

9 BBl 2008 1611 und 1686.

10 Art. 704 Abs. 1 Ziff. 9 E-OR, BBl 2008 1782.

Der Entwurf stiess in der Lehre auf gemischte Reaktionen. Während einige Autoren ihn komplett ablehnen,[11] begrüssen andere ihn als willkommene Flexibilisierung, wiesen jedoch auf die Nachteile und praktischen Probleme statutarischer Genehmigungsvorbehalte hin[12]. Der Ständerat als Erstrat lehnte den Entwurf ab.[13]

Für die rechtspolitische Diskussion um das Paritätsprinzip dürfte von Interesse sein, dass britische Aktiengesellschaften ihre Organkompetenzen praktisch frei regeln können, selbst wenn sie börsenkotiert sind (Abschnitt II). Um herauszufinden, inwiefern britische Publikumsgesellschaften ihre Gestaltungsfreiheit auch nutzen, untersuchte ich ausgewählte Statutenbestimmungen von 93 der im FTSE-100-Index vertretenen Gesellschaften.[14] Dabei hat sich gezeigt, dass die Aktionäre dieser Gesellschaften nach den Statuten und dem Kotierungsreglement Weisungs- und Genehmigungsrechte haben, die nach schweizerischem Recht unzulässig wären (Abschnitt III). Nennenswerte Probleme treten dabei offenbar nicht auf.

Dieses Ergebnis gibt Anlass, das in der Schweiz geltende Paritätsprinzip zu hinterfragen (Abschnitt IV). Die gängigen Argumente gegen eine Lockerung des Paritätsprinzips mögen gegen weitgehende statutarische Mitwirkungsrechte der Aktionäre sprechen, nicht aber für ein Verbot derselben. Deshalb sollte der Gesetzgeber die Unentziehbarkeit der Verwaltungsratskompetenzen nach Art. 716a Abs. 1 und Art. 716 Abs. 2 OR nicht, wie in der «grossen» Aktienrechtsrevision vorgeschlagen, nur beschränkt, sondern komplett aufheben. Dies würde kleinere gesetzliche Anpassungen im Vertretungsrecht, bei der Anfechtbarkeit von GV-Beschlüssen und eventuell im Verantwortlichkeitsrecht erfordern. Unabhängig davon hat die Börse bereits heute die Möglichkeit, die Emittenten nach britischem Vorbild reglementarisch zu verpflichten, wichtige Transaktionen von der Generalversammlung genehmigen zu lassen.

II. Aufgabenteilung zwischen Board und Aktionären im britischen Kapitalgesellschaftsrecht

1. Vertragliche Natur der Kompetenznormen

Die vom britischen Companies Act von 2006[15] aufgestellte Kompetenzordnung beruht auf einer grundlegend anderen Regelungsphilosophie als jene des schweizerischen,

---

[11] Siehe *Peter Böckli*, Die Schweizer Verwaltungsräte zwischen Hammer und Amboss, SJZ 2010, 1 und 25, 29 f.; *Christoph B. Bühler*, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009, Rz. 673; *Peter Forstmoser*, Die «grosse» Aktienrechtsreform – Übersicht und Gesamtwürdigung, in: Rolf Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich 2010, 1, 43; *Lukas Glanzmann*, Die grosse Aktienrechtsrevision: Kritische Anmerkungen zum Entwurf des Bundesrates, ST 2008, 665, 678; *Kunz* (Fn. 6), 65 f.

[12] Siehe *Dubs* (Fn. 5), 174; *Martina Elisabeth Isler*, Konsultativabstimmung und Genehmigungsvorbehalt zugunsten der Generalversammlung, Zürich 2010, 169 f.; *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1370–1373; *Karl Hofstetter*, Die Reform des Aktienrechts im Lichte der Corporate Governance, SJZ 2008, 477, 484. Zurückhaltender *Rolf Watter*, Neuerungen im Bereich des Verwaltungsrates: Eigentore im Bereich der Corporate Governance, in: Rolf Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich 2010, 285, 291 f. («nicht völlig falsch»).

[13] AB 2009 S 701.

[14] Zur Datenbasis hinten Abschnitt III.1.

[15] Companies Act, 2006 c. 46.

aber auch des deutschen und des US-amerikanischen Rechts. Die gesellschaftsinterne Aufgabenteilung fusst nach britischem Verständnis nicht auf dem Gesetz, sondern auf der privatautonom gesetzten Verfassung *(constitution)* der Gesellschaft, insbesondere den Statuten.[16] Die gesellschaftsinternen Zuständigkeitsregeln sind also vertraglicher Natur, und die zur Leitung der Gesellschaft nötigen Befugnisse des Board of Directors sind das Resultat einer Kompetenzdelegation durch die Aktionäre.[17]

Der Companies Act enthält nur wenige zwingende Zuständigkeitsnormen. Zwingend dem Board zugewiesen sind die Verantwortung für die Rechnungslegung sowie routinemässige administrative Pflichten, insbesondere gegenüber dem Unternehmensregister (Companies House).[18] Ein Vorschlag aus den Siebzigerjahren, dem Board weitere unentziehbare Kompetenzen zu geben, wurde nicht weiterverfolgt.[19]

Zwingend den Aktionären zugewiesen und undelegierbar sind grundlegende Entscheide wie Statutenänderungen, Kapitalveränderungen, Fusionen oder Liquidationsbeschlüsse.[20] Zudem muss die Revisionsstelle von der GV gewählt werden.[21] Bestimmte Geschäfte mit Board-Mitgliedern sowie politische Spenden sind ebenfalls von der GV zu genehmigen.[22]

Von diesen Einschränkungen abgesehen können die Gesellschaften die Aufgaben und Befugnisse des Board of Directors nach Belieben statutarisch regeln.[23] Wie weit der Companies Act die interne Organisation den Statuten überlässt, zeigt sich daran, dass das Board nicht einmal zwingend von den Aktionären gewählt werden muss.[24] Im Gegenzug ist der Schutz von Drittparteien ausgebaut. Entsprechend den Vorgaben des Europarechts sind Dritte, die mit dem Board ein Rechtsgeschäft abschliessen, nicht gehalten, sich über mögliche Beschränkungen der Kompetenzen des Boards zu erkundigen und können selbst dann Gutglaubensschutz geniessen, wenn sie von einer Einschränkung der Vertretungsbefugnis Kenntnis haben.[25]

Der Companies Act unterscheidet zwischen *public companies*, die den Firmenzusatz «public limited company» oder «p.l.c.» tragen müssen, und *private companies* mit dem

---

16 Siehe *Paul L. Davies/Sarah Worthington*, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 9th ed., London 2012, § 3-13. Näheres zur *constitution* hinten bei Fn. 61.

17 *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-2; *David Kershaw*, Company Law in Context, 2nd ed., Oxford 2012, 203. Missverständlich ZK–*Homburger*, Art. 716a OR N 702, der diesen Unterschied zum Schweizer Recht nicht erkannte.

18 Siehe *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-21.

19 Siehe die Hinweise bei *G. R. Sullivan*, The Relationship Between the Board of Directors and the General Meeting in Limited Companies, 93 Law Quarterly Review 569 (1977). Das Herzstück des Entwurfs war eine Arbeitnehmervertretung im Board.

20 Siehe die Übersicht bei *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-18.

21 A.a.O., § 14-19.

22 A.a.O., § 14-19 und §§ 16-118 ff.

23 Siehe *John H. Farrar/Brenda Hannigan*, Farrar's Company Law, 4th ed., London etc. 1998, 363 f.; *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-2.

24 Siehe *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-24. Sec. 160 Companies Act scheint bei *public companies* immerhin von einer Wahl durch die GV auszugehen, da hierfür die Einzelwahl der Board-Mitglieder vorgeschrieben ist.

25 Sec. 40(1) und (2) Companies Act. Die Bestimmung setzt Art. 10 Abs. 2 der Ersten Gesellschaftsrechtsrichtlinie (RL 2009/101/EG vom 16. September 2009) um.

Firmenzusatz «limited» oder «ltd.».[26] Nur *public companies* dürfen Wertpapiere (Aktien und Anleihensobligationen) öffentlich anbieten.[27] Die gesetzlichen Zuständigkeiten in einer *public company* unterscheiden sich aber kaum von jenen in einer *private company*.[28] Allerdings verpflichtet das Kotierungsrecht Emittenten, die im Premiumsegment kotiert sind, gewisse Geschäfte von der GV genehmigen zu lassen (sog. *class 1 transactions*).[29] Ansonsten ist die Zuständigkeitsordnung auch in grossen Publikumsgesellschaften weitgehend der privatautonomen Gestaltung überlassen.[30]

2. Offizielle Musterstatuten

Das britische Kapitalgesellschaftsrecht hat die Besonderheit, dass es offizielle Musterstatuten gibt, die jeweils als Verordnung zum aktuellen Companies Act erlassen werden.[31] Von 1862 bis 2008 wurden die Musterstatuten für Aktiengesellschaften «Table A» genannt, nach dem Abschnitt der Verordnung, in dem sie publiziert waren. Die jüngste Verordnung von 2008[32] gab diese Bezeichnung auf; dafür enthält sie erstmals separate Statuten für *public companies* (nachfolgend: «Model Articles plc»). Der Companies Act erklärt die im Zeitpunkt der Gründung einer Gesellschaft geltenden Musterstatuten für anwendbar, soweit die Gründer dem Companies House keine eigenen Statuten einreichen.[33] Die Gründer können somit die Musterstatuten mit oder ohne Änderungen übernehmen[34] oder dann eigene Statuten verwenden, in denen die Anwendung der Musterstatuten global ausgeschlossen wird.[35] Für letztere Variante haben sich alle untersuchten FTSE-100-Gesellschaften entschieden.

3. GV-Beschlüsse und Statutenänderung

Das britische Recht unterscheidet zwischen dem einfachen GV-Beschluss *(ordinary resolution)*, für den ein einfaches Mehr genügt,[36] und der sogenannten *special resolution*, für die drei Viertel der abgegebenen Stimmen nötig sind.[37] Aktionäre, die mindestens fünf Prozent der Stimmen haben, oder hundert Aktionäre, die Aktien mit einem Nennwert von durchschnittlich hundert Pfund Sterling pro Aktionär halten, können die Traktandierung eines Antrags verlagen.[38] Wieweit Änderungsanträge zulässig sind, ist

---

[26] Sec. 4 und 58 f. Companies Act.

[27] Sec. 755 Companies Act. Eine *public company* kann, muss aber nicht börsenkotiert sein. Dazu *Davies/Worthington* (Fn. 16), §§ 1-13 bis 1-20.

