

# Vom Aktionärsausschuss zur Organisationsfreiheit

DANIEL M. HÄUSERMANN\*

Schlagworte: Aktienrecht, Corporate Governance, Publikumsgesellschaft, Aktionärsausschuss, Verwaltungsrat, Organisationsfreiheit

## A. Einführung

Mehrere Autoren haben sich jüngst für die Bildung von Aktionärsausschüssen ausgesprochen, welche als Bindeglied zwischen Unternehmensspitze und Aktionariat fungieren sollen. In diesem Artikel begründe ich, warum ich es für unwahrscheinlich halte, dass der Aktionärsausschuss anderen Corporate-Governance-Mechanismen überlegen ist.<sup>1</sup> Dies ist jedoch kein Grund, Aktionärsausschüsse zu verbieten. Vielmehr sollten die Aktiengesellschaften ihre Spitzenverfassung deutlich freier organisieren dürfen, als es das Gesetz bisher erlaubt.

In der NZZ vom 27. Januar 2011 forderten FORSTMOSER, HOSTETTLER und VOGT den Gesetzgeber auf, es den Schweizer Aktiengesellschaften zu ermöglichen, via Statutenänderung Aktionärsausschüsse zu bilden.<sup>2</sup> Ein Aktionärs-

---

\* Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M. (Harvard), Scholar in Residence an der University of Virginia School of Law und Visiting Researcher an der Harvard Law School, dhausermann@post.harvard.edu. Der Artikel basiert auf meinem Arbeitspapier «Shareholder Committees in the United States and Switzerland: Blind Alley or Vital Branch in the Evolution of Corporate Governance?», University of St. Gallen Law & Economics Working Paper No. 2011-07 (April 25, 2011), abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1850566>. Ich danke Prof. Dr. Urs Bertschinger, Prof. Dr. Jean Nicolas Druey und Prof. Reinier Kraakman für wertvolle Anregungen zu früheren Versionen des Manuskripts bzw. des Arbeitspapiers, Herrn Jan Gerlach, M.A. HSG, für Unterstützung bei den Recherchen und meiner Frau, Dr. Claudia F. Brühwiler Häusermann, für die Durchsicht des Manuskripts. Für den Inhalt des Artikels bin alleine ich verantwortlich.

1 Ich beschränke meine Ausführungen auf Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat. Eine andere Frage ist, ob ein Aktionärsausschuss auch als Instrument des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes in Betracht kommt. Dazu PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 6 N 75–79.

2 Dazu und zum Folgenden PETER FORSTMOSER/STEPHAN HOSTETTLER/HANS-UELI VOGT, Aktionärsausschüsse als mögliche Neuerung in der AG, NZZ, 27. Januar 2011, S. 31; HANS-UELI VOGT, Aktionärsdemokratie, Zürich/St. Gallen 2012 (im Erscheinen), S. 81–95. Siehe auch STEPHAN HOSTETTLER, Das vierte Organ, Finanz und Wirtschaft, 14. März 2009, S. 1, abrufbar

ausschuss soll den Aktionären mehr Einfluss auf wichtige oder konfliktträchtige Entscheidungen der Unternehmensspitze geben und es dem Verwaltungsrat erleichtern, die Aktionäre in wichtigen Fragen zu konsultieren. Davon versprechen sich die Autoren auch bessere Verwaltungsratsentscheide. Ein Aktionärsausschuss soll nach dem Willen der Autoren dem Verwaltungsrat Anträge stellen und allenfalls Empfehlungen zuhanden der Generalversammlung abgeben können, aber keine Entscheidungskompetenzen haben.<sup>3</sup>

CHENAUX geht in einem wenig später erschienenen Aufsatz noch weiter, indem er den Schweizer Publikumsgesellschaften die Bildung von Aktionärsausschüssen vorschreiben möchte.<sup>4</sup> Er macht dazu einen detaillierten Vorschlag zur gesetzlichen Ausgestaltung des neuen Organs.<sup>5</sup> Für ihn soll ein Aktionärsausschuss nicht nur die Kommunikation zwischen Aktionariat und Unternehmensspitze verbessern, sondern vor allem den Aktionären als Plattform für die Lancierung von Abstimmungskampagnen an der Generalversammlung dienen.<sup>6</sup>

In der Schweiz äusserte bereits vor einigen Jahren BOHRER Bedenken gegen Aktionärsausschüsse.<sup>7</sup> Ebenfalls eine skeptische Haltung gegenüber der Idee nahm jüngst LUKAS MÜLLER ein.<sup>8</sup> Wie zu zeigen sein wird, sind die Einwände dieser Autoren berechtigt, aber bloss die Spitze des Eisbergs.

