



Christoph B. Bühler\*

## Zwingendes Aktienrecht: Rechtfertigungsgründe und Alternativen

Grundsätzliche Überlegungen zur Zukunft der Gestaltungsfreiheit im Schweizer Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Zwingendes Aktienrecht
  1. Begriffsdefinition
  2. Schweizer Aktienrecht im Spannungsfeld von Gestaltungsfreiheit und Numerus Clausus
  3. Das zwingend vorgegebene Normengerüst der Schweizer Aktiengesellschaft
    - 3.1 Grundstruktur der organisatorischen Ausgestaltung der AG
    - 3.2 Unentziehbare Aktionärsrechte und Minderheitenschutz
    - 3.3 Kapitalschutz
    - 3.4 Rechnungslegungsrecht und das Revisionsrecht
- III. Rechtfertigung von zwingendem Aktienrecht
  1. Konstitutive Grundlage des Handelns der Aktiengesellschaft
  2. Grundfunktion der Korrektur von Marktversagen
  3. Steuerungsfunktion
  4. Ordnungs- und Orientierungsfunktion
  5. Legitimierungsfunktion
- IV. Alternativen zu zwingendem Aktienrecht
  1. Dispositives Aktienrecht
  2. Opting-Varianten
  3. Delegation an den Ordnungsgeber
  4. Staatlich gesteuerte Selbstregulierung
  5. Gestaltungsfreiheit
- V. Schlussfolgerungen

### I. Einleitung

Die Schweizer konnten bisher für sich in Anspruch nehmen, über ein Aktienrecht zu verfügen, das sich im internationalen Vergleich durch eine *grosse Gestaltungsfreiheit* kennzeichnet. Diese räumt den Organen von Aktiengesellschaften bei der individuellen Ausgestaltung ihrer Corporate Governance einen relativ breiten Ermessensbereich ein<sup>1</sup>. Um die Zukunft dieser helvetischen Ei-

genheit scheint es nach der eidgenössischen Abstimmung über die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» indessen nicht mehr so gut bestellt zu sein<sup>2</sup>. Am 3. März 2013 ist die heiss umstrittene Initiative von rund 68 % der Stimmen und sämtlichen Kantonen klar angenommen worden. Damit ist auf Verfassungsebene ein 24-Punkte-Katalog verabschiedet worden, der das zwingende Normengerüst des Schweizer Aktienrechts in Bezug auf die Vergütung der Spitzenorgane von börsenkotierten Aktiengesellschaften weiter verdichtet. Die Süddeutsche Zeitung titelte nach dem Abstimmungstag gar, das «merkwürdige Bergvolk» in der Schweiz sei zu Wutausbrüchen fähig und hätte sich nun das weltweit schärfste Aktiengesetz gegeben<sup>3</sup>. Die neuen Verfassungsvorgaben im Vergütungsbereich weisen in der Tat bereits einen relativ hohen Determinierungsgrad auf; sie sind jedoch nicht unmittelbar anwendbar, sondern vom Gesetzgeber – bzw. übergangsweise innerhalb eines Jahres vom *Bundesrat* – noch umzusetzen. Dieser hat in seiner Botschaft zur Aktienrechtsrevision vom Dezember 2007 zwar noch betont, dass die Gestaltungsfreiheit des schweizerischen Aktienrechts richtungsweisend bleiben solle:

*«Insbesondere gilt es, die grosse Elastizität des schweizerischen Aktienrechts zu bewahren und die neuen Regelungen flexibel zu gestalten»<sup>4</sup>.*

Trotz dieser guten Vorsätze dürfte jedoch die anstehende Aktienrechtsrevision, die sich im dornigen Gestrüpp der Abzocker-Initiative verheddert hat und nach dem gesprochenen Machtwort des Volkes nun wieder aus dem

\* PD Dr. iur. Christoph B. Bühler, LL.M., Rechtsanwalt, Managing Partner bei Bockli Bodmer & Partner; Privatdozent für Schweizerisches und Internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an den Universitäten Zürich und Basel. Dieser Beitrag basiert auf dem Referat, das der Autor am 16. Mai 2013 am deutsch-österreichisch-schweizerischen Symposium für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht an der Universität Zürich gehalten hat. Der Verfasser dankt Herrn Sebastian Flückiger, MLaw, für die Mitwirkung bei der Erschliessung der Quellen und für verschiedene Hinweise.

<sup>1</sup> Vgl. PETER FORSTMOSER Gestaltungsfreiheit im schweizerischen Gesellschaftsrecht, ZGR (1997) 254 ff., 256; PETER BÖCKLI, Schwei-

zer Aktienrecht, 4. A. Zürich 2009, § 1 N 32 ff.; BÖCKLI/BÜHLER, Rechtliche Grenzen der Selbstbehinderung der Aktiengesellschaft durch ihre Statuten, in: Liber Amicorum zum 50. Geburtstag von Rolf Watter, Zürich 2008, 37 ff., 44; CHRISTOPH B. BÜHLER, Corporate Governance und ihre Regulierung in der Schweiz, ZGR (2012) 228 ff., 232.

<sup>2</sup> In diesem Sinne bereits PETER BÖCKLI, Aktienrechtsrevision. Die Zwangsjacke wird enger geschnürt, GesKR 5 (2011) 8 ff., 8.

<sup>3</sup> Süddeutsche Zeitung vom 4. März 2013 «Eidgenössische Aufruhr gegen Abzocker».

<sup>4</sup> Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassung im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, 1606 ff.

Dornröschenschlaf wachgeküsst worden ist<sup>5</sup>, punktuell verschiedene weitere Eingriffe in die Gestaltungsfreiheit der Aktiengesellschaft bringen<sup>6</sup>.

Vor diesem Hintergrund gilt es aufzuzeigen, wo die freie Gestaltung der Aktiengesellschaften in der Schweiz heute tatsächlich durch *zwingende Bestimmungen* eingeschränkt ist, wie diese zu rechtfertigen sind und worin für die Zukunft mögliche regulatorische Alternativen bestehen.

## II. Zwingendes Aktienrecht

### 1. Begriffsdefinition

Zwingendes Aktienrecht im hier verstandenen Sinne ist das Ergebnis eines Rechtsetzungsverfahrens, das für seine Adressaten *verbindlich* ist. Es lässt ihnen nicht die Wahl, eine von der Norm abweichende Regelung zu treffen<sup>7</sup>.

Zwingendes Aktienrecht zeichnet sich also einerseits durch eine *demokratische Legitimation* und andererseits durch eine relativ umfassende *Verbindlichkeit* aus; es kann nötigenfalls *mit staatlichen Mitteln durchgesetzt* werden<sup>8</sup>.

### 2. Schweizer Aktienrecht im Spannungsfeld von Gestaltungsfreiheit und Numerus Clausus

Um das zwingende Aktienrecht helvetischer Prägung verstehen und im Gefüge des Gesellschaftsrechts einordnen zu können, muss man zunächst wissen, dass es im Schweizer Recht kein Prinzip der Satzungsstrenge im deutschen oder österreichischen Sinne gibt, wonach die Satzung von den Vorschriften des Gesetzes nur abweichen kann, wenn dies ausdrücklich zugelassen ist<sup>9</sup>.

Nach dem Grundsatz der *Privatautonomie*, der im Gesellschaftsrecht im *Prinzip der Gestaltungsfreiheit* Ausdruck gefunden hat, sind die aktienrechtlichen Vorschriften in der Schweiz im Zweifel *dispositiver* Natur<sup>10</sup>. Dies lässt Raum für die Anpassung an individuelle Verhältnisse und ermöglicht es, dass die Aktiengesellschaft für verschiedene Zwecke und unterschiedliche Konstellationen als rechtliche Trägerin dienen kann.

Eingeschränkt wird die gesellschaftsrechtliche Gestaltungsfreiheit aus Gründen der Rechts- und Verkehrssicherheit insbesondere durch den *Numerus Clausus* der zur Verfügung gestellten Gesellschaftsformen (sog. *Typenzwang*). Darüber hinaus sind die verfügbaren Gesellschaftsformen aber auch *inhaltlich* limitiert (sog. *Typenfixierung*), d.h. es müssen auch die zwingenden gesetzlichen Vorgaben der Rechtsformen beachtet werden<sup>11</sup>. So sind etwa Typenvermischungen ausgeschlossen. Unzulässig ist auch die Verwendung der Rechtsformen für andere Zwecke als für die gesetzlich zwingend vorgegebenen<sup>12</sup>. Innerhalb dieser Schranken ist indessen von einer *Gestaltungsfreiheit* der Rechtsunterworfenen auszugehen. Die Privatautonomie ist also auch im Gesellschaftsrecht die «Regel und nicht der Ausnahmefall»<sup>13</sup>.

Das heisst indessen nicht, dass es in der Schweiz zum Schutz von Gläubigern, Minderheiten, Anlegern und der allgemeinen Verkehrssicherheit kein zwingendes Aktienrecht gäbe, das die Handlungsfreiheit der Aktiengesellschaft und der Aktionäre einschränkt<sup>14</sup>.