[28] Ausnahmen finden sich etwa in den Bestimmungen zur Genehmigung von Rechtsgeschäften, an denen ein Board-Mitglied ein Interesse hat. Siehe sec. 175(5)(b) und sec. 198–203 Companies Act.

[29] Siehe Listing Rules (LR) 10. Die Listing Rules sind abrufbar unter http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR. Dazu hinten Abschnitt III.4.

[30] Vgl. British Company Law and Practice, Looseleaf, London 1983– (as of 2009), ¶31-00.

[31] Dazu die Übersicht bei *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 3-14.

[32] Companies (Model Articles) Regulations 2008, Statutory Instrument No. 2008/3229.

[33] Sec. 20 Companies Act.

[34] Private Gesellschaften ändern die Musterstatuten in der Regel ab. *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 3-15.

[35] Sec. 20(1)(b) Companies Act.

[36] Sec. 282(1) und (4) Companies Act. Das Mehrheitserfordernis kann bis zur Einstimmigkeit erhöht werden. Sec. 281(3) Companies Act.

[37] Sec. 283(1) und (5) Companies Act.

[38] Sec. 338(3)(b) Companies Act.

im Lichte der Rechtsprechung unklar.[39] Nach den Model Articles plc dürfen Aktionäre Änderungsanträge zu einer *ordinary resolution* stellen.[40] Bei einer *special resolution* ist dies nicht gestattet anbringen.[41]

Für Statutenänderungen ist eine *special resolution*, also ein Dreiviertelmehr, erforderlich.[42] Die Statuten können die Änderbarkeit von Statutenbestimmungen durch eine Petrifizierungsklausel *(provision for entrenchment)* noch weiter erschweren.[43] Eine Petrifizierungsklausel kann zum Beispiel strengere Mehrheitserfordernisse, Quoren, Vetorechte oder spezielle Verfahren vorschreiben. Die einzige Grenze der Petrifizierung liegt darin, dass die Statuten stets mit Zustimmung aller Aktionäre oder per Gerichtsbeschluss geändert werden können.[44]

4. Fazit: Weitgehende Gestaltungsfreiheit

Die Kompetenzordnung des Companies Act ist eine eigentliche Antithese zum schweizerischen Paritätsprinzip. Dementsprechend geniessen britische Kapitalgesellschaften ein deutlich höheres Mass an Gestaltungsfreiheit als Schweizer Aktiengesellschaften. Da das Board of Directors kaum unentziehbare Aufgaben hat, könnten sich die Aktionäre theoretisch beliebige Eingriffsrechte vorbehalten – auch in jenen Materien, die nach schweizerischem Recht zur Geschäftsführung oder zu den unentziehbaren Kompetenzen des Verwaltungsrats gehören.[45] Umgekehrt können britische Gesellschaften das Paritätsprinzip quasi statutarisch einführen. Dazu müssten sie dem Board weitreichende und ausschliessliche Kompetenzen zuweisen[46] und die betreffenden Statutenbestimmungen mit einer Petrifizierungsklausel verknüpfen.

Überdies ermöglicht das britische Recht es den Gesellschaften, in ihren Statuten auch weitere zwingende Regeln eines ausländischen Aktienrechts nachzubilden.[47] Ein Beispiel war die in England inkorporierte, ursprünglich auf eine Schweizer Gesellschaft zurückgehende Bergbaugesellschaft Xstrata plc.[48] Ihre Statuten enthielten verschiedene Bestimmungen, die zwingenden Vorschriften des Schweizer Aktienrechts nachempfunden waren, wie gewisse Formalien zur GV[49], das beschränkte Recht auf Einsicht in die

---

39 Siehe die Hinweise bei *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 15-47, insbes. in Fn. 162.

40 Art. 40(1)(b) Model Articles plc (Fn. 32). Ein Änderungsantrag darf den Umfang des Hauptantrags nicht substanziell ändern.

41 A.a.O., Art. 40(2)(b) (nur Korrektur grammatischer und anderer unwesentlicher Fehler).

42 Sec. 21(1) Companies Act.

43 Sec. 22(1) Companies Act.

44 Sec. 22(3) Companies Act.

45 Die Gestaltungsmöglichkeiten nach britischem Recht gehen auch über jene des schweizerischen GmbH-Rechts hinaus. Vgl. Art. 810 f. OR; zur Auslegung dieser Bestimmungen kontrovers *Peter Forstmoser/Patrick R. Peyer*, Die Einwirkung der Gesellschafterversammlung auf geschäftsführende Entscheide in der GmbH, SJZ 2007, 397 und 429, 401; *Lukas Handschin/Christof Truniger*, Die neue GmbH, Zürich 2006, 150.

46 Siehe *Sullivan* (Fn. 19), 571.

47 Zu beachten sind selbstverständlich die zwingenden Vorschriften des Companies Act.

48 Die Gesellschaft fusionierte 2013 mit Glencore.

49 *Xstrata plc*, Articles of Association (as amended on 5 May 2010) (im Besitz des Autors), Art. 67 (Traktandierungsrecht), Art. 68 Satz 2, Art. 81 (Einladungsfrist), Art. 73 Satz 2 (Tagungsort), Art. 100 (Verbot von Zirkulationsbeschlüssen der GV) und Art. 217 (SHAB-Publikation der Einladung).

Geschäftsbücher[50] oder ein Recht auf Sonderprüfung[51]. Eine Petrifizierungsklausel machte diese Statutenbestimmungen faktisch unabänderbar.[52]

III. Ausgewählte Mitsprachemöglichkeiten der GV in britischen Publikumsgesellschaften

1. Daten

Für die vorliegende Untersuchung analysierte ich die Statuten der Ende September 2012 im FTSE-100-Index vertretenen Gesellschaften. Der Index umfasst die hundert an der Londoner Börse kotierten Gesellschaften mit der grössten Marktkapitalisierung[53] und erfasst damit 81 Prozent des britischen Aktienmarktes[54]. Der Börsenwert der FTSE-100-Gesellschaften betrug Ende August 2012 umgerechnet zwischen 1,1 und 150 Milliarden Franken.[55] Die Hälfte der Gesellschaften war mehr als 5,9 Milliarden Franken wert.[56] Die untersuchten Gesellschaften sind von ihrer Grösse her vergleichbar mit den fünfzig Gesellschaften des SMI Expanded®.

Von den 100 Gesellschaften des FTSE 100 sind 99 in einer dem britischen Recht nahestehenden Jurisdiktion inkorporiert, nämlich 91 im Vereinigten Königreich, sechs auf Jersey, eine auf Guernsey und eine in Irland.[57] Insgesamt waren die Statuten von 93 Gesellschaften erhältlich.

2. Allgemeine Weisungsbefugnis

2.1 Regelung der Musterstatuten

Die Statuten britischer Kapitalgesellschaften enthalten üblicherweise eine Bestimmung, welche die Leitung der Gesellschaft an das Board delegiert und festlegt, inwiefern die Aktionäre in diese Kompetenzen eingreifen können. In den Model Articles plc lauten diese Bestimmungen wie folgt:

> "*Directors' general authority*
>
> 3. Subject to the articles, the directors are responsible for the management of the company's business, for which purpose they may exercise all the powers of the company.

---

50 A.a.O., Art. 199.
51 A.a.O., Art. 202.
52 A.a.O., Art. 101 f. Das rechtliche Konstrukt wird beschrieben in *Xstrata*, Annual Report 2011, 112, abrufbar unter http://www.glencorexstrata.com/investors/reports-and-results/xstrata/2011/.
53 Siehe *FTSE*, Ground Rules for the Management of the FTSE UK Index Series, September 2012, Ziff. 5.1, abrufbar unter http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/FTSE_UK_Index_Series_Index_Rules.pdf.
54 Siehe *FTSE*, FTSE UK Index Series, http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/index.jsp.
55 *FTSE*, FTSE 100 Index Fact Sheet, 31 August 2012, 2. Eine aktualisierte Version ist abrufbar unter http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/UKX.pdf.
56 A.a.O.
57 Die verbleibende Gesellschaft, International Airlines Group S.A., untersteht spanischem Recht.

Members' reserve power

4. (1) The members may, by special resolution, direct the directors to take, or refrain from taking, specified action.
(2) No such special resolution invalidates anything which the directors have done before the passing of the resolution."[58]

Die Aktionäre können demnach auf zwei Arten in die Kompetenzen des Boards eingreifen: Einerseits können sie mit einer *special resolution*, also mit einem Dreiviertelmehr, dem Board spezifische oder allgemeine Weisungen erteilen, die jedoch nur ex nunc und pro futuro gelten.[59] Andererseits können die Aktionären die Kompetenzen des Boards per Statutenänderung einschränken. Wie erwähnt, erfordert eine Statutenänderung ebenfalls eine *special resolution.*[60]

Der Unterschied zwischen den beiden Vorgehensweisen sollte nicht überschätzt werden. Die Verfassung *(constitution)* britischer Kapitalgesellschaften ist nämlich nicht ausschliesslich in den Statuten festgehalten, sondern sie umfasst nebst anderem auch sämtliche *special resolutions* der GV.[61] (Die Ähnlichkeit mit dem unkodifizierten britischen Verfassungsrecht ist hier unverkennbar.[62]) Da Statutenänderungen und übrige *special resolutions* gleichermassen «Verfassungsrang» besitzen, können die Aktionäre dem Board auch dann per *special resolution* eine Weisung erteilen, wenn die Statuten dies nicht ausdrücklich vorsehen.[63]

Daneben kann das Weisungsrecht den Aktionären ganz entzogen werden. Dafür ist eine Statutenbestimmung erforderlich, die der GV das Weisungsrecht entzieht und die ihrerseits mit einer Petrifizierungsklausel abgesichert ist.[64]

2.2 Statuten der FTSE-100-Gesellschaften

Wie Tabelle 1 zeigt, hat die GV in allen untersuchten FTSE-100-Gesellschaften ein Weisungsrecht gegenüber dem Board. Keine einzige Gesellschaft schliesst ein Weisungsrecht der Aktionäre aus.

---

58 Hervorhebungen im Original. Mit «members» sind die Aktionäre gemeint.

59 Art. 4 Model Articles plc (Fn. 32). Das Verbot rückwirkender Beschlüsse ergibt sich aus der sogenannten «no invalidation clause» in Abs. 2. Das Board kann jedoch angewiesen werden, eine Handlung rückgängig zu machen, beispielsweise eine eben gekaufte Gesellschaft wieder zu veräussern. Siehe *Kershaw* (Fn. 17), 193.

60 Sec. 21(1) Companies Act.

61 Sec. 17 und sec. 29(1) Companies Act. Weitere Bestandteile der *constitution* sind Beschlüsse sämtlicher Aktionäre sowie bestimmte Beschlüsse einzelner Aktionärsklassen.