Die Idee des Aktionärsausschusses stammt aus den USA und ist dort gescheitert. Wie ich in Abschnitt B erläutere, hatten Aktionärsausschüsse um 1990 eine kurze Blütezeit, als institutionelle Anleger mehr Einfluss auf die Corporate Governance verlangten. Grossaktionäre entdeckten damals Aktionärsausschüsse als Druckmittel, um Veränderungen in der Corporate Governance zu erreichen – und dies nicht ohne Erfolg. Am Ende konnte sich die Idee aber nicht durchsetzen und wurde schon nach wenigen Jahren zugunsten einer grösseren Unabhängigkeit des Board of Directors aufgegeben.

---

unter <http://bit.ly/vcZbXq>; PETER FORSTMOSER, Die «grosse» Aktienrechtsreform: Übersicht und Gesamtwürdigung, in: Rolf Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich 2010, S. 1 ff., S. 50 ff.; PETER FORSTMOSER, Stärkung der Aktionärsdemokratie – aber wie?, NZZ, 29. Juli 2010, S. 26.

3 ROLAND MÜLLER scheint dagegen der Auffassung zu sein, dass Aktionärsausschüsse mit Entscheidungskompetenzen aus der Domäne des Verwaltungsrates schon nach geltendem Recht zulässig sind: Er empfiehlt den Gesellschaften eine Statutenbestimmung, wonach die GV einen Aktionärsausschuss zur Festlegung der Vergütung des Verwaltungsrats und allenfalls der Geschäftsleitung bilden kann. Siehe ROLAND MÜLLER, Der Verwaltungsrat als Arbeitnehmer, Zürich 2005, S. 514. Umgekehrt hält TANNER fest, Aktionärsausschüsse könnten nach geltendem Recht keine Funktionen der Generalversammlung wahrnehmen. ZK-TANNER, Art. 698b–c OR N 89.

4 JEAN-LUC CHENAUX, Les comités d'actionnaires, GesKR 2011, S. 135–154, S. 150.

5 Siehe CHENAUX (Fn. 4), S. 150–153.

6 CHENAUX (Fn. 4), S. 153.

7 ANDREAS BOHRER, Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, Zurich 2005, Rn. 146–149, bezugnehmend auf EDWARD B. ROCK, The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 Georgetown Law Journal 445, 490–492 (1991).

8 LUKAS MÜLLER, Regulation of Say on Pay: Engineering Incentives for Executives and Directors, SZW 2011, S. 167–183, S. 173 f.

Abschnitt C zeigt, dass Aktionärsausschüsse ganz unterschiedlich ausgestaltet werden können. Das Spektrum der Möglichkeiten reicht dabei von einer Art Aktionärs-Fokusgruppe bis zu einem eigentlichen Schatten-Verwaltungsrat, der über bedeutende Aufsichtsfunktionen und Entscheidungskompetenzen verfügt. Unabhängig von der konkreten Ausgestaltung dürfte es sich jedoch für die Aktionäre kaum lohnen, einen Aktionärsausschuss einzusetzen.

In Abschnitt D begründe ich, warum ein Aktionärsausschuss weder das Problem kollektiven Handelns der Aktionäre mildern noch die Agenturkosten der Unternehmensspitze markant senken kann. Auch informationell dürfte ein Aktionärsausschuss kaum Vorteile bieten. Die Kosten eines Aktionärsausschusses dürften zwar vergleichsweise gering sein; der bescheidene Nutzen dürfte die Kosten jedoch in den wenigsten Fällen wettmachen.

In Abschnitt E leite ich aus dem Vorangehenden rechtspolitische Schlussfolgerungen ab. Die Diskussion um Aktionärsausschüsse wirft ein Schlaglicht auf ein rechtspolitisches Problem, welches nicht die Beachtung erhält, die es verdient. Es handelt sich um die Frage, wieviel Spielraum die Aktiengesellschaften bei der Gestaltung ihrer Spitzenverfassung haben sollen. Das heutige, starre gesetzliche Konzept mit dem Verwaltungsrat als einzigem Aufsichts- und Leitungsorgan, das gegenüber der Generalversammlung verantwortlich ist, verunmöglicht es den Gesellschaften, alternative Modelle der Spitzenorganisation einzuführen. Selbst Aktionärsausschüsse können nur in engen Grenzen geschaffen werden. Diese paternalistische Beschränkung der Organisationsfreiheit ist nicht gerechtfertigt. Die Aktiengesellschaften sollten in ihren Statuten die Aufsichts- und Exekutivfunktionen des Verwaltungsrates verschiedenen, von der Generalversammlung gewählten Organen zuweisen und die Organisation dieser Organe frei regeln können. Das heutige, zwingende Modell mit einem allverantwortlichen Verwaltungsrat soll dabei als dispositives Recht weitergelten.