### 3. Das zwingend vorgegebene Normengerüst der Schweizer Aktiengesellschaft

Es besteht kein Zweifel, dass die Aktiengesellschaft – auch wenn man hierzulande einen weniger «strengen» Ansatz verfolgt als in Deutschland oder Österreich<sup>15</sup> – eines Gerüstes von zwingenden Gesetzesnormen bedarf.

<sup>5</sup> Das zuständige Bundesamt für Justiz ist beauftragt, bis Ende 2014 einen Vorentwurf für eine überarbeitete Gesetzesvorlage zur Aktienrechtsrevision auszuarbeiten, der dann voraussichtlich im ersten Semester 2015 in die Vernehmlassung gegeben wird. Die betreffende Botschaft dürfte somit Ende 2015 oder Anfang 2016 vorliegen.

<sup>6</sup> Vgl. dazu BÖCKLI (FN 2), 10 ff.

<sup>7</sup> FORSTMOSER/VOGT, Einführung in das Recht, 5. A. Bern 2012, § 4 N. 126; AXEL VON WERDER, Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, Köln 2013, 3 ff., 16.

<sup>8</sup> Vgl. CHRISTOPH B. BÜHLER, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009, N. 59 f. m.w.H.

<sup>9</sup> Vgl. für Deutschland § 23 Abs. 5 deutsches Aktiengesetz sowie JACEK BAK, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, Eine ökonomische Kritik des Prinzips der Satzungsstrenge, Diss. Hamburg, Wiesbaden 2003; MORITZ PETRIKOWSKI, Satzungsstrenge contra Gestaltungsfreiheit im Recht der «Deutschen» AG und SE, Diss. Bielefeld 2009, 10, und für Österreich implizit § 199 Abs. 1 Aktiengesetz; CHRISTIAN NOWOTNY, Satzungsstrenge im österreichischen Aktienrecht?, in: Festschrift für Peter Doralt, Wien 2004, 411 ff.

<sup>10</sup> Vgl. BGE 114 II 70 E. 2 «die dispositive Natur beträchtlicher Teile des Handelsrechts» m.w.H.; FORSTMOSER (FN 1), 256; PETER V. KUNZ, Flexibilisierung des Aktienkapitals – ein Hybrid-Konzept im Spannungsfeld von zwingendem Aktienrecht und Eigenverantwortlichkeit, REPRAX 1/00, 18 ff., 31; VON BÜREN/ BÜRGI, Rechtsformwechselnde Umwandlung einer GmbH in eine AG de lege lata: Das klärende Wort aus Lausanne, REPRAX 1999, 3 ff., 7.

<sup>11</sup> PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001, § 2 N. 7; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 11. A., Bern 2012, § 11 N. 2 ff.

<sup>12</sup> BGE 74 I 519; BGE 92 I 404; HANSPETER KLÄY, Die Schweiz auf dem Weg zu einem neuen Gesellschaftsrecht, in: Festschrift zum 65. Geburtstag von Heinrich Koller, Basel 2006, 133 ff.

<sup>13</sup> VON BÜREN/BÜRGI (FN 10), 7; PETER V. KUNZ, Rundflug über's schweizerische Gesellschaftsrecht, 2. A., Bern 2012, 34; KUNZ (FN 10), 31; CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Die Zulässigkeit aussergesetzlicher Rechtsformwechsel im Gesellschaftsrecht, ZSR 1994, neue Folge, Band 113, I. Halbband, S. 353 ff., 359.

<sup>14</sup> KUNZ (FN 10), 31; vgl. HANS HEROLD, Zwingendes Aktienrecht – Untersuchungen über das Wesen des zwingenden Privatrechts, Diss. Zürich 1931; WALTHER BURCKHARDT, Die Organisation der Rechtsgemeinschaft, 2. A. Zürich 1971, 26 ff.

<sup>15</sup> Vgl. BAK (FN 9), 1; NOWOTNY (FN 9), 411 ff.

Dazu gehören in der Schweiz im Wesentlichen vier Bereiche<sup>16</sup>:

- (i) die Mindestanforderungen hinsichtlich der *Grundstruktur* der Aktiengesellschaft, insbesondere hinsichtlich der *organisatorischen Ausgestaltung*;
- (ii) der *Kapitalschutz*;
- (iii) die *unentziehbaren Aktionärsrechte* und der *Minderheitenschutz*, sowie
- (iv) das *Rechnungslegungs- und Revisionsrecht*.

### 3.1 Grundstruktur der organisatorischen Ausgestaltung der AG

Zwingend fixiert durch gesetzliche Mindestanforderungen, die in der Praxis weitgehend in die statutarische Ordnung übernommen werden, ist die *Grundstruktur der organisatorischen Ausgestaltung der Aktiengesellschaft*, namentlich die *notwendigen Organe* und deren *Verantwortlichkeit* sowie die Kompetenzen und Durchführung der *Generalversammlung*. Auch die Anforderungen an die *Abschlussprüfer* und ihre Tätigkeit sind durch gesetzliche Minimalanforderungen umschrieben<sup>17</sup>.

Für die Organisation der aktienrechtlichen *Exekutive* – die Strukturierung der Geschäftsführung und deren Beaufsichtigung – besteht dagegen grosse Freiheit, die es ermöglicht, unterschiedlichsten betriebswirtschaftlichen Bedürfnissen nachzukommen. Gesetzlich verlangt ist ein einziges Organ, der Verwaltungsrat. Doch kann statutarisch – in gewissem Umfang zumindest – auch eine Zweiteilung in ein geschäftsführendes und ein beaufsichtigendes Organ vorgesehen werden, was in der Praxis den Regelfall bildet<sup>18</sup>. Wird die Geschäftsführung an nicht dem Verwaltungsrat angehörende Manager delegiert, kann das dualistische System nachempfunden werden, freilich nicht in der Konsequenz eines eigentlichen Aufsichtsratssystems. Denn das Schweizer Aktienrecht enthält in Art. 716a OR einen gehaltvollen Katalog von *unübertragbaren und unentziehbaren Kernkompetenzen des Verwaltungsrates*, Aufgaben, die er nicht an einzelne seiner Mitglieder oder Ausschüsse, an die operative Geschäftsleitung oder gar – nach oben – an die Generalversammlung abgeben kann<sup>19</sup>. Im Wesentlichen geht es darum, dass der Verwaltungsrat als Gremium und damit auch seine einzelnen Mitglieder persönlich verantwortlich bleiben für die Oberleitung der Aktiengesellschaft und die Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen. Der Gesetzgeber hat sich damit in Bezug auf die Organisationsstruktur der

Aktiengesellschaft für das *Paritätsprinzip* ausgesprochen, das von einer *zwingenden Gewaltenteilung* ausgeht und jedem Organ der Aktiengesellschaft gewisse Funktionen zwingend zuweist<sup>20</sup>. Dieses Prinzip hat auch nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» noch Bestand, doch werden die Kompetenzen in Zusammenhang mit der Vergütung der Spitzenorgane nach der Umsetzung der einschlägigen Verfassungsgrundsätze nun klar vom Verwaltungsrat hin zur Generalversammlung verlagert<sup>21</sup>.

Das Aktienrecht gibt also *in organisatorischer Hinsicht* im Wesentlichen den Ermessens- und Gestaltungsrahmen vor, belässt aber den betroffenen Gesellschaften eine relativ grosse Freiheit zur individuell angepassten Ausgestaltung ihrer Corporate Governance<sup>22</sup>. Daneben enthält das Gesetz aber insbesondere im Bereich der Vergütungen von Publikumsgesellschaften auch verschiedene hoch determinierte Einzelanweisungen, die dem Verwaltungsrat praktisch keinen Ermessensspielraum in der Ausführung belassen. So verpflichten Art. 663b<sup>bis</sup> und Art. 663c Abs. 3 OR börsenkotierte Aktiengesellschaften bereits de lege lata zur relativ detaillierten Offenlegung der Vergütungen, Beteiligungen sowie Wandel- und Optionsrechte ihrer Leitungsorgane<sup>23</sup>. Künftig wird sodann, wie erwähnt, in Umsetzung der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» ein relativ rigides 24-Punkte Programm die Gestaltungsfreiheit sowohl des Verwaltungsrates als auch der Generalversammlung bei der *Festlegung der Vergütungen* erheblich einschränken<sup>24</sup>.

### 3.2 Unentziehbare Aktionärsrechte und Minderheitenschutz

Die Beschlussfassungen in der Aktiengesellschaft beruhen auf dem *Mehrheitsprinzip*<sup>25</sup>. Dies gilt insbeson-

<sup>16</sup> BÖCKLI (FN 2), 9.

<sup>17</sup> Art. 727 ff. OR; Bundesgesetz über die Zulassung und Aufsicht der Revisorinnen und Revisoren vom 16. Dezember 2005 (RAG), SR 221.302.