62 Zum Umfang und den Rechtsquellen des britischen Verfassungsrechts statt aller *Anthony W. Bradley/Keith D. Ewing*, Constitutional and Administrative Law, 15th ed., Harlow UK etc. 2011, 5–8 und 12–31.

63 Die Alternative, dass die Aktionäre sich erst per Statutenänderung diese Kompetenz erteilen und diese sogleich ausüben müssten, würde von britischen Gerichten wohl als überspitzt formalistisch angesehen. Diesen Hinweis auf die britische Rechtskultur verdanke ich *Paul Davies*.

64 Siehe auch vorne Abschnitt II.4.

Tabelle 1: Weisungsrecht der GV in FTSE-100-Gesellschaften

	Anzahl Gesellschaften	
Weisung mit Dreiviertelmehr (wie Musterstatuten)	85	91%
Weisung mit einfachem Mehr	8	9%
Weisungsrecht ausgeschlossen	0	0%
Total	93	100%

Die Tabelle berücksichtigt Gesellschaften, die Ende September 2012 im FTSE-100-Index vertreten waren. Eigene Berechnungen anhand der erhältlichen Statuten.

In 85 von 93 Fällen entspricht das Weisungsrecht im Ergebnis den Musterstatuten. Die meisten Bestimmungen lehnen sich an den Text der Model Articles plc oder an die inhaltlich gleiche Bestimmung des Table A von 1985 an.[65] Die Statuten von vier Gesellschaften sehen keine explizite Weisungsmöglichkeit der GV vor. Aus den vorgenannten Gründen steht dies einer Weisungserteilung per *special resolution* jedoch nicht entgegen.[66] Die Statuten einer weiteren Gesellschaft enthalten überhaupt keine explizite Kompetenzdelegation, doch setzen sie eine solche in anderen Bestimmungen voraus. Auch in dieser Gesellschaft dürfen die Aktionäre dem Board per *special resolution* Weisungen erteilen. Eine andere Gesellschaft hat noch eine Klausel in ihren Statuten, deren Wortlaut sich an den Table A von 1948 anlehnt.[67] Die Bedeutung dieser Bestimmung ist notorisch unklar.[68] Das House of Lords legte einen praktisch gleich lautenden Vorläufer der Bestimmung so aus, dass sie jedenfalls eine Weisung per *ordinary resolution* verbiete.[69] Zur Frage, ob die Aktionäre unter dem Table A von 1948 auch Weisungen per *special resolution* erteilen können, gibt es keinen Präzedenzfall.[70] Die herrschende Lehre bejaht dies aber.[71] Deshalb wurde auch diese Gesellschaft zu jenen gezählt, bei denen die GV dem Board mit einem Dreiviertelmehr Weisungen erteilen kann.

---

65 Art. 3 f. Model Articles plc (Fn. 32), Art. 70 Table A 1985 (abgedruckt in *Derek French*, Model Articles of Association for Companies, Oxford 2009, § 9.96).

66 Siehe vorne bei Fn. 61–63.

67 Art. 80 Table A 1948 (abgedruckt in *French* [Fn. 65], § 7.102).

68 Die Kompetenzen des Board stehen nach Art. 80 unter anderem unter dem Vorbehalt von "such regulations, being not inconsistent with the aforesaid regulations [d.h. den Statuten] or provisions [sc. des Companies Act], as may be prescribed by the company in general meeting ... ."

69 Siehe *Quin & Axtens v Salmon* [1909] AC 442. Der einzige abweichende Entscheid ist der erstinstanzliche *Marshall's Valve Gear Co. Ltd v. Manning Wardle & Co. Ltd* [1909] 1 Ch 267.

70 In allen Gerichtsfällen zu dieser Klausel hatten die Aktionäre eine *ordinary resolution* gefasst. Siehe *Quin* (Fn. 69); *Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co Ltd v Cuninghame* [1906] 2 Ch 34; *Shaw & Sons (Salford) Ltd v. Shaw* [1935] 2 KB 113; *Breckland Group Holdings Ltd v London & Suffolk Properties Ltd* [1989] BCLC 100.

71 Siehe British Company Law & Practice (Fn. 30), ¶31-000; *Brenda Hannigan et al.* (eds.), Butterworths Corporate Law Service, Company Law, Looseleaf, London etc. 1999– (as of April 2012), CL[23.57] und CL[23.76] f.; *Farrar/Hannigan* (Fn. 23), 364; *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-6 f.; ablehnend *Peter Loose/Michael Griffiths/David Impey*, The Company Director: Powers, Duties and Liabilities, Bristol 2011, § 4.56.

Die Statuten von acht Gesellschaft erlauben es der GV ausdrücklich, dem Board mit einer *ordinary resolution*, also mit einfachem Mehr, Weisungen zu erteilen. Die betreffenden Gesellschaften, zu denen auch die BT Group (ehem. British Telecommunications) gehört, sind von unterschiedlicher Grösse und in verschiedenen Branchen tätig und haben auch sonst keine offensichtlichen Gemeinsamkeiten.

2.3 Praktische Bedeutung der Weisungsbefugnis

Ausserhalb einer Übernahmesituation dürfte ein Antrag eines Aktionärs, dem Board mit einer *special resolution* eine Weisung zu erteilen, kaum die Hürde des Dreiviertelmehrs nehmen. In grossen Publikumsgesellschaften werden solche Anträge auch so gut wie nie eingereicht.[72] Ein Gegenbeispiel betraf das Mobilfunkunternehmen Vodafone.[73] 2007 beantragte ein Investmentfonds namens Efficient Capital Structures (ECS), das Board von Vodafone anzuweisen, die Beteiligung am US-Mobilfunkanbieter Verizon Wireless abzuspalten, den Aktionären eigene Obligationen als Dividende auszuschütten und das jährliche Budget für Akquisitionen zu begrenzen. Die Anträge von ECS wurden an der Generalversammlung deutlich abgelehnt. Dennoch scheinen die Aktionäre – zumindest wenn man ECS glauben darf – von der Aktion profitiert zu haben: Zwischen der Ankündigung des Antrags und der Generalversammlung stieg der Aktienkurs von Vodafone deutlich stärker als der Gesamtindex.[74]

Das Beispiel zeigt, dass die Weisungsbefugnis qua *special resolution* nicht bloss symbolischen Charakter hat. In diesem Sinne wird von der Lehre zuweilen die Einschätzung geäussert, die Weisungsbefugnis sei zumindest insofern nützlich, als sie dem Board zeige, bei wem letztlich die Macht liege, und weil sie zukünftige, nicht vorhersehbare Machtmissbräuche des Boards verhindern könnte.[75]

Nach Ansicht der meisten Autoren ist indes die Möglichkeit, das Board jederzeit mit einfachem Mehr abzuberufen,[76] von grösserer praktischer Bedeutung.[77] Eine Auswechslung des Boards ist aus Aktionärssicht jedoch teuer – nicht nur weil die federführenden Aktionäre geeignete Gegenkandidaten finden müssen, sondern vor allem weil

---

[72] *Kershaw* (Fn. 17), 194 und 209 f.

[73] Dazu und zum Folgenden siehe die Zusammenfassung mit Wortzitaten bei *Kershaw* (Fn. 17), 197–200.

[74] Siehe die von ECS in Auftrag gegebene Studie von *Salisbury Associates*, Case Study: Efficient Capital Structures Faces Off With Vodafone – Shareholder Activism at Its Best, 4, abrufbar unter http://www.salisburyassociates.com/sites/default/files/case_studies/EfficientCapitalStructures.pdf.

[75] Siehe *Kershaw* (Fn. 17), 194; ähnlich *Loose/Griffiths/Impey* (Fn. 71), § 4.5. Siehe auch *Sullivan* (Fn. 19), 580 (Weisungsrecht gäbe intitutionellen Anlegern die Gelegenheit, informell zu intervenieren).

[76] Sec. 168(1) Companies Act. Die Bestimmung ist zwingend.

[77] Siehe Butterworths (Fn. 71), CL[23.75]; *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 14-8; *Derek French/Stephen Mayson/Christopher Ryan*, Company Law, 28th ed., Oxford 2011, 469 f. Auch in der Schweiz wird die Ansicht vertreten, das Abberufungsrecht nach Art. 705 OR sei ein genügendes Korrektiv zur Unentziehbarkeit der Aufgaben nach Art. 716a Abs. 1 OR. Siehe *Karl Hofstetter*, Corporate Governace in der Schweiz: Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe «Corporate Governance», 1. Juli 2002, 10, abrufbar unter http://www.six-exchange-regulation.com/download/admission/being_public/governance/cg_ch_de.pdf; *Gion Giger*, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, Zürich 2003, 286. Es ist aber darauf hinzuweisen, dass die Statuten für eine Abberufung ein besonderes Quorum oder ein qualifiziertes Mehr vorsehen können. BGE 117 II 290 E. 7a/aa.

eine Auswechslung unternehmensintern, aber auch am Kapitalmarkt, zu Verwerfungen und Unsicherheiten führen dürfte. Deswegen klassifiziert der Kodex des britischen Verbands institutioneller Investoren die Auswechslung des Boards als höchste von sieben Eskalationsstufen eines Konflikts und eine Weisungserteilung als zweithöchste.[78]

Im Vergleich zum Dreiviertelmehr einer *special resolution* ist das einfache Mehr einer *ordinary resolution*, wie sie immerhin acht FTSE-100-Gesellschaften für eine Weisungserteilung genügen lassen, einfacher zu erreichen. Zumindest in diesen Gesellschaften, doch möglicherweise auch in den anderen, dürfte die Weisungsbefugnis der Aktionäre eine praktische Bedeutung haben. Obschon schwer zu beweisen, scheint die Vermutung zumindest nicht abwegig, dass die latente Möglichkeit einer Weisungserteilung die Entscheidungen der Unternehmensleitung implizit beeinflusst, sodass es aus Aktionärssicht kaum je nötig wird, einen Antrag auf Weisungserteilung zu stellen.

3. Verschuldungslimiten

3.1 Regelung der Musterstatuten

Von 1906 bis 1985 enthielten die Musterstatuten des Table A eine Klausel, welche die Befugnis des Boards, Geld auszuleihen oder das Gesellschaftsvermögen als Sicherheit einzusetzen, auf den Betrag des ausgegebenen Aktienkapitals beschränkt.[79] Wollte das Board die Verschuldung über diese Grenze anheben, so musste es die Zustimmung der Generalversammlung einholen. Die Bestimmung wurde im Table A von 1985 gestrichen und kommt auch in den aktuellen Musterstatuten für *public companies* nicht mehr vor.

3.2 Statuten der FTSE-100-Gesellschaften

Wie der Tabelle 2 zu entnehmen ist, verfügen 73 Prozent der untersuchten FTSE-100-Gesellschaften über eine statutarische Verschuldungsobergrenze.