## B. Eine Idee aus den USA

Der Aktionärsausschuss wurde soweit ersichtlich in den Vereinigten Staaten erfunden. Erste Vorläufer sind aus der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts bekannt, als die Aktionäre Ausschüsse bildeten, um Aufgaben ähnlich jenen des Sonderprüfers oder eines Liquidators zu übernehmen.<sup>9</sup> Gut hundert Jahre später

---

9 Siehe JAMES C. AYER, *Some of the Uses and Abuses in the Management of Our Manufacturing Corporations*, Lowell, MA, 1863, S. 5–13, der schildert, wie die Aktionäre mehrerer Industrieunternehmen in Neuengland Untersuchungsausschüsse einsetzten, welche Insichgeschäfte der Unternehmensspitze und andere Misstände untersuchen sollten. Deren Bemühungen waren allerdings nicht immer erfolgreich. Siehe auch ROCK (Fn. 7), S. 491, der einen Gerichtsfall vom Ende des 19. Jahrhunderts zitiert, in dem die Liquidation einer Gesellschaft einem Aktionärsausschuss übertragen wurde. Ferner ist zu erwähnen, dass die Musterstatuten im Anhang zum eng-

wurde mit dem Bankruptcy Reform Act von 1978 die berühmte Chapter-11-Reorganisation eingeführt, bei welcher das Konkursgericht die Einsetzung eines Ausschusses der sieben grössten Eigenkapitalgeber anordnen kann.<sup>10</sup>

Die eigentliche Idee, Aktionärsausschüsse als Bindeglied zwischen Management und Aktionariat einzusetzen, stammt aus der Mitte der Achtziger Jahre, der grossen Zeit der fremdfinanzierten feindlichen Übernahmen durch Financiers wie Carl Icahn, Michael Milken, T. Boone Pickens oder die Gebrüder Rales.<sup>11</sup> Zu jener Zeit hielten institutionelle Anleger bereits mehr als die Hälfte des an US-Börsen gehandelten Aktienkapitals.<sup>12</sup> Inspiriert vom Ausschuss der Eigenkapitalgeber nach Chapter 11 begannen institutionelle Investoren, aber auch einzelne Kleinanleger, an Aktionärsversammlungen die Einsetzung von Aktionärsausschüssen zu verlangen.<sup>13</sup> Die Idee war bereits 1990 auf dem Höhepunkt ihrer Beliebtheit, welcher aber – so ein Kommentator – nicht eben hoch war.<sup>14</sup> In jenem Jahr stellte die für ihren Aktivismus bekannte Pensionskasse des kalifornischen Staatspersonals, Calpers, in mehreren grossen Publikumsgesellschaften den Antrag, beratende Aktionärsausschüsse (*shareholders' advisory committees*) zu bilden.<sup>15</sup> Ein typischer Antrag sah einen neunköpfigen Ausschuss vor, der dem Board of Directors beratend zur Seite stehen und die Kommunikation zwischen dem Board und den grössten Aktionären erleichtern sollte.<sup>16</sup> Im selben Jahr setzte der Financier Carl Icahn ein «Shareholders Enhancement Committee» für den Stahlkonzern USX ein.<sup>17</sup> Icahn, der 13% von USX hielt, finanzierte den Ausschuss aus eigenen Mitteln und beauftragte ihn, die Geschäftsstrategie

---

lischen Companies Act 1862 (25 & 26 Vict. c. 89) ein von den Aktionären gewähltes Audit Committee vorsahen. Siehe SHANN TURNBULL, *How US and UK Auditing Practices Became Muddled to Muddle Corporate Governance Principles*, Working Paper, Revised May 12, 2005, S. 8, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=608241>.

10 11 U.S. Code § 1102(a) und (b)(2). Der Ausschuss hat die Aufgabe, den Aktionären Zugang zu Informationen zu verschaffen und Stellungnahmen von ihnen einzuholen. Siehe 11 U.S. Code § 1102(b)(3).