<sup>18</sup> BÜHLER (FN 8), N. 638; KUNZ (FN 11), 83 f.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 403 f.

<sup>19</sup> BÖCKLI (FN 1), § 13 N. 284 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 410 ff.; WATTER/ROTH PELLANDA, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 4. A. Basel 2012, Art. 716a N. 8; BÜHLER (FN 8), N. 611 und 616.

<sup>20</sup> BGE 100 II 384 ff.; 78 II 369 ff.; BÜHLER (FN 1), 229; ders. (FN 8), N. 611; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 352 ff.; BÖCKLI (FN 1), § 12 N. 3 und § 13 N. 284 ff.

<sup>21</sup> Gemäss Art. 95 Abs. 3 Bst. a BV und Art. 2 Ziff. 4 der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) vom 20. November 2013 hat die Generalversammlung neu insbesondere die unübertragbare Befugnis, die Vergütungen des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und des Beirates zu genehmigen.

<sup>22</sup> PETER BÖCKLI, Corporate Governance und «Swiss Code of Best Practice», in: von der Crone et al. (Hrsg.), Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich 2003, 257 ff., 263 f.; BÜHLER (FN 1), 232.

<sup>23</sup> Vgl. dazu WATTER/MAIZAR, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 4. A. Basel 2012, Art. 663b<sup>bis</sup> N. 5 ff und Art. 663c N. 6.

<sup>24</sup> Dazu weiterführend vor allem LUKAS GLANZMANN, Die «Abzocker-Initiative» und ihre Folgen, in: GesKR Online 1/2013; VOGT/BASCHUNG, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»? GesKR 7 (2013) 5 ff.; CHRISTOPH B. BÜHLER, Vergütungsrecht «ad interim»: Übergangsfristen und Sofortmassnahmen, ST (2013) 332 ff.; DERS., Entschädigungsrecht «ad interim», NZZ Nr. 99 vom 30. April 2013, 21; MALACRIDA/SPILLMANN, Corporate Governance im Interregnum, GesKR Online 4/2013, 1 ff.

<sup>25</sup> BGE 102 II 269: «Die Struktur des Gesellschaftsrechts lässt den Willen der Mehrheit der Aktionäre ausschlaggebend sein. Mit dem

dere für die Generalversammlung, in der die Aktionäre grundsätzlich nach dem Nennwert ihrer Aktien stimmberechtigt sind und so die Gesellschaftsstatuten festlegen, Verwaltungsrat und Revisionsstelle wählen, die Rechenschaftslegung genehmigen und über die Gewinnverwendung beschliessen. Das Mehrheitsprinzip birgt die Gefahr in sich, dass die Mehrheit ihre eigenen Interessen gegen diejenigen von Minderheiten willkürlich durchsetzt<sup>26</sup>. Umgekehrt kann aber auch die Minderheit gesetzliche oder statutarische Schutzbestimmungen dazu missbrauchen, Sonderinteressen zulasten der Mehrheit zu verfolgen. Aktionärsinteressen – auch jene der Mehrheit – sind nicht zwingend deckungsgleich mit den Interessen der Gesellschaft. In dieses Spannungsfeld greift der *gesetzliche Minderheitenschutz* ein<sup>27</sup>. Dieser wird im Schweizer Aktienrecht einerseits gewährleistet durch allgemeine aktienrechtliche Bestimmungen wie das Rechtsmissbrauchsverbot und den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung sowie die Pflicht des Verwaltungsrats, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren und die Aktionäre unter gleichen Umständen gleich zu behandeln<sup>28</sup>. Andererseits werden den Aktionären bestimmte unentziehbare Individualrechte und Minderheitenrechte einräumt. So ist auch eine qualifizierte Mehrheit von Gesetzes wegen nicht in der Lage, die Mitwirkungs-, Informations-, Vermögens- und Klagerechte der Aktionäre zu entziehen<sup>29</sup>. Das Aktienrecht gewährt zudem näher definierten Minderheiten unter den Aktionären namentlich das Einberufungs- und Traktandierungsrecht<sup>30</sup> sowie das Recht auf Sonderprüfung<sup>31</sup> und zur Auflösungsklage aus wichtigen Gründen<sup>32</sup>. Es statuiert sodann ein qualifiziertes Mehrheitserfordernis für wichtige Beschlüsse in der Generalversammlung<sup>33</sup> sowie bestimmte Rechte auf Vertretung im Verwaltungsrat<sup>34</sup>.

Im Zuge der hängigen Aktienrechtsrevision soll der Minderheitenschutz insbesondere durch eine *Erweiterung der Auskunfts- und Einsichtsrechte* der Aktionäre sowie durch eine *Herabsetzung der Schwellenwerte* für

das Einberufungs- und Traktandierungsrecht, die Erhebung der Auflösungsklage und für die Beantragung der Sonderprüfung weiter ausgebaut werden<sup>35</sup>.

### 3.3 Kapitalschutz

Der *Kapitalschutz* dienen nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung zu den *«wichtigsten Prinzipien des Aktienrechts»* und ist durch zwingende gesetzliche Bestimmungen sicherzustellen<sup>36</sup>. In dessen Dienst steht eine ganze Reihe zwingender Bestimmungen, mit denen gewährleistet werden soll, dass der Gesellschaft stets ein *«Reinvermögen – d.h. Aktiven minus Fremdkapital – mindestens im Umfang von Grundkapital und gebundenen Reserven»* erhalten bleibt<sup>37</sup>. Dazu gehört unter anderem das in Art. 680 Abs. 2 OR verankerte *Verbot der Einlagenrückgewähr* in Form von Dividenden<sup>38</sup>. Nach dieser Norm steht dem Aktionär kein Recht zu, den für die Liberierung seiner Aktien einbezahlten Betrag zurückzufordern, woraus Lehre und Rechtsprechung ein *Kapitalrückzahlungsverbot* ableiten, das auch die Gesellschaft bindet<sup>39</sup>. Ausser bei der Herabsetzung des Aktienkapitals nach Art. 732 ff. OR ist die Rückzahlung von Aktienkapital an einen Aktionär unzulässig und ein gleichwohl ausbezahlter Betrag muss zurückerstattet werden<sup>40</sup>. Hierfür steht dem Aktionär das Rechtsmittel der *Rückerstattungsklage* zur Verfügung<sup>41</sup>.

Dem Kapitalschutz dienen sodann das *Verbot verdeckter Gewinnausschüttungen*, die Einschränkung der *Darlehen an eigene Aktionäre* und die *Vorschriften über die Dividendenausschüttung*<sup>42</sup>. Der verhältnismässige Anteil am Bilanzgewinn, der jedem Aktionär nach Art. 660 OR zusteht, darf nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven ausgerichtet werden<sup>43</sup>. Der mit dieser Regel verfolgte Schutz vor ungerechtfertigten Eigenkapitalmassnahmen, der u.a. durch zwingende

Eintritt in die Gesellschaft unterwirft sich der Aktionär diesem Grundsatz, und er anerkennt, dass die Mehrheit dann bindend entscheidet, wenn sie nicht die bestmögliche Lösung trifft.» Vgl. auch BGE 99 II 55; BGE 95 II 163; BGE 93 II 35.

<sup>26</sup> KUNZ (FN 11), § 1 N. 36; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, AJP 20 (2011) 587 ff.

<sup>27</sup> Vgl. KUNZ (FN 11), § 1 N. 182 ff.; MÜLLER/LIPP/PLÜSS (FN 26), 587.

<sup>28</sup> Vgl. BÖCKLI/BÜHLER (FN 1), 40; BRIGITTE TANNER, Die Generalversammlung, Zürcher Kommentar zu Art. 698–706b OR, 2. A. Zürich 2003, Art. 703 N. 22; KUNZ (FN 11), § 1 N. 107 ff.; ROLF WÄTTER, Der Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 2 (1993) 117 ff., 121.

<sup>29</sup> Vgl. KUNZ (FN 11), § 1 N. 213; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 260 ff.

<sup>30</sup> Art. 699 Abs. 3 OR.

<sup>31</sup> Art. 697a Abs. 1 und Art. 697b Abs. 1 OR.

<sup>32</sup> Art. 736 Ziff. 4 OR.

<sup>33</sup> Art. 704 Abs. 1 OR.

<sup>34</sup> Art. 709 OR; WERNLI/RIZZI, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 4. A. Basel 2012, Art. 709 N. 4 ff.

<sup>35</sup> Vgl. Art. 697 Abs. 2 und 3 E-OR 2007; Art. 697<sup>bis</sup> Abs. 3 E-OR 2007 und Art. 697<sup>quinquies</sup> E-OR 2007; vgl. MÜLLER/LIPP/PLÜSS (FN 26), 597.