Tabelle 2: Statutarische Verschuldungslimiten der FTSE-100-Gesellschaften

	Anzahl Gesellschaften	
Keine Verschuldungslimite	25	26,9%
Vielfaches vom Eigenkapital	51	54,8%
Fixbetrag	7	7,5%
Vielfaches vom Eigenkapital oder höherer Fixbetrag	6	6,5%
Andere Berechnungsart	4	4,3%
Total	93	100,0%

Die Tabelle berücksichtigt Gesellschaften, die Ende September 2012 im FTSE-100-Index vertreten waren. Eigene Berechnungen anhand der erhältlichen Statuten.

---

[78] *Institutional Shareholders' Committee*, Code on the Responsibilities of Institutional Investors, 4, abrufbar unter http://www.investmentfunds.org.uk/assets/files/industry-guidance/isc-01.pdf.

[79] Art. 73 Table A 1906 (abgedruckt in *French* [Fn. 65], § 4.85).

Die mit Abstand beliebteste Form der Verschuldungslimite ist ein Vielfaches vom gesamten Eigenkapital (Aktienkapital plus Reserven). Der Verschuldungslimite unterstehen jeweils die langfristigen konzernweiten Schulden. Zur Berechnung des relevanten Verschuldungsgrades enthalten die Statuten detaillierte Regeln, die nicht homogen sind. Beispielsweise können in manchen Fällen die flüssigen Mittel oder das kurzfristige Umlaufvermögen von den Schulden abgezogen werden.

Die Statuten von sieben Gesellschaften nennen als Verschuldungsobergrenze einen bestimmten Geldbetrag. In sechs Gesellschaften ist die Grenze ein Fixbetrag oder ein Vielfaches des Eigenkapitals, je nachdem, was höher ist. Die Beträge bewegen sich zwischen 750 Millionen und 35 Milliarden Pfund Sterling, meist jedoch im einstelligen Milliardenbereich. In vier Gesellschaften wird die Obergrenze anders berechnet, beispielsweise anhand des Umsatzes oder – bei einer Versicherungsgesellschaft – des Deckungskapitals.

Fünfundzwanzig Gesellschaften haben gar keine Verschuldungslimite. Ihre Statuten erlauben dem Board entweder ohne Einschränkung, Geld aufzunehmen, oder dann enthalten sie überhaupt keine Ermächtigung. In diesem Fall darf das Board kraft seiner allgemeinen Geschäftsführungskompetenz Fremdkapital aufnehmen.[80]

Die Statuten dreier Gesellschaften verlangen, dass die Aktionäre eine Überschreitung der statutarischen Verschuldungsgrenze mit einer *special resolution* (also einem Dreiviertelmehr) genehmigen. In den übrigen Gesellschaften genügt dafür eine *ordinary resolution*.

3.3 Rolle der institutionellen Anleger

Die in Grossbritannien mächtigen institutionellen Anleger[81] legen Wert auf statutarische Verschuldungslimiten. Die Association of British Insurers (ABI) empfiehlt generell eine Limite vom Zweifachen des Eigenkapitals, lässt aber individuelle Anpassungen des Multiplikators zu.[82] Fixe Limiten sollten regelmässig auf ihre Angemessenheit überprüft werden.[83] Wie Abbildung 1 zeigt, steht die Empfehlung der ABI im Einklang mit der Praxis.[84] Bei 20 von 51 Gesellschaften, deren Verschuldungsgrenze als Vielfaches des Eigenkapitals *(long-term debt to capitalization ratio)* ausgedrückt ist, beträgt der Multiplikator 2. Bis auf zwei Ausnahmen bewegen sich die Multiplikatoren zwischen 1,5 und 4. Eine einzige Gesellschaft aus der Immobilienbranche verfügt über einen sehr hohen Multiplikator von 50.

---

80 *Australian Auxiliary Steam Clipper Company Ltd v Mounsey*, (1858) 70 ER 304 u.a.

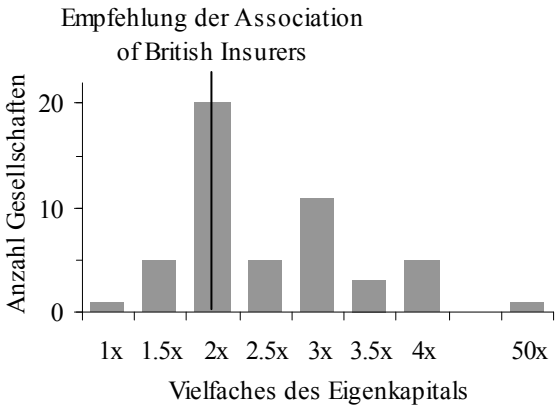
81 Statt aller *Enriques/Hansmann/Kraakman* in *Reinier Kraakman et al.*, The Anatomy of Corporate Law, 2nd ed., Oxford 2009, 83 m.w.H.

82 *Association of British Insurers*, Companies Act and Articles of Association Guidance, October 2009, 1, abrufbar unter http://www.ivis.co.uk/ArticlesOfAssociation.aspx.

83 A.a.O., 2.

84 In welche Richtung die Kausalität geht, ist unbekannt.

Abbildung 1: Als Vielfaches vom Eigenkapital definierte Verschuldungslimiten



Lesebeispiel: 20 Gesellschaften haben eine statutarische Verschuldungsgrenze vom Zweifachen des Eigenkapitals.
Die Grafik berücksichtigt jene 51 Gesellschaften, die Ende September 2012 im FTSE-100-Index vertreten waren und deren Verschuldungslimite als Vielfaches des Eigenkapitals definiert ist. Eigene Berechnungen anhand der erhältlichen Statuten.

3.4 Praktische Bedeutung der Verschuldungslimiten

Die praktische Bedeutung von Verschuldungslimiten ist ungewiss. Eine Stichprobe hat ergeben, dass die effektive Verschuldung regelmässig einen Bruchteil der statutarischen Grenze beträgt und keine Gesellschaft die Limite zu mehr als 40 Prozent ausschöpft. Die Verschuldungsgrenzen sind also grosszügig bemessen und schränken den Handlungsspielraum des Boards nicht unbedingt ein. Allerdings könnte die geringe Ausschöpfung der Limite auch eine Konsequenz derselben sein. Die Richtung der Kausalität ist mithin unklar.

Die Bedeutung der Verschuldungslimiten für Gesellschaften, die wie die FTSE-100-Gesellschaften im Premiumsegment kotiert sind, ist reduziert durch den Umstand, dass grössere Akquisitionen, für die sich eine Gesellschaft gegebenenfalls verschuldet, ohnehin von den Aktionären genehmigt werden müssen.[85] Statutarische Verschuldungslimiten haben also höchstens dann eine eigenständige Bedeutung, wenn sich eine Gesellschaft zur Finanzierung interner Projekte (etwa der Entwicklung eines neuen Produkts) verschuldet.

Trotz der möglicherweise beschränkten Bedeutung von Verschuldungslimiten legen institutionelle Investoren wie gesagt Wert auf diese. Die ABI vertritt die Auffassung, Verschuldungslimiten schützten die Aktionäre, weil sie dem Board in Erinnerung rufen würden, dass die Aufnahme von Fremdkapital eine bedeutungsvolle Entscheidung sei, die nicht leichtfertig getroffen werden dürfe.[86] Tatsächlich erreichen Verschuldungsli-

---

[85] Zu diesen sogenannten *class 1 transactions* siehe hinten Abschnitt III.4.

[86] *Association of British Insurers* (Fn. 82), 1; E-Mail von *Michael McKersie*, Assistant Director, Association of British Insurers, an den Autor vom 4. Oktober 2012.

miten, dass die Aktionäre ein Veto über sämtliche Entscheide des Boards zur externen Finanzierung erhalten, da es dem Board verunmöglicht wird, auf eine Fremdfinanzierung auszuweichen, wenn kein zusätzliches Eigenkapital erhältlich ist.[87] Zumal die Verwendung des aufgenommenen Kapitals in diesen Konstellationen nicht im Interesse der Aktionäre liegen dürfte (ansonsten eine Eigenfinanzierung möglich wäre), können institutionelle Anleger und andere Grossaktionäre ihre Zustimmung zur Fremdfinanzierung vom Rücktritt des Boards oder des CEO abhängig machen.[88]

Ferner gibt es eine historische Erklärung für die existierenden Verschuldungslimiten. Wie erwähnt, sahen die Musterstatuten bis 1985 eine Verschuldungsobergrenze vom Einfachen des Nominalkapitals vor.[89] Diese strenge und unpraktikable[90] Bestimmung mag einen Referenzpunkt gesetzt haben für die Erwartungen der Investoren und für die Formulierung der Statuten, deren Verschuldungsobergrenzen allesamt lockerer sind als jene der Musterstatuten von 1985. Dabei hat sich, wie erläutert, eine beträchtliche Vielfalt von Modellen zur Berechnung der Verschuldungslimite entwickelt.[91]

4. Genehmigung wichtiger Rechtsgeschäfte

4.1 Class 1 transactions *im britischen Kotierungsreglement*

Das Kotierungsreglement der Financial Conduct Authority (FCA) schreibt den Emittenten vor, wichtige Transaktionen – sogenannte *class 1 transactions* – vorgängig den Aktionären zur Genehmigung vorzulegen.[92] Die entsprechenden, in Kapitel 10 des Kotierungsreglements festgehaltenen Regeln[93] gelten für Gesellschaften, die im Premiumsegment kotiert sind, darunter die FTSE-100-Gesellschaften.[94] Die Statuten dieser Gesellschaften enthalten keine vergleichbaren Bestimmungen.

Die börsenrechtliche Genehmigungspflicht wurde 1978 auf Druck institutioneller Anleger eingeführt, nachdem das Board einer Gesellschaft gegen den Willen institutioneller Investoren eine andere Unternehmung kaufen wollte.[95] Die Genehmigungspflicht beruht auf der Idee, dass die Aktionäre wegen der Grösse und der potenziellen Auswirkungen dieser Geschäfte eine Mitsprachemöglichkeit erhalten sollten.[96]

---

87 Von Gesetzes wegen haben die Aktionäre wie in der Schweiz nur bei der Aufnahme von Eigenkapital ein Mitspracherecht, sec. 551 Companies Act.

88 Den Hinweis verdanke ich *John Armour*. In eine ähnliche Richtung weist die Argumentation der ABI, dergemäss es seltsam wäre, wenn das Board unbeschränkt Fremdkapital aufnehmen dürfe, während es neue Aktien nur mit Ermächtigung der Aktionäre ausgeben darf. Siehe E-Mail von *McKersie* (Fn. 86).