11 Eine Geschichte der Übernahmewelle der Achtziger Jahre und ihrer Akteure schrieb ROY C. SMITH, *The Money Wars*, Washington, DC, 1990.

12 1985 hielten institutionelle Anleger 55% des an US-Börsen gehandelten Aktienkapitals. Siehe JEFFREY N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 *Stanford Law Review* 1465, 1568 (2007).

13 Siehe die Übersichten bei ROCK (Fn. 7), S. 490–492, und JAYNE W. BARNARD, *Institutional Investors and the New Corporate Governance*, 69 *North Carolina Law Review* 1135, 1145 (1991), je m.w.H.

14 Siehe MICHAEL USEEM, *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, New York 1996, S. 227.

15 Für Details siehe BARNARD (Fn. 13), S. 1144–1147.

16 RICHARD H. KOPPEL/KAYLA J. GILLAN, *The Shareholder Advisory Committee, Directors & Boards*, Spring 1991, S. 29 ff., S. 31–32. Die Autoren waren damals für Calpers tätig. Für weitere Hinweise siehe BARNARD (Fn. 13), S. 1139.

17 Dazu und zum Folgenden JOHN POUND, *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, 68 *New York University Law Review* 1003, 1053–1054 (1993); *s.n.*, Icahn Picks Panel to Keep an Eye on USX Board, *Los Angeles Times*, Nov. 15, 1990, abrufbar unter <http://lat.ms/s91Yjg>.

von USX zu analysieren. Gleichzeitig drohte er, die Ausschussmitglieder für einen Sitz im Board zu nominieren, falls USX keinen Restrukturierungsplan aufstellen und die Corporate Governance nicht verbessern würde. Während der nächsten zwei Jahre machten Calpers und andere aktive Aktionäre weiterhin Schlagzeilen mit der Forderung nach Aktionärsausschüssen.<sup>18</sup>

Die Anträge auf Einsetzung eines Aktionärsausschusses fanden an den Aktionärsversammlungen keine Mehrheiten.<sup>19</sup> Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens lehnte das Management Aktionärsausschüsse generell ab.<sup>20</sup> Zweitens kamen die Anträge meist von öffentlichen Pensionskassen. Diese sind in der Regel sehr aktive Aktionäre, doch werden ihnen neben finanziellen auch politische Motive nachgesagt, weil die Pensionskassenleitung oft politisch besetzt ist und der Demokratischen Partei und den Gewerkschaften nahe steht.<sup>21</sup> Drittens nahmen die Pensionskassen nur jene Gesellschaften ins Visier, von denen sie glaubten, sie würden schlecht geführt.<sup>22</sup> Hätte das Management die betreffenden Anträge unterstützt, wäre dies einem Eingeständnis der behaupteten Probleme gleichgekommen. Viertens wurden Aktionärsausschüsse oft als Druckmittel eingesetzt, um dem Management in anderen Bereichen Konzessionen abzurufen. Bei Carl Icahns Versuch, USX zu einem Strategiewechsel zu bewegen, war diese Taktik offensichtlich.<sup>23</sup> Doch auch Calpers zog seine Anträge jeweils zurück, wenn die Gesellschaft auf andere Forderungen im Bereich der Corporate Governance einging.<sup>24</sup> In einem Fall, beim Luftfahrtkonzern Lockheed, verhielt es sich dagegen umgekehrt: Das Management stimmte der Einsetzung eines beratenden Aktionärsausschusses zu und sicherte sich damit die Zusicherung von Calpers, das Management bei der Abwehr einer feindlichen Übernahme zu unterstützen.<sup>25</sup>

18 Vgl. RICHARD W. STEVENSON, *Huge Fund Turns Up Proxy Heat*, New York Times, Mar. 21, 1992, S. D1; Siehe daneben HENRY LESSER, *Shareholder Bylaw Amendment Proposals Under the Proxy Rules: The Impact of the Exxon Letter*, Corporate Governance Advisor, Oct./Nov. 1992, S. 1 ff., S. 11.

19 Nach Angabe von USEEM erhielten die meisten entsprechenden Anträge weniger als 20% der Aktienstimmen, USEEM (Fn. 14), S. 227. ROCK erwähnt zwei Fälle, in denen ein Antrag etwas mehr als 40% der Stimmen erhielt. ROCK (Fn. 7), S. 491.