<sup>36</sup> BGer Urteil vom 7.1.2013 4A\_248/2012 E. 3.2; BGE 132 III 668 E. 3.2; vgl. dazu auch BAISCH/WEBER, Aktienrechtliche Restriktionen bei der Kapitalerhöhung als Sanierungsmassnahme – Verbot der Einlagenrückgewähr vs. Werthaltigkeitstheorie bei der Verrechnungsliberierung, SZW 83 (2011) 416 ff., 417.

<sup>37</sup> BGE 117 IV 259 E. 5a m.w.H.

<sup>38</sup> BGer Urteile 4A\_496/2010 vom 14. Februar 2011, E. 2.1 und 4A\_188/2007 vom 13. September 2007, E. 4.3.2. Vgl. KURER/KURER, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 4. A. Basel 2012, Art. 680 N. 17; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 50 N. 107 ff.; CHRISTOPH B. BÜHLER, Sanierung nach Aktienrecht de lege lata et ferenda, Zürich 2010, 67.

<sup>39</sup> BGE 61 I 147; BGer Urteil 4A\_496/2010 vom 14. Februar 2011 E. 2.1, publ. in Pra (2011) 828 ff.; vgl. BÖCKLI (FN 1), § 12 N. 526; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 69 ff.

<sup>40</sup> BGer Urteil 4A\_248/2012 vom 7.1.2013 E. 3.2; BGE 109 II 128 E. 2; BGE 87 II 181 E. 9.

<sup>41</sup> Art. 678 OR; vgl. BÖCKLI (FN 1), § 12 N. 560 ff.

<sup>42</sup> KURER/KURER (FN 38), Art. 675 N. 1 ff.; DRUEY/GLANZMANN, Gesellschafts- und Handelsrecht, 10. A. Zürich 2010, § 8 N. 33 ff.

<sup>43</sup> Art. 675 Abs. 2 OR.

formelle Anforderungen an einen Dividendenbeschluss sichergestellt wird, dient nicht nur den Interessen der Gesellschaftsgläubiger, sondern auch den Interessen der Gesellschaft selbst, allfälliger Minderheitsaktionäre sowie weiterer Wirtschaftsteilnehmer<sup>44</sup>.

Das Schutzsystem wird abgerundet durch die zwingende «Alarmglocke»<sup>45</sup> in Art. 725 OR, wonach der Verwaltungsrat bei hälftigem Kapitalverlust unverzüglich die Sanierung einzuleiten hat, sowie das *Verbot des Weiterwirtschaftens* ohne richterliche Genehmigung bei Überschuldung<sup>46</sup>. Dabei wird deutlich, dass der Kapitalschutz letztlich der Erhaltung des «going concern» dient. Es geht nicht nur um den Schutz der Gesellschaftsgläubiger. Schrumpft das Eigenkapital ohne rechtzeitige Sanierung, so sind in erster Linie die Arbeitsstellen akut in Gefahr. Eigenkapitalschutz ist ebenfalls Schutz der Einzel- und Minderheitsaktionäre und Systemschutz<sup>47</sup>.

Im Zuge der Aktienrechtsrevision soll die Regelung der Kapitalstrukturen *flexibler* werden: Mit dem neuen Rechtsinstitut des «Kapitalbandes» kann die Generalversammlung dem Verwaltungsrat die Kompetenz zur Erhöhung und Herabsetzung des Aktienkapitals innerhalb einer bestimmten Bandbreite einräumen<sup>48</sup>. Das vertraute Nennwertsystem wird zwar beibehalten, dafür wird aber auf einen bestimmten Mindestnennwert verzichtet. Die bisherige Beschränkung des Partizipationskapitals auf das Doppelte entfällt<sup>49</sup>. Unter dem internationalen Druck sollen sodann im Interesse der Geldwäscherei künftig auch Inhaberaktionäre, welche die Beteiligungsschwelle von 25 % an einer nicht börsenkotierten Aktiengesellschaft erreichen oder überschreiten, verpflichtet werden, sich bei der Gesellschaft zu melden und ihre Identität sowie diejenige der wirtschaftlich Berechtigten offen zu legen<sup>50</sup>.

### 3.4 Rechnungslegungsrecht und das Revisionsrecht

Verhaltensnormen, die der Kapitalerhaltung dienen, haben nur Sinn, wenn das Eigenkapital, das geschützt werden soll, *in einer methodisch vertretbaren und folgerichtigen Art ermittelt* und nicht nur den Beteiligten, sondern auch der Kritik Dritter unterbreitet wird – einer möglichst sachverständigen *Revisionsstelle*. Rechnungslegung und Revision gehören daher zum Kernbestand des Konzepts einer Kapitalgesellschaft und sind von zentraler Bedeutung für das Funktionieren des Aktienrechts<sup>51</sup>.

Das Schweizer *Rechnungslegungsrecht* beinhaltet zwingende Grundsätze einer ordnungsgemässen Buchführung und kennt relativ strenge Vorschriften über die von der Aktiengesellschaft zu erstellenden Bilanz, die Mindestgliederung des Jahresabschlusses und die Konzernrechnung. Die Neuordnung des Rechnungslegungsrechts, die per 1. Januar 2013 in Kraft getreten ist<sup>52</sup>, erfasst alle Rechtsformen des Privatrechts, differenziert aber nach der wirtschaftlichen Bedeutung der Rechtssubjekte. Die Spielräume bei der Bewertung bleiben erhalten, doch Publikumsgesellschaften müssen zwingend einen zusätzlichen Abschluss nach einem anerkannten Regelwerk erstellen<sup>53</sup>.

Auch die *zwingenden Vorschriften über die Revisionsstelle* stehen im Zusammenhang mit dem Kapitalschutz: Diese hat die Korrektheit und Rechtmässigkeit der Bilanz als Grundlage für die Gewinnausschüttungen zu prüfen und den zuständigen Organen, namentlich der Generalversammlung, zu bestätigen, dass ein Bilanzgewinn zur Verfügung steht, der rechtmässig als Dividende in der beabsichtigten Höhe ausgeschüttet werden kann<sup>54</sup>. Ausschüttungen an die Aktionäre, die sich nicht auf eine revidierte und genehmigte Jahresbilanz stützen, sind rechtswidrig<sup>55</sup>. Soweit ausnahmsweise eine Dividendenausschüttung während des Geschäftsjahres als zulässig erachtet wird, ist stets vorausgesetzt, dass der für die

<sup>44</sup> BGer Urteil 4A\_248/2012 vom 7.1.2013 E. 3.2; KURER/KURER (FN 38), Art. 675 N. 6; BÖCKLI (FN 1), § 12 N. 515, 518.

<sup>45</sup> PETER BÖCKLI, Der bilanzbezogene Eigenkapitalschutz, Eigenkapitaltest und Solvenztest im kritischen Vergleich, SZW 81 (2009) 1 ff., 6.

<sup>46</sup> MEIER-HAYOZ/FORSTMOSE (FN 11), § 16 N. 83 ff.; HANSPETER WÜSTINER, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 4. A. Basel 2012, Art. 725 N. 1; BÜHLER (FN 38), 25 ff.

<sup>47</sup> BÖCKLI (FN 45), 7; vgl. auch TOBIAS MEYER, Gläubigerschutz durch Kapitalschutz, SSHW Band Nr. 282, Zürich 2009, 38.

<sup>48</sup> Vgl. Botschaft 2007 (FN 4), 1615, 1652 ff., Ziff. 2.1.8; Art. 653s ff. E-OR 2007.

<sup>49</sup> Vgl. Botschaft 2007 (FN 4), 1656, Ziff. 2.1.9; Art. 656b Abs. 1 Satz 1 E-OR 2007.

<sup>50</sup> Art. 697i und 697j des Vorentwurfs für ein Bundesgesetz zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière vom 27. Februar 2013 sowie Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage «Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière vom 27. Februar 2013, 10. Vgl. zur Diskussion um die ursprünglich diskutierte, inzwischen aber verworfene Variante der Abschaffung der Inhaberaktie KLÄY (FN 12), 144; VOGT/BASCHUNG (FN 26), 47; vgl. auch Botschaft 2007 (FN 4), 1617 ff.

<sup>51</sup> BÖCKLI (FN 1), § 8 N. 1, 10; LUKAS HANDSCHIN, Rechnungslegung im Gesellschaftsrecht, Basel 2013, § 1 N. 8 ff.

<sup>52</sup> Obligationenrecht (Rechnungslegungsrecht), Änderung vom 23. Dezember 2011, BBl 2012, 63 ff.; Vgl. dazu KLÄY (FN 12) 145; LUKAS HANDSCHIN (FN 51), § 1 N. 1 ff.; LUKAS GLANZMANN, Das neue Rechnungslegungsrecht, SJZ 108 (2012) 205 ff.; PETER BÖCKLI, Neue OR-Rechnungslegung, Herausgegriffene Probleme und Lösungsansätze, ST 86 (2012) 821 ff.

<sup>53</sup> Art. 962 OR. Vgl. Verordnung über die anerkannten Standards zur Rechnungslegung (VASR) vom 21. November 2012, SR 221.432.