89 Siehe vorne Abschnitt III.3.1.

90 *Neil Sinclair*, Drafting Articles of Association, London 1996, 197.

91 Siehe vorne Abschnitt III.3.2.

92 LR 10.5.1(2)R.

93 Siehe die Übersicht in *Will Pearce*, Significant and Related Party Transactions, in: Herbert Smith LLP, A Practical Guide to the UK Listing Regime, 2nd ed., London 2011, 320, 321–347.

94 LR 10.1.1R.

95 *John Armour*, Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment, ECGI Law Working Paper No. 106/2008, April 2008, 11 f., abrufbar unter http://ssrn.com/abstract=1133542.

96 *Penny Partridge*, Transactions, Shareholder Rights and Financial Information, in: Lucian Pollington (ed.), Tolley's Guide to the Listing Rules: Transactions and Procedures, Croydon (UK) 2004, 277, § 9.29.

Die wichtigste Kategorie von *class 1 transactions* sind Transaktionen, die im Vergleich zur Unternehmensgrösse bedeutend sind. Eine Transaktion gilt als *class 1 transaction*, wenn ihr Gegenstand – etwa die zu kaufende Unternehmung – mehr als 25 Prozent der Aktiven, des Gewinns, des Marktwerts oder (bei Akquisitionen) des Bruttokapitals der Emittenten ausmacht.[97] Gleichartige Transaktionen innerhalb eines Jahres sind zusammenzuzählen.[98] Von den Class-1-Bestimmungen erfasst werden sämtliche Verträge einer Konzerngesellschaft mit Dritten, sofern die Verträge nicht zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gehören.[99] Ausgenommen sind die Ausgabe von Wertschriften und andere Finanzierungstransaktionen.[100] Die Regeln gelten also im Wesentlichen für den Kauf oder Verkauf von Unternehmensteilen und andere bedeutende Investitionen und Devestitionen. Das Board of Directors der Emittenten muss diese Transaktionen wie gesagt der GV zur Genehmigung vorlegen, wozu eine *ordinary resolution* genügt.[101] Ausnahmen existieren namentlich für «Notverkäufe», bei denen die Zeit fehlt, eine Generalversammlung durchzuführen.[102]

Die Class-1-Regeln werden flexibel gehandhabt. So hat die FCA ein Ermessen zu entscheiden, ob eine Transaktion zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gehört,[103] und sie kann auch davon absehen, eine Transaktion als genehmigungspflichtig zu qualifizieren, wenn alle Kennzahlen bis auf eine den Schwellenwert von 25 Prozent klar unterschreiten.[104]

Neben den quantitativ bedeutenden Transaktionen qualifiziert Kapitel 10 des Kotierungsreglements einige weitere Verträge als *class 1 transactions*. Dazu gehören Konventionalstrafen für gescheiterte Transaktionen *(break-up fees)*, sofern diese ein Prozent des Werts der Emittentin übersteigen.[105] Sonstige vertragliche Verpflichtungen, eine Gegenpartei schadlos zu halten, werden als *class 1 transactions* qualifiziert, wenn die maximale Haftungssumme 25 Prozent des Durchschnittsgewinns der letzten drei Jahre übersteigt.[106] Schliesslich verhindern die Class-1-Regeln, dass eine Emittentin die Genehmigungspflicht von Devestitionen umgeht, indem sie Aktien einer Tochtergesellschaft an Dritte ausgibt.[107]

---

97 LR 10.2.2(3)R i.V.m. LR 10 Annex 1.1G. Die Vorschriften erfassen somit auch umgekehrte Übernahmen *(reverse takeovers)*, bei denen der im Text beschriebene Test Werte von mehr als 100 Prozent ergibt. In diesen Fällen ist jedoch auch eine Neukotierung nötig. Siehe LR 5.6.

98 LR 10.2.10R.

99 LR 10.1.3R.

100 LR 10.1.3(4)R.

101 *Pearce* (Fn. 93), 334.

102 LR 10.8.1G–10.8.8G.

103 LR 10.1.5G.

104 Vgl. *Partridge* (Fn. 96), § 9.12; *Pearce* (Fn. 93), 327.

105 LR 10.2.6A R und 10.2.7R.

106 LR 10.2.4R.

107 LR 10.2.8R f. *Hirsch* nennt dieses Beispiel, um seine Position zu begründen, dass die Aktionäre in gewissen Materien, die das Gesetz dem Verwaltungsrat vorbehält, eine Mitsprache haben sollten. *Hirsch* (Fn. 2), 12.

4.2 Ausweichmöglichkeiten kaum genutzt

Empirisch lässt sich kaum feststellen, ob sich die Vorschriften zu den *class 1 transactions* positiv oder negativ auf die betroffenen Gesellschaften auswirken. Immerhin werden die existierenden Ausweichmöglichkeiten kaum genutzt. Seit April 2010 können britische Publikumsgesellschaften den Class-1-Regeln und anderen Pflichten – etwa betreffend Management-Transaktionen und Handel mit eigenen Aktien[108] – ausweichen, indem sie vom Premiumsegment ins Standardsegment wechseln.[109]

Tabelle 4 zeigt, dass lediglich 3 Prozent der Gesellschaften, die schon vor der Schaffung der Wahlmöglichkeit kotiert waren (und für welche die Vorschriften des heutigen Premiumsegments galten), seither ins Standardsegment gewechselt haben.[110] Die Quote jener Gesellschaften, die erst nach der Schaffung der Wahlmöglichkeit an die Börse gingen und dabei das Standardsegment gewählt haben, ist mit 12 Prozent signifikant höher,[111] aber trotzdem vergleichsweise gering. Insgesamt sind heute 4 Prozent aller Publikumsgesellschaften im Standardsegment kotiert. Der Marktwert dieser Gesellschaften betrug 0,2% des Gesamtmarktes.[112]

Tabelle 3: Verteilung der kotierten Gesellschaften nach Segmenten

	Premiumsegment		Standardsegment	
Kotiert vor Schaffung der Wahlmöglichkeit	455	97%	15	3%
Kotiert nach Schaffung der Wahlmöglichkeit	45	88%	6	12%
Total Emittenten	500	96%	21	4%

521 Gesellschaften, deren Aktien am 31. August 2012 an der Londoner Börse primär kotiert waren, ohne Investmentgesellschaften. Die Class-1-Regeln sind nur für Emittenten im Premiumsegment anwendbar. Die Wahlmöglichkeit wurde im April 2010 eingeführt.
Quelle: London Stock Exchange; eigene Berechnungen.

Die Zahlen belegen, dass die Einführung der Wahlmöglichkeit zwischen einer Premium- und einer Standardkotierung keine Flucht aus dem Premiumsegment ausgelöst hat und dass das Premiumsegment für neu kotierte Gesellschaften weiterhin attraktiv ist. Da eine Premiumkotierung auch mit anderen Pflichten verbunden ist als mit den Class-1-Regeln,[113] ist es unmöglich, den Effekt der Class-1-Regeln auf die Attraktivität des Premiumsegments zu isolieren. Immerhin lässt die anhaltende Attraktivität des

---

[108] Siehe LR 11 und 12.

[109] Die Vorschriften zur Premiumkotierung galten zuvor für alle primär kotierten Gesellschaften; jene zur Standardkotierung entsprechen den früheren Vorschriften für sekundär kotierte Gesellschaften. Dazu und zu weiteren Wahlmöglichkeiten der Emittenten *Davies/Worthington* (Fn. 16), § 25-8.

[110] Für einen Wechsel ist ein GV-Beschluss mit Dreiviertelmehr erforderlich. LR 5.4A.4 R.

[111] Ein Binomialtest ergab, dass der Unterschied signifikant ist auf dem 5%-Niveau.

[112] Gemessen am Marktwert aller 521 primärkotierten Gesellschaften. Eigene Berechnung gestützt auf *London Stock Exchange*, Companies and Issuers, http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm.

[113] Siehe soeben bei Fn. 108.

Premiumsegments vermuten, dass die Class-1-Vorschriften keine schwerwiegenden negativen Folgen haben.

5. Fazit: Gestaltungsfreiheit wird genutzt

Die Aktionäre grosser britischer Publikumsgesellschaften haben mehr Mitwirkungsrechte und Eingriffsmöglichkeiten gegenüber dem Board of Directors, als nach Schweizer Recht zulässig wäre:

- In allen Gesellschaften können die Aktionäre dem Board Weisungen erteilen. Meistens ist dafür ein Dreiviertelmehr notwendig; in 9 Prozent aller Fälle genügt sogar ein einfaches Mehr.[114]
- Die Statuten von 73 Prozent der Gesellschaften enthalten eine Verschuldungslimite, die das Board zwingt, die Zustimmung der Aktionäre einzuholen, wenn es die Verschuldung der Gesellschaft über das statutarische Maximum anheben will.[115]
- Das britische Kotierungsreglement verpflichtet Gesellschaften im Premiumsegment, für bedeutende Investitionen und Devestitionen die Genehmigung der GV einzuholen.[116] Trotz dieser und anderer Regeln sind 96 Prozent der an der Londoner Börse kotierten Gesellschaften im Premiumsegment vertreten.

Diese im Vergleich zum Schweizer Recht weitgehenden Mitsprachemöglichkeiten der Aktionäre scheinen ihre Existenz zu einem guten Teil dem Einfluss institutioneller Anleger zu verdanken, die in Grossbritannien eine grosse Macht haben und auf Aktionärsrechte Wert legen.[117] Das Fundament für die heutige Praxis wurde jedoch bereits im 19. Jahrhundert gelegt, und zwar in Gestalt der Regelungsphilosophie des britischen Kapitalgesellschaftsrechts, dergemäss die gesellschaftsinterne Kompetenzordnung primär vertraglichen Charakter hat.[118] Daraus hat sich offenbar ein Verständnis entwickelt, dass die Aktionäre eine gewisse Kontrolle über die Entscheide des Boards behalten sollten.

Die untersuchten Gesellschaften nutzen ihre Organisationsfreiheit nicht unbedingt auf voraussehbare Weise. Während die Bestimmungen zum Weisungsrecht weitgehend homogen sind, variieren die statutarischen Verschuldungsgrenzen stark. Schliesslich belegt die Regelung der *class 1 transactions*, wie das Kotierungsrecht das Gesellschaftsrecht überlagern und dadurch bei den kotierten Gesellschaften eine Standardisierung herbeiführen kann.[119]

---

[114] Siehe vorne Abschnitt III.2.
[115] Siehe vorne Abschnitt III.3.
[116] Siehe vorne Abschnitt III.4.
[117] Vgl. vorne Abschnitt III.3.3 und Abschnitt III.4.1 bei Fn. 95.
[118] Siehe vorne Abschnitt II.1.
[119] Kritisch zur Überlagerung von Börsen- und Aktienrecht *Peter Nobel*, Aktien- und Börsenrecht: Vielfalt und Einheit, SZW 2008, 175, insbes. 191 f.