20 Beispielsweise ergab eine Umfrage der American Society of Corporate Secretaries, dass 80% der mehr als 800 befragten Corporate Secretaries die Schaffung von Aktionärsausschüssen ablehnte. The IRRC Monitor: Board Practices Survey, Corporate Governance Advisor, May/June 1996, S. 25 ff., S. 25–26, zitiert in JOHN C. COFFEE, JR., *The Folklore of Investor Capitalism*, 95 Michigan Law Review 1970, 1980 (1997).

21 Eine etwas zugespitzte Übersicht über diese Probleme ist zu finden bei JOSEPH GRUNDFEST, *The SEC's Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law*, 65 Business Lawyer 361, 378–383 (2010).

22 USEEM (Fn. 14), S. 227.

23 Siehe vorne bei Fn. 17.

24 Siehe den Bericht bei BARNARD (Fn. 13), S. 1146.

25 Siehe den Bericht von BEVIS LONGSTRETH, *The Fourth Abraham L. Pomerantz [sc. Lecture]: Tensions Between Institutional Owners and Corporate Managers: An International Perspective: Reflections on the State of Corporate Governance*, 57 Brooklyn Law Review 113, 114 (1991).

Als sich Aktionärsausschüsse auf dem Höhepunkt ihrer Beliebtheit befanden, begann sich auch die amerikanische Lehre mit ihnen zu befassen.<sup>26</sup> Die entsprechenden Stellungnahmen reihten sich ein in die damals intensive Debatte über die Rolle institutioneller Anleger in der Corporate Governance.<sup>27</sup> Die meisten Autoren waren den Aktionärsausschüssen gegenüber skeptisch eingestellt. Eine verbreitete Kritik lautete, Aktionärsausschüsse würden ein Schatten-Board schaffen, welches alle Schwächen des richtigen Board aufweise, im Gegensatz zu diesem aber keinerlei Macht besäße.<sup>28</sup> Die Idee, einem Aktionärsausschuss Aufsichtsaufgaben mit entsprechenden Kompetenzen zu übertragen, wurde überwiegend abgelehnt.<sup>29</sup> Etwas mehr Gnade fand eine beratende Funktion von Aktionärsausschüssen, weil sich dadurch die Aktionäre beim Board besser Gehör verschaffen könnten.<sup>30</sup> Manche Autoren hielten es jedoch für sinnvoller, wenn institutionelle Investoren direkt im Board Einsitz nähmen.<sup>31</sup>

Nach 1992 verlangten nur noch wenige Investoren die Einsetzung von Aktionärsausschüssen.<sup>32</sup> Die Kritik aus der Lehre trug möglicherweise zum Niedergang der Idee bei. Auch eine Rolle dürfte gespielt haben, dass die Securities

26 Siehe RONALD J. GILSON/REINIER KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 *Stanford Law Review* 863, 871–872 (1991); ROCK (Fn. 7), S. 490–504; BARNARD (Fn. 13), *passim*; JOHN H. MATHESON/BRENT A. OLSON, *Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance*, 76 *Minnesota Law Review* 1313, 1365–1368 (1992).

27 Siehe stellvertretend ROCK (Fn. 7), *passim*, mit dem Befund, institutionelle Investoren hätten keine Anreize, die Gesellschaften in ihrem Portfolio zu überwachen; GILSON/KRAAKMAN (Fn. 26), *passim*, welche die Schaffung eines Pools von Fachleuten anregen, aus welchem institutionelle Investoren Kandidaten für das Board ihrer Portfoliogesellschaften rekrutieren können; JOHN C. COFFEE, *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 *Columbia Law Review* 1276 (1991), welcher institutionellen Investoren durch Regulierung Anreize setzen möchte, ihre Portfoliogesellschaften zu überwachen; BERNARD S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 *UCLA Law Review* 811 (1992), der verschiedene Massnahmen vorschlägt, um die Überwachung durch institutionelle Investoren zu erleichtern.

28 GILSON/KRAAKMAN (Fn. 26), S. 872; zustimmend ROCK (Fn. 7), S. 498. Ähnlich BARNARD (Fn. 13), S. 1168, und BLACK (Fn. 27), S. 844 Fn. 90, die stattdessen den Einsitz von Vertretern institutioneller Anleger im Board befürworten.