<sup>54</sup> Art. 728a OR; vgl. WATTER/MAIZAR (FN 23), Vor Art. 727/727a N. 15 ff.; PETER BÖCKLI, Zwanzig Knacknüsse im neuen Revisionsrecht, SZW 80 (2008) 117 ff.; PETER FORSTMOSE, Wirtschaftsrecht im Wandel, Erfahrungen aus vier Jahrzehnten, SJZ 104 (2008) 133 ff., 135; BÜHLER (FN 8), N. 735 ff.; BGE 133 III 459.

<sup>55</sup> BÖCKLI (FN 1), § 12 N. 521, 532; FORSTMOSE/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 38), § 40 N. 54 ff.

Ausschüttung verwendete Betrag auf einer revidierten und genehmigten Bilanz beruht<sup>56</sup>.

### III. Rechtfertigung von zwingendem Aktienrecht

#### 1. Konstitutive Grundlage des Handelns der Aktiengesellschaft

Sucht man nach einer Rechtfertigung für zwingendes Aktienrecht, so muss man zuerst erkennen, dass die Privatautonomie an sich grundsätzlich nur als *Vertragsautonomie* besteht: Die Möglichkeit freier Rechtsgeschäfte bezieht sich auf das Instrument zwei- oder mehrseitiger Rechtsgeschäfte; die Rechtsgestaltung durch körperschaftliche Gesamtkräfte stellt dabei einen *Sonderfall* dar<sup>57</sup>. Die Vertragsfreiheit ist im Gesellschaftsrecht zwar nicht völlig ausgeschaltet, aber sie funktioniert anders als im Schuldrecht; sie ist von qualitativ anderer *Tragweite* als im Bereich des vertraglichen Handelns, namentlich aus folgenden Gründen<sup>58</sup>:

- (i) Gesellschaftsrechtliche Gestaltungen sind, wie erwähnt, an den *Numerus clausus der Rechtsformen* und den *Grundsatz der Formenfixierung* gebunden<sup>59</sup>.
- (ii) Die *Aussenwirkung* der gesellschaftsrechtlichen Normsetzung durch Rechtssubjekte des Privatrechts ist regelmässig grösser als jene der vertraglichen Normsetzung. Verschiedene gesellschaftsrechtliche Bestimmungen dienen daher dem Schutz Dritter<sup>60</sup>.
- (iii) Die Normsetzung erfolgt im Gesellschaftsrecht durch *Beschlüsse* der zuständigen Organe und basiert nicht auf einer Vereinbarung, der alle Parteien zustimmen müssen. Die Aufstellung privater Normen durch *Mehrheitsentscheid* gegen den Willen der Minderheit ist nur insoweit möglich, als dafür eine *gesetzliche Grundlage* besteht<sup>61</sup>. Würde im Gesellschaftsrecht allein die Privatautonomie angeufen, so müsste im Grunde für jeden Eingriff in die Rechtsstellung der Gesellschafter die Zustimmung aller Betroffenen verlangt werden. Dabei wird klar, dass die *«gesetzliche Ordnung keineswegs nur Be-*

*schränkung, sondern auch konstitutive Grundlage gesellschaftsrechtlichen Handelns»* ist<sup>62</sup>.

#### 2. Grundfunktion der Korrektur von Marktversagen

Im Lichte der ökonomischen Theorie lassen sich *zwingende Rechtsnormen* prinzipiell nur dadurch rechtfertigen, dass sie der Behebung bestimmter Formen des Marktversagens dienen<sup>63</sup>: Die Idee der Marktwirtschaft basiert grundsätzlich darauf, dass in einem vollkommenen Markt jeder seinen Eigennutzen im Rahmen minimaler Spielregeln maximiert und damit die Ressourcen effizient alloziert werden<sup>64</sup>. Märkte sind jedoch nicht vollkommen. Der Zustand vollständiger Konkurrenz ist in einer realen Marktwirtschaft unerreichbar, weil die Voraussetzungen vollständiger Konkurrenz nicht herstellbar sind. Die Funktionsfähigkeit einer liberalen Marktwirtschaft wird durch das Fehlen klarer Rahmenbedingungen gefährdet, was dann zu Wohlfahrtsverlusten, Verteilungsproblemen oder dann eben gar zu einem sogenannten *«Marktversagen»* führen kann, einer Situation, in der es einem sich selbst überlassenen Markt nicht – oder zumindest nicht innert nützlicher Frist – gelingt, die Ressourcen effizient zu allozieren und somit das erwünschte Marktgleichgewicht nicht entsteht<sup>65</sup>. Zwingendes Aktienrecht kompensiert insoweit die Funktion der *«unsichtbaren Hand»*<sup>66</sup> in Bereichen, in denen es dieser nicht gelingt, das Marktgeschehen effizient zu koordinieren.

#### 3. Steuerungsfunktion

Aus der Grundfunktion des zwingenden Rechts als Mechanismus zur Korrektur eines Marktversagens folgt sachlogisch dessen *Steuerungsfunktion*<sup>67</sup>: Die heutige

<sup>56</sup> KURER/KURER (FN 38) Art. 675 N. 35; BÖCKLI (FN 1), § 12 N. 532 ff.; FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR, Zulässigkeit der Interimsdividende im schweizerischen Recht, SJZ 105 (2009) 205 ff.

<sup>57</sup> EUGEN BUCHER, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, 5. A. Basel 2011, Vor Art. 1–40 N. 20; vgl. auch FORSTMOSER/VOGT (FN 7), § 4 N. 105.

<sup>58</sup> Dies hat bereits KLÄY (FN 12), 137 treffend dargelegt. Vgl. zudem MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 11 N. 6.

<sup>59</sup> KUNZ (FN 11), § 2 N. 7; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 11 N. 2 ff.

<sup>60</sup> KLÄY (FN 12) 137 f.; vgl. z.B. BGE 125 III 18 ff., übersetzt in REPRAX 1999/1, S. 32 ff.

<sup>61</sup> Vgl. BÖCKLI/BÜHLER (FN 1) 40 f.

<sup>62</sup> KLÄY (FN 12), 138; vgl. auch VON BÜREN/BÜRGI (FN 10), Fn. 33.

<sup>63</sup> SCHÄFER/OTT, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. A. Berlin 2005, 107 ff., 394; BAK (FN 9), 19 f.; BÜHLER (FN 8), N. 25 ff.

<sup>64</sup> SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Zürich 2007, 184; FRITSCH/WEIN/EWENS, Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 6. A. München 2005, 32 ff.; COOTER/ULEN, Law and Economics, 4. A. Boston et al. 2004, 16 f.; SAMUELSON/NORDHANS, Economics, 17. A. Boston 2001, 157 f.; JOACHIM WEIMANN, Wirtschaftspolitik. Allokation und kollektive Entscheidung, 2. A. Berlin 2001, 17 ff.; HANS-BERND SCHÄFER, Allokationseffizienz als Grundprinzip des Zivilrechts, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), Allokationseffizienz in der Rechtsordnung, Berlin 2000, 25 ff.

<sup>65</sup> BÜHLER (FN 8), N. 27; vgl. MILGROM/ROBERTS, Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs 1992, 126 ff.; SCHÄFER/OTT (FN 63), 107; JOSEF STIGLITZ, Im freien Fall, Vom Versagen der Märkte zur Neuordnung der Weltwirtschaft, München 2010, 40 ff.

<sup>66</sup> ADAM SMITH, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, London 1789, Book 1, Chapter 2, 13.

<sup>67</sup> GEORG MÜLLER, Elemente einer Rechtsetzungslehre, 2. A. Zürich 2006, 12; PETER FORSTMOSER, Good Governance und Transparenz: zwei Bausteine zum Wiederaufbau des Vertrauens in die Wirtschaft und ihre Vertreter, in: Jakob/Naumann (Hrsg.), Wege aus der Ver-

Auffassung vom Staat und seinem Verhältnis zur Gesellschaft ist geprägt von der Vorstellung, künftiges Geschehen lasse sich durch zwingende Rechtsnormen so programmieren, dass bestimmte *öffentliche Interessen* befriedigt und gewisse politische Zielvorstellungen erreicht werden. Die Praxis zeigt allerdings, dass die Möglichkeiten des Gesetzgebers, gesellschaftliche Prozesse in einem komplexen, sich rasch ändernden Umfeld zu lenken, begrenzt sind<sup>68</sup>. Regulierung ist deshalb oft weniger eine Gestaltung künftiger Entwicklungen als eine *Reaktion* auf bereits eingetretene Veränderungen der Verhältnisse oder ein *Nachvollzug* von gewandelten Wertauffassungen in der Gesellschaft<sup>69</sup>.