IV. Reformbedarf im Schweizer Recht

1. Bedürfnis nach Gestaltungsfreiheit

Soweit in der Schweiz ein Bedürfnis der Aktiengesellschaften, die Organkompetenzen privatautonom festzulegen, überhaupt anerkannt wird, billigt man dieses in erster Linie kleinen Gesellschaften zu.[120] Unternehmer, denen die aktienrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten nicht genügen, werden dabei an die GmbH verwiesen.[121] Die vorliegende Studie hat nun aber gezeigt, dass selbst die grössten britischen Publikumsgesellschaften ihren Gestaltungsspielraum nutzen. Die GV hat dort regelmässig weitergehende Mitsprachemöglichkeiten, als nach Schweizer Aktienrecht zulässig wäre. Dies ist ein starkes Indiz, dass ein Bedarf an Gestaltungsfreiheit in Bezug auf die gesellschaftsinterne Aufgabenteilung besteht.[122]

2. Aufhebung der Unentziehbarkeit der Verwaltungsratskompetenzen

Das Bedürfnis nach Gestaltungsfreiheit stellt die Legitimität des Paritätsprinzips in Frage. Das Paritätsprinzip ist kein Selbstzweck, sondern es schränkt die Organisationsfreiheit und damit die Wirtschaftsfreiheit ein und ist entsprechend legitimierungsbedürftig.[123] Mit seiner erzwungenen Aufgabenteilung schlägt das Paritätsprinzip alle Gesellschaften – nicht nur Publikumsgesellschaften – über einen Leisten, obschon sich diese in ihrer Grösse, Kapitalstruktur, der Zusammensetzung des Aktionariats und ihrem Tätigkeitsgebiet stark unterscheiden und deshalb auch heterogene Regelungsbedürfnisse haben können.[124] Deshalb wird kein Gesetzgeber es schaffen, eine gesetzliche Kompetenzordnung aufzustellen, die für alle Aktiengesellschaften optimal ist. Dies spricht dafür, das Paritätsprinzip aufzuheben und das Wort «unentziehbar» aus den Verwaltungsratskompetenzen zu streichen.[125] Eine Ausnahme fällt höchstens in Betracht mit Bezug auf die Pflicht, bei Überschuldung die Bilanz zu deponieren (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 7 i.V.m. Art. 725 Abs. 2 OR), da diese Vorschrift dem Gläubigerschutz dient[126].

---

[120] Siehe *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 30 N 61 f.; *Markus Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 187; *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1372; *Isler* (Fn. 12), 171; *Salim Rizvi*, Die Kompetenzen der Generalversammlung im Spannungsverhältnis zu den Kompetenzen des Verwaltungsrats, Bern 2011, Rz. 494. Vgl. auch *Hans-Ueli Vogt*, Aktionärsdemokratie, Zürich 2012, 70 f. (bei Art. 716b E-OR sei Differenzierung zwischen börsenkotierten und nicht börsenkotieren Gesellschaften gerechtfertigt).

[121] Siehe *Forstmoser et al.* (Fn. 3), § 9 N 59; BBl 2008 1686.

[122] Anders *Watter* (Fn. 12), 291.

[123] Siehe *Hans Caspar von der Crone/Thomas Steininger*, Corporate Governance – Zusammenspiel der Gesellschaftsorgane, ST 2010, 86, 86; zurückhaltender noch *Hans Caspar von der Crone*, Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts, Teil 3, s.d., 8 f., abrufbar unter http://www.bj.admin.ch/bj/de/home/themen/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision.html. Im Ergebnis gleich wie die erstgenannten Autoren *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1370; zustimmend *Watter* (Fn. 12), 295 Fn. 35.

[124] Statt vieler siehe *Frank H. Easterbrook/Daniel R. Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge, MA, 1991, 12 f.

[125] Eine andere, hier nicht zu beantwortende Frage lautet, inwieweit die gesetzlichen Kompetenzen der GV (z.B. Art. 698 Abs. 2 OR) wirklich undelegierbar sein müssen.

[126] BGE 121 III 420 E. 3a.

Sind die Kompetenzen des Verwaltungsrates nicht mehr unentziehbar, wäre es der Generalversammlung erlaubt, in dessen Oberleitungs- und Geschäftsführungskompetenz (Art. 716a Abs. 1 und Art. 716 Abs. 2 OR) einzugreifen. Die GV könnte dann wie nach britischem Recht dem Verwaltungsrat Weisungen erteilen oder sich in den Statuten die Genehmigung bestimmter Geschäfte vorbehalten. Das Weisungsrecht wäre jedoch abdingbar.[127]

Eine weniger weitgehende Variante ist der vorgeschlagene Art. 716b E-OR, der bloss Genehmigungsvorbehalte zulässt und auch dies nur in bestimmten Materien.[128] Die vorliegende Untersuchung hat gezeigt, dass die GV sämtlicher FTSE-100-Gesellschaften dem Board Weisungen erteilen kann, in einigen Fällen sogar mit einfachem Mehr.[129] Nennenswerte Probleme scheinen dabei nicht aufgetreten zu sein. Deshalb spricht wenig dafür, Genehmigungsvorbehalte nur beschränkt zuzulassen und Weisungen der Generalversammlung an den Verwaltungsrat zu verbieten.

Auch nach der angeregten Reform dürfte es – wie in Grossbritannien – nur sehr selten vorkommen, dass in einer Publikumsgesellschaft ein Aktionär einen Antrag auf Weisungserteilung stellt, wie es im Falle von Vodafone geschah.[130] Es ist auch kaum damit zu rechnen, dass viele Publikumsgesellschaften der GV weitreichende Genehmigungsvorbehalte einräumen würden. Die Reform hätte vielmehr einen indirekten, präventiven Effekt.[131] Die Möglichkeit, einen Genehmigungsvorbehalt einzuführen oder dem Verwaltungsrat eine Weisung zu erteilen, soll die Unternehmensleitung motivieren, bei ihren Entscheidungen vermehrt das Interesse der (wirtschaftlichen) Eigentümer der Unternehmung zu berücksichtigen, statt Eigeninteressen – etwa an einer Vergrösserung ihres «Reichs» – zu verfolgen.

Ferner ist daran zu erinnern, dass die Gesellschaften nach einer Aufhebung der Unentziehbarkeit der Verwaltungsratskompetenzen nicht verpflichtet wären, den neu gewonnenen Handlungsspielraum auszunutzen. Die aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit ist, wie *Dubs* es formuliert, «ein ‹Können› und kein ‹Müssen›.»[132]

3. Rückkehr zur Omnipotenztheorie?

Rechtshistorisch interessierte Leser werden in dem Vorschlag, die Unentziehbarkeit der Verwaltungsratskompetenzen aufzuheben, vielleicht die sogenannte Omnipotenztheorie wiedererkennen, die bis zur Aktienrechtsreform von 1991 diskutiert wurde.[133]

---

[127] Zu den Möglichkeiten in Grossbritannien, das Weisungsrecht abzubedingen, siehe vorne bei Fn. 64.
[128] Siehe vorne Abschnitt 0 bei Fn. 5 ff.
[129] Siehe vorne Abschnitt III.2.2.
[130] Vgl. vorne Abschnitt III.2.3.
[131] *Bebchuk* begründet seine Forderung, dass die Aktionäre US-amerikanischer Publikumsgesellschaften das Recht erhalten sollen, Statutenänderungen zu beantragen, in erster Linie mit diesem indirekten Effekt. Siehe *Lucian Arye Bebchuk*, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harvard Law Review 833, 878 (2005).
[132] *Dubs* (Fn. 5), 174.
[133] Siehe die Übersichten, jeweils m.H. zur früheren Rechtsprechung, bei ZK–*Tanner*, Art. 698 OR N 12–31; *Rizvi* (Fn. 120), Rz. 60–74 und 351–376. Daneben wird das im deutschen Aktiengesetz von 1937 verwirklichte Führerprinzip erwähnt, das in der Schweiz von niemandem offen unterstützt wurde.

Aus nachfolgenden Gründen hat der hier gemachte Vorschlag nur oberflächliche Ähnlichkeiten mit der Omnipotenztheorie.

Nach der «reinen» Omnipotenztheorie kann die GV ungeachtet der gesetzlichen oder statutarischen Kompetenzordnung in die Tätigkeit des Verwaltungsrates eingreifen und ihn sogar vertreten, wenn er mangelhaft konstituiert ist.[134] Dass sich die GV nach dieser Theorie über die Statuten hinwegsetzen kann, verletzt den Grundsatz «pacta sunt servanda».[135] Gemäss vorliegendem Vorschlag wäre dies unzulässig: Die GV könnte die gesetzliche und statutarische Kompetenzordnung zwar verändern, müsste sich aber an die Statuten halten.

Nach der «eingeschränkten» Omnipotenztheorie sind die gesetzlichen und statutarischen Kompetenzen für die GV grundsätzlich verbindlich, doch darf sie die Kompetenzen des Verwaltungsrates unter besonderen Umständen und bei wichtigen Entscheidungen durchbrechen.[136] Die «eingeschränkte» Omnipotenztheorie schliesst nicht aus, dass das Gesetz dem Verwaltungsrat unentziehbare Kompetenzen einräumt.[137] Der hier gemachte Vorschlag weicht daher auch von dieser Spielart der Omnipotenztheorie ab.

Abgesehen von alledem wäre es selbst bei einer deutlichen Ausweitung der GV-Kompetenzen schon semantisch unzutreffend, die GV als allmächtig zu bezeichnen. Der Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft wird immer eine Vormachtstellung gegenüber der GV haben.

4. Mögliche Gegenargumente

Gegen eine Lockerung des Paritätsprinzips wird eine Reihe von Argumenten vorgebracht. Diese lassen sich in zwei Gruppen gliedern.

Die erste Gruppe von Argumenten bezieht sich auf die Nachteile einer Mitwirkung der Aktionäre in den bisher dem Verwaltungsrat vorbehaltenen Materien. So wird geltend gemacht, die Aktionäre könnten gegen die Interessen der Gesellschaft stimmen und unterständen nicht der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit;[138] die GV eigne sich nicht, um Entscheide aus dem Kompetenzbereich des VR zu fällen;[139] es drohten Kompetenzkonflikte;[140] der Verwaltungsrat müsse unter Umständen schützenswerte Informationen offenlegen[141] und die Gesellschaft könne wertvolle Zeit verlieren, wenn ein

---

134 Siehe ZK–*Tanner*, Art. 698 OR N 15 f. m.w.H.

135 Dies stört namentlich *Jon Peder Mohr*, Die Abgrenzung der Befugnisse der Generalversammlung und des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Zürcher Diss., 1948, 15, 24 f. und 32 f.

136 Siehe ZK–*Bürgi*, Vorbem. vor Art. 660 OR N 44–48; *Fritz von Steiger*, Das Recht der Aktiengesellschaft in der Schweiz, 4. A., Zürich 1970, 199. Siehe auch die Nw. im ZK–*Tanner*, Art. 698 OR N 17–19.

137 Vgl. ZK–*Bürgi*, Vorbem. vor Art. 660 OR N 46; *von Steiger* (Fn. 136), 200.

138 Siehe *Böckli* (Fn. 2), § 12 N 37 und § 13 N 295d; *Ruffner* (Fn. 120), 185–187; *Bühler* (Fn. 11), Rz. 674; *Rizvi* (Fn. 120), Rz. 484; *Vogt* (Fn. 120), 78.

139 Siehe *Böckli* (Fn. 2), § 12 N 37 und § 13 N 452; *Bühler* (Fn. 11), Rz. 673; *Isler* (Fn. 12), 33; *Rizvi* (Fn. 120), Rz. 494; *Vogt* (Fn. 120), 71 (Eignung fraglich).

140 Siehe *Glanzmann* (Fn. 11), 677; in diese Richtung auch *Kunz* (Fn. 6), 66; *Rizvi* (Fn. 120), Rz. 495.

141 BBl 2008 1689; *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1371; *Isler* (Fn. 12), 169. Ebenso *Böckli* (Fn. 2), § 13 N 295e.

Beschluss von der GV zu genehmigen ist.[142] Ausserdem sei die Durchführung von Generalversammlungen kostspielig.[143]

Diese Einwände sind von unterschiedlicher Plausibilität. So ist fraglich, ob Aktionäre mit einem Interessenkonflikt an der GV einer Publikumsgesellschaft je eine Mehrheit finden würden,[144] ob die GV tatsächlich generell ungeeignet ist für Entscheide aus dem bisherigen Kompetenzbereich des Verwaltungsrates[145] und ob wirklich ein nennenswertes Risiko besteht, dass der Verwaltungsrat schützenswerte Informationen offenlegen muss[146].

Soweit die genannten Argumente überhaupt stichhaltig sind, gehören sie zu den zahlreichen Faktoren, welche die Gesellschaften bei der Abwägung von Kosten und Nutzen einer Mitsprache der GV berücksichtigen müssen.[147] Die Einwände richten sich somit nicht gegen die Gestaltungsfreiheit an sich, sondern sind ein Rat an die Gesellschaften die Nachteile erweiterter GV-Kompetenzen zu bedenken und Alternativen zu prüfen, zum Beispiel Konsultativabstimmungen[148]. Es wäre paternalistisch, den Wirtschaftsteilnehmern diese Abwägung nicht zuzutrauen und den Aktiengesellschaften deswegen zu verbieten, von der heutigen Kompetenzordnung abzuweichen.

Die Argumente gegen erweiterte Mitwirkungsmöglichkeiten der Aktionäre weisen auch eine starke Tendenz auf, zu viel – und damit letztlich gar nichts – zu beweisen.[149] Die genannten Probleme, soweit sie existieren, können nämlich auch im heutigen Zuständigkeitsbereich der GV auftreten, etwa bei Entscheiden über eine Kapitalerhöhung oder eine Fusion, teilweise sogar bei der Wahl des Verwaltungsrats.[150] Abhilfe schaffen könnte hier höchstens eine stiftungsähnliche Organisation der AG, womit die Unternehmensleitung vollständig vom Aktionariat abgeschirmt wäre. Dies fordert indes niemand.

Eine zweite Gruppe von Argumenten gegen die Lockerung des Paritätsprinzips zeigt einen Revisionsbedarf im übrigen Aktienrecht an. Darauf ist im folgenden Abschnitt einzugehen.

---

142 Siehe z.B. *Isler* (Fn. 12), 170.

143 A.a.O., 260 f.

144 Ebenso *Lucian A. Bebchuk*, The Myth of the Shareholder Franchise, 93 Virginia Law Review 675, 721 (2007).

145 Siehe die Überlegungen bei *Isler* (Fn. 12), 256 f.

146 Das angebliche Problem kann schon heute auftreten, etwa bei der Ausarbeitung eines Prospekts oder wenn der Verwaltungsrat die Zustimmung der GV zu einer Kapitalerhöhung oder Fusion beantragt. Nicht geglückt ist übrigens Art. 716b Abs. 2 E-OR, demgemäss der Verwaltungsrat gegenüber der GV alle relevanten Informationen zu einem genehmigungsbedürftigen Geschäft offenlegen muss (BBl 2008 1783). Die Bestimmung stiftet Verwirrung, weil sie anders als etwa Art. 697 OR keinen expliziten Vorbehalt zugunsten des Unternehmensgeheimnisses macht und weil sie den Eindruck erwecken kann, die Verletzung der Informationspflicht könne einen Genehmigungsbeschluss der GV ungültig machen. Dazu etwa *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1371; *Dubs* (Fn. 5), 168; *Watter* (Fn. 12), 292.

147 Ebenso betreffend Unternehmensgeheimnis und/oder Zeitverlust BBl 2008 1686; *Hirsch* (Fn. 2), 15; *Rolf Watter/Katja Roth Pellanda*, Geplante Neuerungen betreffend die Organisation des Verwaltungsrates, GesKR-Sondernummer 2008, 129, 134 f.; *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1371.

148 Dies die Empfehlung von *Isler* (Fn. 12), 267–271.

149 Dazu und zum Folgenden *Ian Ayres*, Three Approaches to Modeling Corporate Games: Some Observations, 60 University of Cincinnati Law Review 419, 425 f. (1991).

150 Ähnlich *Isler* (Fn. 12), 257–259.

5. Anpassungsbedarf im Aktienrecht

5.1 Verschärfung von Art. 718a Abs. 2 OR

Gegen die Lockerung des Paritätsprinzips wird vorgebracht, es könnten Dritte zu Schaden kommen, wenn der Verwaltungsrat mit ihnen ein genehmigungsbedürftiges Rechtsgeschäft abschliesst und die GV dieses später ablehnt.[151] In der Tat können die Interessen Dritter gefährdet werden, wenn der Verwaltungsrat sie nicht darauf hinweist, dass das Geschäft die Zustimmung der GV erfordert.

Unter dem geltenden Art. 718a Abs. 2 OR wäre die Gesellschaft nur gegenüber gutgläubigen Dritten an ein solches Rechtsgeschäft gebunden.[152] Dies ist unbefriedigend: Da die Statuten einer Publikumsgesellschaft in aller Regel übers Internet abrufbar sind,[153] könnte ein Gericht in der Unkenntnis einer Statutenbestimmung leicht eine fahrlässige Bösgläubigkeit (Art. 3 Abs. 2 ZGB) erblicken.[154] Deshalb empfiehlt es sich, bei einer Lockerung des Paritätsprinzips den Drittschutz zu verbessern.[155] Die Regelung könnte sich an der Ersten Gesellschaftsrechtsrichtlinie orientieren, dergemäss statutarische Beschränkungen der Organbefugnisse Dritten nicht entgegengehalten werden dürfen, selbst wenn sie publiziert worden sind.[156] Kompetenzüberschreitungen des Verwaltungsrates hätten dann bloss verantwortlichkeitsrechtliche Folgen.

5.2 Fakultative Beschränkung der Anfechtbarkeit von GV-Beschlüssen

Für den Fall, dass die Mitwirkungsmöglichkeiten der GV ausgeweitet werden, wird befürchtet, dass ein Aktionär einen Genehmigungsbeschluss der GV mit einer Anfechtungsklage (Art. 706 OR) während längerem in der Schwebe halten und dadurch der Gesellschaft schaden könnte.[157] Um dies zu verhindern, könnte das Gesetz den Gesellschaften erlauben, in den Statuten die Anfechtung bestimmter Genehmigungsbeschlüsse auszuschliessen.[158] Die Gesellschaften könnten auch die Möglichkeit erhalten, den Verwaltungsrat statutarisch von der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit zu befreien, wenn er einen Genehmigungsbeschluss vollzieht, der später von einem Gericht aufge-

---

[151] Siehe *Glanzmann* (Fn. 11), 677; *Kunz* (Fn. 6), 66.

[152] Die Statuten nehmen nicht an der positiven Handelsregisterpublizität (Art. 933 Abs. 1 OR) teil. Statt vieler *Bertschinger* (Fn. 3), 322, insbes. Fn. 56.

[153] Nach der «grossen» Aktienrechtsrevision sollen die Statuten aller Gesellschaften via das Handelsregister übers Internet abrufbar sein. Art. 928 Abs. 2 E-OR, BBl 2008 1806.

[154] Siehe *Glanzmann* (Fn. 11), 677.

[155] Dies fordert auch *Glanzmann*, a.a.O.

[156] Art. 10 Abs. 2 RL 2009/101/EG vom 16. September 2009. Im britischen Recht ist die Richtlinie so umgesetzt, dass bösgläubige Dritte zwar nicht geschützt werden, der böse Glaube jedoch nur unter restriktiven Voraussetzungen angenommen werden darf. Siehe sec. 40 Companies Act; dazu *Davies/Worthington* (Fn. 16), §§ 7-10 bis 7-15; *French/Mayson/Ryan* (Fn. 77), 607 ff.

[157] Siehe *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1372; vgl. auch *Böckli* (Fn. 2), § 13 N 295f (Gesellschaft sei während dieser Zeit entscheidungsunfähig).

[158] Vgl. *Dubs* (Fn. 5), 174, der eine entsprechende Gesetzesauslegung unter geltendem Recht ablehnt. Siehe auch den weniger weitgehenden Vorschlag *Böcklis*, eine superprovisorische Handelsregistersperre (Art. 162 HRegV) nur zuzulassen, wenn Aktionäre mit mindestens zehn Prozent des Aktienkapitals oder Aktien mit einem Nennwert von zwei Millionen Franken dies verlangen. *Böckli* (Fn. 2), § 16 N 136.

hoben wird.[159] Der Rechtsschutz der Aktionäre wäre hier nicht geringer, als wenn die Statuten gar keinen Genehmigungsvorbehalt vorsähen, da Verwaltungsratsbeschlüsse ebenfalls nicht anfechtbar sind[160].

5.3 Änderungen im Verantwortlichkeitsrecht?