#### 4. Ordnungs- und Orientierungsfunktion

Zwingendes Aktienrecht zielt im Grunde darauf ab, eine Verhaltensordnung aufzustellen. Es setzt die Rahmenbedingungen, welche, wie erwähnt, überhaupt erst die *konstitutive Grundlage* des Handelns der Aktiengesellschaft bilden, indem es dieses gestaltet und präventiv für dessen ordnungsgemässes Funktionieren sorgt. Dieser Ordnungsrahmen soll es den Anspruchsgruppen des Unternehmens, Behörden und Gerichten ermöglichen, einermassen gesicherte Erwartungen in ihren Umgang mit der Aktiengesellschaft zu entwickeln<sup>70</sup>. Er verschafft ihnen eine Orientierung und sorgt für *Rechtssicherheit* im Sinne des Vertrauens auf die Geltung, Durchsetzung und Kontinuität des Aktienrechts<sup>71</sup>. Zwingende Normen schaffen mithin ein sachlich einheitliches Schutzniveau und gewährleisten eine gewisse *Kohärenz* des Aktienrechts.

#### 5. Legitimierungsfunktion

Bei zwingenden Gesetzesnormen geht es sodann einerseits um die *Sicherung der individuellen Freiheit* als einer wesentlichen Errungenschaft sowohl des römischen

Rechts als auch der Aufklärung und der französischen Revolution sowie der Privatrechtsentwicklung des 19. Jahrhunderts. Es geht darüber hinaus aber auch um *Machtkontrolle* zur Sicherung dieser Freiheit und damit auch um ein Element der *Demokratie*<sup>72</sup>.

Zwingende Gesetzesnormen setzen eine *demokratische Mitwirkung* voraus und stellen damit eine politische Legitimierung sicher. Dies führt dazu, dass die Adressaten und die Stimmberechtigten die Rechtsnormen tendenziell als sachlich und politisch richtig *anerkennen*. Zur Legitimierung tragen die Öffentlichkeit des Rechtssetzungsverfahrens, die Mitwirkungsrechte der Betroffenen sowie die Autorität der staatlichen Regelungsorgane bei<sup>73</sup>.

### IV. Alternativen zu zwingendem Aktienrecht

Worin bestehen nun mögliche *Alternativen* zu zwingendem Aktienrecht?

#### 1. Dispositives Aktienrecht

Das Gegenstück zu zwingendem Aktienrecht bilden zunächst *dispositive* Bestimmungen, die nur zur Anwendung kommen, wenn die Normadressaten im Rahmen ihrer Gestaltungsautonomie keine eigene Lösung treffen<sup>74</sup>. Das dispositive Aktienrecht hat somit eine *Auffangfunktion*: es verhindert, dass in einem für regelungsbedürftig erkannten Bereich ein Regelungsvakuum entsteht, und es fordert implizit zur Ergreifung einer bestimmten regulatorischen Massnahme auf, ohne das Regelungsprimat für sich selbst zu beanspruchen. Es soll nur subsidiär zur Anwendung kommen, wenn der Normadressat von seiner Gestaltungsverantwortung keinen Gebrauch macht. Dispositives Recht ist somit das primär der Gestaltungsfreiheit der Parteien überlassene Recht. Während im Vertragsrecht eine dispositive Regelung durch Parteivereinbarung derogiert wird, erfolgt die Derogation im Aktienrecht *in den Statuten*<sup>75</sup>.

In der Schweiz gilt, wie erwähnt, nicht das Prinzip der Satzungsstrenge<sup>76</sup>. Im Gegenteil: Aus dem Grundsatz

trauenkrise, Frankfurt am Main 2003, 115 ff., 193; GERHART HOLZINGER, Die Technik der Rechtsetzung, in: Heinz Schäffer (Hrsg.), Theorie der Rechtsetzung, Wien 1988, 275 ff.; HERMANN HILL, Einführung in die Gesetzgebungslehre, Heidelberg 1982, 666 ff.

<sup>68</sup> BÜHLER (FN 8), N. 29; DERS., Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Recht und Politik, SJZ 106 (2010) 469 ff., 471; vgl. MÜLLER (FN 67), 7; ERNST-HASSO RITTER, Das Recht als Steuerungsmedium im kooperativen Staat, in: Dieter Grimm (Hrsg.), Wachsende Staatsaufgaben – sinkende Steuerungsfähigkeit des Rechts, Baden-Baden 1990, 69 ff., 72 ff.; HILL (FN 67), 666 ff.

<sup>69</sup> BÜHLER (FN 8) N. 28 f.; HELMUTH SCHULZE-FELITZ, Theorie und Praxis parlamentarischer Gesetzgebung, Berlin 1988, 184 ff.; LUZIVUS MADER, Regulierung, Deregulierung, Selbstregulierung: Anmerkungen aus legistischer Sicht, ZSR 123 (2004) 1 ff., 34.

<sup>70</sup> STEFANO LOMBARDO, Regulatory Competition in Company Law in the European Community: Prerequisites and Limits, New York 2002.

<sup>71</sup> BÜHLER (FN 8) N. 30; Altbundesrat HANS-RUDOLF MERZ hielt im Vorwort zu den Richtlinien für Finanzmarktregulierung der Eidgenössischen Finanzverwaltung EFV vom September 2005, 2, fest: «Regulierung schafft Vertrauen und Stabilität».

<sup>72</sup> UWE BLAUROCK, Globalisierte Finanzwirtschaft und die Rolle des Wirtschaftsrechts, BJM (2012) 1 ff., 25.

<sup>73</sup> BÜHLER (FN 8), N. 31 f.; KLÄY (FN 12), 140 f.; MÜLLER (FN 67), 15.

<sup>74</sup> FORSTMOSER/VOGT (FN 7), N. 113; BÜHLER (FN 8), N. 60.

<sup>75</sup> BÜHLER (FN 8) N. 60; vgl. GION GIGER, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, SSHW Bd. 224, Diss Zürich 2003, 65.

<sup>76</sup> Vgl. BAK (FN 9) 1 ff.; CYRIL AESCHLIMANN, Zur Entstehung und Entwicklung der schweizerischen GmbH – Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung der Entwicklungen in den europäischen GmbH-Rechten, Bern 2012, 192; FORSTMOSER (FN 1) 256.

der Gestaltungsfreiheit im Schweizer Aktienrecht kann vielmehr eine *Vermutung zugunsten des dispositiven Aktienrechts* abgeleitet werden<sup>77</sup>. Ausserhalb der dargelegten Bereiche des zwingenden Rechts sind die aktienrechtlichen Bestimmungen somit grundsätzlich als dispositiv zu qualifizieren. So sieht z.B. Art. 716 Abs. 1 OR vor, dass der Verwaltungsrat in allen Angelegenheiten Beschluss fassen kann, die nach Gesetz und Statuten nicht der Generalversammlung zugeteilt sind<sup>78</sup>. Es liegt mithin in der Gestaltungsfreiheit der einzelnen Gesellschaft, ausserhalb des dargelegten zwingenden Kernkompetenzkatalogs seiner Organe eine abschliessende Aufgabenverteilung vorzunehmen. Unterlässt sie dies, so ist im Sinne einer *Auffangkompetenz* der Verwaltungsrat zuständig<sup>79</sup>. Dabei wird auch der Vorteil dispositiver aktienrechtlicher Normen deutlich: sie belassen den Akteuren von Aktiengesellschaften ausreichend Raum, die Gesellschaftsstatuten jeweils auf ihre konkreten Verhältnisse abzustimmen und laufend neuen Gegebenheiten und Entwicklungen anzupassen<sup>80</sup>.

## 2. Opting-Varianten

Einen hybriden Regelungsansatz zwischen dispositivem und zwingendem Recht stellen «Opting»-Varianten<sup>81</sup> dar. Im Schweizer Aktienrecht finden sich im Wesentlichen drei Kategorien von «Opting»-Varianten<sup>82</sup>:

- (i) Nach dem «*Opting-up*»-Ansatz kann das Gesetz bloss die Einhaltung gewisser Mindestgrundsätze fordern, über die hinauszugehen erlaubt ist. So können die Statuten gemäss Art. 727 Abs. 3 OR beispielsweise vorsehen oder die Generalversammlung kann beschliessen, dass die Jahresrechnung ordentlich geprüft wird, wenn das Gesetz keine ordentliche Abschlussprüfung verlangt<sup>83</sup>.
- (ii) Beim «*Opting-out*» ist eine gesetzliche Regelung automatisch anwendbar, soweit sie durch die Gesellschaft – z.B. durch eine Statutenrevision – nicht ganz oder teilweise ausgeschlossen wird. Ein typisches Beispiel findet sich auch hier in den Bestimmungen über die Abschlussprüfung: Gemäss Art. 727a Abs. 2 OR können sich Gesellschaften, die zur eingeschränkten Revision verpflichtet sind,

wenn sie nicht mehr als zehn Vollzeitstellen haben, durch einvernehmlichen Willensakt aller Aktionäre von der Revisionspflicht freistellen. Kommt es zu diesem «*Opting-out*», so entfällt das sonst obligatorische Organ «Revisionsstelle» vollständig<sup>84</sup>.