Die Mitwirkung der Aktionäre in den traditionell dem Verwaltungsrat vorbehaltenen Kompetenzbereichen wirkt sich zwangsläufig auf die aktienrechtliche Verantwortlichkeit aus.[161]

Ein erster Fragenkomplex betrifft die Haftung des Verwaltungsrats im Zusammenhang mit Weisungen und Genehmigungsbeschlüssen der GV. Auszugehen ist hier vom Grundsatz des Verhaltensunrechts: Der Verwaltungsrat haftet, wenn er nicht das getan hat, was er in der betreffenden Situation bei gehöriger Sorgfalt hätte tun müssen.[162] Eine Haftung fällt beispielsweise in Betracht, wenn der Verwaltungsrat einen genehmigungspflichtigen Beschluss unsorgfältig vorbereitet, wenn er seinen Antrag dermassen ungenügend begründet, dass die Aktionäre ihn ablehnen oder wenn er in der Begründung schützenswerte Informationen offenlegt.[163] Die Gesellschaft und die Aktionäre, die an der GV obsiegt haben, können nachträglich jedoch keine Verantwortlichkeitsansprüche geltend machen, soweit ihnen die Umstände, welche die Sorgfaltspflichtverletzung ausmachen, bekannt waren.[164] Der Verwaltungsrat haftet auch nicht, wenn er sich an einen Entscheid der GV hält, den er nicht unterstützt hatte, wie zum Beispiel wenn die GV ihm eine Weisung erteilt oder die Genehmigung eines Geschäfts verweigert hat.[165]

Die zweite Frage lautet, ob Aktionäre, die dem Verwaltungsrat per GV-Beschluss eine Weisung erteilen oder ein Geschäft genehmigen, als faktische Organe zu qualifizieren sind. Laut Bundesgericht wird zum faktischen Organ, wer Entscheidungen fällt, die normalerweise einem Organ vorbehalten sind.[166] Die Mitwirkung muss von einer gewissen Dauer sein.[167] Nach diesen – in der Lehre umstrittenen – Kriterien wäre eine

---

[159] Die umgehende Ausführung eines angefochtenen GV-Beschlusses kann im Interesse der Gesellschaft sogar rechtlich geboten sein. *Vogt/Schiwow/Wiedmer* (Fn. 7), 1372.

[160] BGE 109 II 239 E. 3b m.w.H.

[161] Vgl. *Hirsch* (Fn. 2), 16.

[162] Statt aller *Böckli* (Fn. 2), § 18 N 115, 380 und 384 ff.

[163] Siehe *Hirsch* (Fn. 2), 16 (Haftung u.a. für Vorbereitung von GV-Beschlüssen); *Forstmoser/Peyer* (Fn. 45), 430 (ebenso zu Art. 811 Abs. 2 OR); BBl 2008 1686 f. Auf das zusätzliche Haftungsrisiko für die Offenlegung von Informationen gegenüber der GV weist *Pfeifer* hin. Siehe *Michael Pfeifer*, Mögliche Auswirkungen der kleinen und der grossen Aktienrechtsrevision auf die Stellung und Haftung des Verwaltungsrats, AJP 2009, 12, 18. Kryptisch dagegen Art. 716b Abs. 3 E-OR, wonach die Genehmigung durch die GV die Haftung des Verwaltungsrats nicht einschränke. Dazu *Dubs* (Fn. 5), 169, sowie die Kritik am analogen Art. 811 Abs. 2 OR bei *Forstmoser/Peyer* (Fn. 45), 434.

[164] Siehe BGE 131 III 640 E. 4.2.1. Der Entscheid klärt die Streitfrage nicht, ob es sich hierbei um eine Einwilligung des Verletzten oder eine negative Schuldanerkennung analog zur Décharge (Art. 758 Abs. 1 OR) handelt. Übersicht über den Meinungsstand bei *Rizvi* (Fn. 120), Rz. 576–579.

[165] Vgl. BGE 131 III 640 E. 4.2.1; *Watter/Roth Pellanda* (Fn. 147), 134; *Isler* (Fn. 12), 225. Strenger *Forstmoser/Peyer* (Fn. 45), 431 (zu Art. 811 Abs. 2 OR).

[166] Siehe z.B. BGE 128 III 29 E. 3a.

[167] A.a.O., E. 3c.

faktische Organschaft der Aktionäre zu verneinen.[168] Bei Bedarf kann der Gesetzgeber ausdrücklich festhalten, dass die Aktionäre für Handlungen im Rahmen der GV nicht haften. In der britischen Rechtsprechung und Lehre ist übrigens eine faktische Organstellung der Aktionäre im Zusammenhang mit Weisungen und Genehmigungsbeschlüssen der GV kein Thema.[169]

6. Kotierungsrechtliche Genehmigungsvorbehalte?

Unabhängig davon, ob der Gesetzgeber das Paritätsprinzip lockert, kann die Börse in ihrem Kotierungsreglement bereits heute Vorschriften analog zu den Class-1-Regeln aufstellen.[170] Aktienrechtlich hätte die Genehmigung einer Transaktion durch die GV nur eine beschränkte Wirkung, nämlich jene einer Konsultativabstimmung.[171] Die Genehmigung wäre somit für den Verwaltungsrat unverbindlich,[172] hat aber je nach Lehrmeinung die Bedeutung eines Entlastungsbeschlusses (Art. 758 OR analog).[173]

Eine kotierungsrechtliche Pflicht, für bestimmte Geschäfte die Genehmigung der GV einzuholen, müsste auch kotierungsrechtlich durchgesetzt werden. Die Börse kann für den Fall, dass der Verwaltungsrat die Zustimmung der GV nicht einholt, die üblichen Sanktionen androhen.[174]

Ob ein kotierungsrechtlicher Genehmigungsvorbehalt für wichtige Transaktionen in Anlehnung an die britischen Class-1-Vorschriften für Schweizer Publikumsgesellschaften sinnvoll ist, lässt sich schwer sagen. Die entsprechende Kosten-Nutzen-Abwägung obliegt den zuständigen Selbstregulierungsorganen. Die Erfahrung aus Grossbritannien zeigt immerhin, dass solche Genehmigungsvorbehalte wenigstens keine schweren negativen Folgen haben.[175]

V. Schluss

Das britische Kapitalgesellschaftsrecht hat die Bedingungen für eine Art natürliches Experiment geschaffen, das zeigt, welche Mitwirkungsrechte die Aktionäre von Publi-

---

[168] Im Ergebnis gleich betreffend Genehmigungsbeschlüsse BBl 2008 1687; *Böckli* (Fn. 2), § 13 N 447; *Dubs* (Fn. 5), 169 f.; *Kunz* (Fn. 6), 66; *Isler* (Fn. 12), 235 ff. Streng jedoch *Bertschinger* (Fn. 3), 314 (jeder Aktionär, der einem schadenstiftenden Beschluss zustimme, werde als faktisches Organ haftpflichtig); ebenso *Rizvi* (Fn. 120), Rz. 587. Dazwischen *Watter/Roth Pellanda* (Fn. 147), 134 (faktische Organschaft sei denkbar). Zum Meinungsstand betreffend das Erfordernis der Dauerhaftigkeit siehe *Meinrad Vetter*, Der verantwortlichkeitsrechtliche Organbegriff gemäss Art. 754 Abs. 1 OR, Zürich 2007, 164–171 m.w.H.

[169] Siehe die Übersicht zur Rechtsprechung betreffend faktische Organe (*de-facto directors* und *shadow directors*) bei *Davies/Worthington* (Fn. 16), §§ 16-13 bis 16-17.

[170] Ob die Kotierungsregularien als Rechtssätze zu qualifizieren sind oder ob sie entsprechend der herrschenden Lehre den Charakter allgemeiner Geschäftsbedingungen haben, spielt hier keine Rolle. Entscheidend ist nur, dass die Börse die Regularien auch durchsetzen kann.

[171] Nach herrschender Lehre darf der Verwaltungsrat auch ohne statutarische Grundlage Konsultativabstimmungen durchführen. Siehe *Isler* (Fn. 12), 51.

[172] Statt aller *Böckli* (Fn. 2), § 12 N 42 und § 13 N 455a–456 m.w.H.

[173] Für eine entlastende Wirkung etwa *Druey/Glanzmann* in *Jean Nicolas Druey*, Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich 2010, § 12 N 17. Dagegen *Böckli* (Fn. 2), § 13 N 456.

[174] Siehe Art. 61 des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange vom 12. Oktober 2010.

[175] Siehe vorne Abschnitt III.4.2.

kumsgesellschaften haben, wenn diese die gesellschaftsinterne Aufgabenteilung weitgehend selbst regeln dürfen. Die Untersuchung der Statuten der FTSE-100-Gesellschaften hat ergeben, dass deren Aktionäre Weisungs- und Genehmigungskompetenzen haben, die nach schweizerischem Recht unzulässig wären.

Bei diesem Ergebnis lässt sich das in der Schweiz geltende Paritätsprinzip nicht mehr halten. Es ist schwer verständlich, warum in der Schweiz gewisse Mitsprachemöglichkeiten der Aktionäre verboten sein sollen, die im Vereinigten Königreich erlaubt sind, weithin praktiziert werden und keine ersichtlichen Nachteile haben. Deshalb ist das Paritätsprinzip aufzuheben. Die Verwaltungsratskompetenzen nach Art. 716a Abs. 1 und Art. 716 Abs. 2 OR sollten nicht mehr unentziehbar sein.[176] Die Generalversammlung könnte dann wie nach britischem Recht dem Verwaltungsrat Weisungen erteilen oder sich statutarisch die Genehmigung bestimmter Geschäfte vorbehalten.

Selbstverständlich gilt mit Bezug auf Aktionärsrechte nicht die Devise «mehr ist besser». Es ist gerade eine zentrale Funktion der Publikumsgesellschaft, die Aktionäre von den meisten Entscheidungen zu entlasten, die in der Gesellschaft anfallen. Trotzdem sollten die Schweizer Aktiengesellschaften die Möglichkeit erhalten, ihre Zuständigkeiten anders zu ordnen, als das OR bisher vorsieht. Die in Art. 716b E-OR geplante vorsichtige Lockerung des Paritätsprinzips ist ein Schritt in die richtige Richtung, geht jedoch zu wenig weit. Umso bedauerlicher ist, dass der Ständerat selbst diese kleine Lockerung aus der Vorlage gestrichen hat. Unsere Parlamentarier und ihre Berater trauen sich offensichtlich zu, beurteilen zu können, wie eine ideale Kompetenzordnung in der Aktiengesellschaft aussieht. Es ist zu wünschen, dass sie dieselbe Fähigkeit auch den Verwaltungsräten und Investoren zugestehen.

---

[176] Eine Ausnahme fällt wie gesagt mit Bezug auf die Pflicht zur Bilanzdeponierung in Betracht (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 7 i.V.m. Art. 725 Abs. 2 OR). Siehe vorne bei Fn. 126.