- (iii) Beim «*Opting-in*» gilt schliesslich ein bestimmter Normenkomplex nur, wenn er durch die Gesellschaft in Kraft gesetzt wird. So lässt sich beispielsweise der Anwendungsbereich der Normen über die Rechte, die mit dem Stimmrecht zusammenhängen, gemäss Art. 656c Abs. 1 OR auf Partizipanten erweitern<sup>85</sup>.

## 3. Delegation an den Verordnungsgeber

Gemäss Art. 164 Abs. 2 BV können sodann Rechtsetzungsbefugnisse durch ein Bundesgesetz übertragen werden, soweit dies nicht durch die Verfassung ausgeschlossen wird. Die Delegationsnorm muss zudem in einem Gesetz enthalten sein und sich auf ein bestimmtes, genau umschriebenes Sachgebiet beschränken. Schliesslich müssen die Grundzüge der delegierten Materie, d.h. die wichtigen Regelungen, im Gesetz selbst enthalten sein<sup>86</sup>. Entscheidend ist die gegenüber dem Gesetz vereinfachte Erlassform: es fehlt insbesondere die Unterstellung unter das Referendum. Dies ermöglicht eine rasche Abänderbarkeit und Anpassung an veränderte Umstände<sup>87</sup>.

Von dieser alternativen Regulierungsmethode hat der Gesetzgeber im Bereich des Aktienrechts allerdings bisher kaum Gebrauch gemacht. Das Schweizer Aktienrecht ist bisher fast ausschliesslich *auf der Gesetzesstufe geregelt*. Sieht man einmal vom Sonderfall der per 1. Januar 2014 – wenn auch nur interimistisch – rechtskräftigen gesetzvertretenden *Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften*<sup>88</sup> ab, hat der staatliche Regulator neben der gerade erst in Kraft getretenen *Verordnung über die anerkannten Standards zur Rechnungslegung*<sup>89</sup> und der *Handelsregisterverordnung*<sup>90</sup>, welche die Offenlegung von Schlüsselinformationen über die Aktiengesellschaft

<sup>77</sup> FORSTMOSER (FN 1) 256; KUNZ (FN 10), 31; VON BÜREN/BÜRGI (FN 10), 7.

<sup>78</sup> MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 395; BÜHLER (FN 10), N. 614; WATTER/ROTH PELLANDA (FN 19), Art. 716 N. 10.

<sup>79</sup> URS BERTSCHINGER, *Zuständigkeit der Generalversammlung – ein unterschätzter Aspekt der Corporate Governance*, in: Schweizer/Burkert/Gasser (Hrsg.), *Festschrift für Jean-Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, Zürich 2002, 399 ff., 312; BÖCKLI (FN 1), § 13 N. 297 f.; WATTER/ROTH PELLANDA (FN 19), Art. 716 N. 1.

<sup>80</sup> MARKUS RUFFNER, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zürich 2000, 319.

<sup>81</sup> KUNZ (FN 10), 32.

<sup>82</sup> BÜHLER (FN 8), N. 61; KUNZ (FN 10), 32; RUFFNER (FN 80), 314.

<sup>83</sup> MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 16 N. 508; WATTER/MAIZAR (FN 23), Art. 727 N. 39 ff.

<sup>84</sup> BÖCKLI (FN 1), § 15 N. 513; WATTER/MAIZAR (FN 23), Art. 727a N. 13 ff.

<sup>85</sup> Vgl. HESS/RAMPINI/SPILLMANN, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), *Basler Kommentar, Obligationenrecht II*, 4. A. Basel 2012, Art. 656c N. 1; KUNZ (FN 10), 32.

<sup>86</sup> Vgl. BGE 128 I 327 E. 4.1.; HÄFELIN/HALLER/KELLER, *Schweizerisches Bundesstaatsrecht*, 8. A. Zürich 2012, N. 1872; TOBIAS JAAG, *Die Verordnung im schweizerischen Recht*, ZBI 112 (2011) 629 ff., 644 f.

<sup>87</sup> HÄFELIN/HALLER/KELLER (FN 86), N. 1851; HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, 4. A. Zürich 2010, N. 151.

<sup>88</sup> Vgl. FN 21.

<sup>89</sup> *Verordnung über die anerkannten Standards zur Rechnungslegung (VASR)* vom 21. November 2012 (SR 221.432).

<sup>90</sup> *Handelsregisterverordnung (HRegV)* vom 17. Oktober 2007 (SR 221.411).

gewährleistet<sup>91</sup>, im Bereich des Aktienrechts bisher weitgehend auf das Instrument der Verordnung verzichtet. Das ist eigentlich erstaunlich, wenn man den hohen Zeitdruck bedenkt, dem wirtschaftsrechtliche Gesetzgebungsprojekte zunehmend ausgesetzt sind. Es ist stets viel Aufwand, Koordination und Sachverstand notwendig, um Gesetze erfolgreich durch das hierfür vorgesehene Verfahren zu schleusen und diese dann stimmig in das komplexe Ganze der bestehenden normativen Landschaft einzufügen. Vermag das gemächliche Tempo des schweizerischen Gesetzgebungsverfahrens mit den Anforderungen eines dynamischen Aktienrechts nicht mehr Schritt zu halten, sind neue regulatorische Modelle in Betracht zu ziehen. Insoweit wäre für bestimmte Bereichen des Aktienrechts in einer Rahmengesetzgebung mit weitgehender Verweisung der Detailregelung an die leicht änderbare Verordnungsstufe nach dem Vorbild der Börsenregulierung<sup>92</sup> möglicherweise eine zeitgemässe regulatorische Alternative zu erblicken<sup>93</sup>. Gerade im Bereich der Vergütungen der Spitzenorgane, wo aktienrechtliche Verhaltensgrundsätze nun sogar auf Verfassungsebene verankert sind<sup>94</sup>, könnte sich der Gesetzgeber im Grunde auf ein Rahmenwerk beschränken, dass durch Detailbestimmungen auf Verordnungsstufe konkretisiert würde. Zu denken ist dabei zum Beispiel an die konkreten Vorgaben zur Offenlegung der einzelnen Vergütungsbestandteile oder zur Ausgestaltung eines Vergütungsreglements.

#### 4. Staatlich gesteuerte Selbstregulierung

Eine weitere Form der Gesetzesdelegation stellt die staatlich gesteuerte Selbstregulierung dar, bei welcher der Gesetzgeber *Privaten* rechtsetzungsähnliche Befugnisse überträgt<sup>95</sup>. Dabei setzt der Staat die Rahmenbedingungen bezüglich Verhaltensanforderungen fest, während

die Umsetzung und Konkretisierung dieser Anforderungen nicht der Exekutive, sondern den von der Regelung selbst betroffenen Privaten – vor allem Wirtschaftsverbänden oder Fachvereinigungen – überlassen wird<sup>96</sup>.

Da die Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen an nichtstaatliche, in der Verfassung nicht verankerte Organisationen einen erheblichen Eingriff in die von der Verfassung vorgesehene Kompetenzordnung im Bereich der Rechtsetzung darstellt, muss sich die Übertragung auf eine Grundlage in einem Erlass der Gesetzesstufe stützen können und sich auf Fragen untergeordneter Natur beschränken. Ausserdem ist es angezeigt, dass allgemeinverbindliche Vorschriften Privater generell einer staatlichen Genehmigung unterstellt werden<sup>97</sup>.

Die Selbstregulierung steht dabei vor allem in Bereichen offen, in denen die Bedeutung der Materie oder die Interessenlage nicht einen demokratischen Gesetzgebungsprozess erfordern<sup>98</sup>. Insbesondere in stark technisch und international ausgerichteten Bereichen, welche Spezialwissen und erhöhte Flexibilität voraussetzen, hat die Selbstregulierung Vorteile<sup>99</sup>. Spezifische Chancen eröffnen sich der Selbstregulierung schliesslich auch dort, wo Märkte territorial nicht mehr abgrenzbar sind und somit nicht mehr allein durch staatliche Normen reguliert werden können. Im Aktienrecht findet sich hierfür ein junges Beispiel: Gemäss Art. 962 Abs. 1 OR müssen Publikumsgesellschaften zusätzlich zur Jahresrechnung nach Obligationenrecht einen Abschluss *nach einem anerkannten Standard zur Rechnungslegung* erstellen. Gemäss der einschlägigen Verordnung wird dabei unter anderem auf die Schweizerischen Fachempfehlungen für Rechnungslegung sowie auf international anerkannte Standards, wie die IFRS und die US GAAP, verwiesen, die von nichtstaatlichen Organisationen verfasst und periodisch angepasst werden<sup>100</sup>.

#### 5. Gestaltungsfreiheit

Eine *Alternative* zu zwingendem Recht bleibt schliesslich die weitgehende *Gestaltungsfreiheit*, wie sie etwa im Unternehmensrecht des Staates Delaware in den USA vorzufinden ist<sup>101</sup>. Dieses enthält nur wenige zwingende Vorgaben für die Satzung – so etwa die Vorschrift,

<sup>91</sup> Vgl. Art 1 HRegV; BÖCKLI (FN 19), § 1 N. 533; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 6 N. 9; NICHOLAS TURIN, in: Siffert/Turin (Hrsg.), Handelsregisterverordnung (HRegV) – Handkommentar, Art. 1 N. 13 f.

<sup>92</sup> Vgl. Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV), SR 954.11.

<sup>93</sup> BÜHLER (FN 8), N. 786; so auch bereits PETER V. KUNZ, Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung, in: Kramer/Nobel/Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Bockli, Zürich 2006, 471 ff., 494; DERS., Zehn bemerkenswerte Auffälligkeiten bei den Revisionen der letzten Jahre im schweizerischen Gesellschaftsrecht, SJZ 104 (2008) 557 ff., 567; PETER FORSTMOSER, Im Huckepackverfahren und auf der Überholspur, Zwei fragwürdige «Novitäten» schweizerischer Gesetzgebung, NZZ Nr. 44 vom 22. Februar 2007, 27.

<sup>94</sup> Vgl. Botschaft des Bundesrats zur Volksinitiative «Gegen die Abzockerei» und zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 5. Dezember 2008, BBl 2008, 299 ff., 309 f.; GLANZMANN (FN 26), 1 f.; VOGT/BASCHUNG (FN 26), 5 f.

<sup>95</sup> Vgl. GIGER (FN 75), 59; ARNOLD MARTI, Selbstregulierung anstelle staatlicher Gesetzgebung?, ZBI 101 (2000) 561, 568; WATTER/DUBS, Bedeutung und Zukunft der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, ST 79 (2005) 743 ff., 744.; KUNZ (FN 95), 565 f. sowie eingehend BÜHLER (FN 8), N. 125 f. und 158 ff.; DERS. (FN 70), 475.

<sup>96</sup> BÜHLER (FN 8), N. 158; HÄFELIN/HALLER/KELLER (FN 86), N. 1889.

<sup>97</sup> HÄFELIN/HALLER/KELLER (FN 86), N. 1890.

<sup>98</sup> KLÄY (FN 12), 140 f.; HEINRICH KOLLER, Die Selbstregulierung im neuen Rechnungslegungs- und Revisionsrecht, ST 73 (1999), 427 ff.

<sup>99</sup> BÜHLER (FN 8), 67; HUGO RENZ, Selbstregulierung im schweizerischen Bankwesen – ein Erfolgsrezept?, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 129 ff., 140; WATTER/DUBS (FN 95), 748.

<sup>100</sup> Vgl. BÖCKLI (FN 1), § 8 N. 42, 56; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 8 N. 114.

<sup>101</sup> Vgl. Delaware General Corporation Law, Titel 8, Kapitel 1 Delaware Code.

wonach das Unternehmen eine Rechtsperson sein muss. Damit kann die Satzung auf die individuellen Bedürfnisse eines bestimmten Unternehmens zugeschnitten werden. Die sich dadurch eröffnende opportunistische Handlungsfreiheit für Manager und Mehrheitsaktionäre wird durch die «fiduciary duties» der Organe wieder eingeschränkt. Diese stehen gegenüber den Aktionären in der Verantwortung, wenn es durch eine Verletzung ihrer Treue- und Sorgfaltspflicht gegenüber dem Unternehmen zu Schäden kommt. Das Instrument der «class action» sorgt dabei für eine effektive Durchsetzung dieser Ansprüche<sup>102</sup>.

In der Schweiz wäre die *vollständige Deregulierung* des Aktienrechts aus den dargelegten Gründen freilich keine Option. Verlässliche Signale des Gesetzgebers sind eine unentbehrliche Voraussetzung für das Funktionieren der Aktiengesellschaften und ihr Marktumfeld geworden.

## V. Schlussfolgerungen

Das Schweizer Aktienrecht ist nach wie vor vom Leitgedanken der *Gestaltungsfreiheit* geprägt. Mit der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» ist indessen zuletzt deutlich geworden, dass zentrale Anliegen des Aktienrechts auch weiterhin Gegenstand des *zwingenden Rechts* sein sollen. Geht es darum, die Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen im Unternehmen sowie *öffentliche Interessen* autoritativ gegeneinander abzuwägen, so kann diese Aufgabe aus Gründen der *demokratischen Legitimation* nur dem Gesetzgeber zukommen. Staatliches Recht kann auch aufgrund des damit verbundenen *Rechtswangs* erforderlich sein. Bei der Regulierung ist zudem die *Kohärenz des Gesellschaftsrechts* zu wahren.

Ausserhalb dieser Bereiche ist stets danach zu fragen, ob überhaupt ein *öffentliches Interesse an einem staatlichen Zwang* und damit ein *Regelungsbedarf* besteht. Wird dies verneint oder bestehen Zweifel, so ist die Gestaltungsfreiheit zu wahren. Es geht dabei nicht nur um die Wahrung eines Standortvorteils für die Schweiz, sondern vor allem darum, dass die Aktiengesellschaft für viele verschiedene Zwecke und in unterschiedlichen tatsächlichen Konfigurationen als rechtliche Trägerin dienen muss, und dass das dynamische Marktumfeld, in dem sich die Aktiengesellschaften bewegen, Flexibilität und eine möglichst grosse Anpassungsfähigkeit erfordert<sup>103</sup>. Gerade in Bezug auf die neuen Vergütungsregeln<sup>104</sup>, welche nun eine starke Zunahme des Anteils zwingender Normen im Aktienrecht bringen, stellt sich die Frage,

ob diese Regulierungsleitlinie eingehalten wurde. Diese Reform schränkt bei genauer Betrachtung nämlich nicht nur die Entscheidungsfreiheit der Leitungsorgane im Vergütungsbereich erheblich ein, sondern auch diejenige der Aktionäre. Verschiedene zwingende Bestimmungen werden mithin auch zum Schutz der Aktionäre vor sich selbst eingesetzt, was im Grunde ziemlich undemokratisch ist<sup>105</sup>. Das Aktienrecht wird hier auch in Bereichen mit zwingenden Bestimmungen beladen, in denen dispositives Recht ausgereicht hätte.

Der Staat ist gefordert, die für das Gedeihen der Wirtschaft notwendige Freiheit mit den legitimen Schutzinteressen der Aktionäre sowie anderer Stakeholder und der Öffentlichkeit abzuwägen. Er sollte sich dabei nicht in den unternehmerischen Entscheidungsprozess einschalten, sondern nur sicherstellen, dass die «checks and balances» im Unternehmen gewährleistet sind. Der Staat hat jedes Interesse daran, dass die Unternehmen prosperieren, und er muss ihnen die Freiheit überlassen, jene Strukturen zu entwickeln, die sie zur Entfaltung einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit für richtig erachten<sup>106</sup>. Die zentrale Herausforderung besteht darin, das richtige Mass an zwingendem Recht und Freiheit zu finden. Bei Reformen ist stets auch die Chance ergreifen, sinnvolle *alternative Gestaltungsinstrumente* zu nutzen. Angesichts des hohen Zeitdrucks, dem Gesetzgebungsprozesse im Bereich des Aktienrechts zunehmend ausgesetzt sind, ist dabei im regulatorischen Modell, in dem zwingende Rahmengesetzgebung mit *dispositiven Normen, Verordnungen oder Selbstregulierungen* kombiniert wird, durchaus ein zeitgemässer Ansatz zu erblicken. Solche alternativen Regelungsmodelle sind vor allem in Bereichen angezeigt, in denen ein Bedürfnis nach möglichst weitgehender Gestaltungsfreiheit sowie nach praxisnahen und international anerkannten Lösungen besteht. Dies trifft insbesondere auf die institutionelle Umsetzung des Gewaltenteilungsprinzips innerhalb der zwingend vorgegeben Grundstrukturen der Aktiengesellschaft zu. Gesetz, Verordnung und Selbstregulierungen können sich hier zu einer demokratisch legitimierten und zugleich marktnahen und flexiblen Ordnung ergänzen<sup>107</sup>.

<sup>102</sup> SCHÄFER/OTT (FN 63), 649.

<sup>103</sup> BÖCKLI (FN 2), 9; DERS. (FN 1), § 1 N. 33; FORSTMOSER (FN 1), 256; BÜHLER (FN 68), 477.

<sup>104</sup> Art. 95 Abs. 3 BV und Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013.

<sup>105</sup> In diesem Sinne auch bereits PETER FORSTMOSER, Stärkung der Aktionärsdemokratie – aber wie?, NZZ Nr. 173 vom 29. Juli 2010, 26.

<sup>106</sup> BÜHLER (FN 68), 478; vgl. auch MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 11), § 10 N. 177 ff.

<sup>107</sup> BÜHLER (FN 1), 244.