29 Siehe die Nachweise soeben in Fn. 28. Immerhin hält ROCK einen Aktionärsausschuss, der über Geschäfte wie einen Verkauf der Gesellschaft oder die Einreichung von Verantwortlichkeitsklagen entscheidet, für eine willkommene Innovation. ROCK (Fn. 7), S. 501–503. Auch ROCK bezweifelt freilich, dass Aktionärsausschüsse die Corporate Governance deutlich verbessern könnten. A.a.O., S. 506.

30 Siehe ROCK (Fn. 7), S. 501. Dagegen aber GILSON/KRAAKMAN (Fn. 26), S. 872, mit dem Argument, beratende Aktionärsausschüsse würden lediglich bestehende Kontakte zwischen der Unternehmensspitze und Aktionären formalisieren.

31 BARNARD (Fn. 13), S. 1168; BLACK (Fn. 27), S. 844 Fn. 90.

32 Zum Beispiel beantragte ein Kleinaktionär von Texaco 1997 erfolglos die Einsetzung eines Aktionärsausschusses. Siehe im Detail JAMES McCONVILL/MIRKO BAGARIC, *Towards Mandatory Shareholder Committees in Australian Companies*, 28 *Melbourne University Law Review* 125, 150–151 (2004).

und Exchange Commission (SEC) es im Jahr 1992 den institutionellen Anlegern erleichterte, ihr Abstimmungsverhalten mit anderen Aktionären abzustimmen.<sup>33</sup> Dies ermöglichte es unzufriedenen Aktionären, mit einer sogenannten «just vote no campaign» ein Protestvotum bei der Wiederwahl des Board anzukündigen, um Änderungen in der Corporate Governance durchzusetzen.<sup>34</sup> Durch diese heute noch beliebte Taktik mag das Druckmittel des Aktionärsausschusses überflüssig geworden sein. Was auch immer die Ursachen für den Niedergang gewesen sein mögen: Die Entwicklung der Corporate Governance ging jedenfalls in eine andere Richtung, nämlich hin zu einer grösseren Unabhängigkeit des Board of Directors. Während 1985 noch 39% aller Direktoren unabhängig waren, waren es 1990 schon 60% und im Jahr 2000 bereits 67%.<sup>35</sup>

Der Trend hin zum unabhängigen Board wurde kurz nach der Jahrtausendwende, nach den Skandalen um Enron, Worldcom und andere,<sup>36</sup> von den Regulatoren zementiert. Seit 2002 muss nach den Kotierungsreglementen der US-Aktienbörsen eine Mehrheit der Direktoren unabhängig sein.<sup>37</sup> Der Sarbanes-Oxley Act von 2002 und die Kotierungsreglemente schreiben zudem vor, dass sich die drei Board-Ausschüsse (Audit, Compensation und Nominating Committee) ausschliesslich aus unabhängigen Direktoren zusammensetzen.<sup>38</sup> Der «Triumph des unabhängigen Board»<sup>39</sup> (GORDON) war aber nur von kurzer Dauer, denn schon vor diesen Reformen fanden empirische Studien keinen Zusammenhang zwischen der Unabhängigkeit des Board und dem Unternehmenswert.<sup>40</sup>

Aktionärsausschüsse sind auch aus anderen Ländern bekannt. In Frankreich verfügen 19 der CAC 40-Gesellschaften sowie fünf weitere Publikumsgesellschaften über ein *comité consultatif des actionnaires*.<sup>41</sup> Es handelt sich dabei

33 Siehe SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Regulation of Communications Among Shareholders, Release No. 34–31326, 52 S.E.C. Docket 2028, Release No. IC-19031 (1992).

34 Als Erfinder der «just vote no campaign» gilt JOSEPH A. GRUNDFEST, Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates, 45 Stanford Law Review 857 (1993).

35 Siehe die Tabelle bei GORDON (Fn. 12), S. 1565.

36 Eine Übersicht bietet DYLAN MCCLAINE, Corporate Scandals: A User's Guide, New York Times, May 11, 2003, § 3, S. 1.

37 Siehe z.B. NYSE, Listed Company Manual, § 303A.01 (2011), abrufbar unter <http://nysemanual.nyse.com/lcm/>. Die Kotierungsreglemente der Aktienbörsen wurden zeitgleich mit dem Erlass des Sarbanes-Oxley Act von 2002 (Pub. L. 107–204) revidiert.

38 Siehe § 301 des Sarbanes-Oxley Act, 15 U.S. Code 78j-1(m)(3)(a) betreffend Audit Committee. Stellvertretend für die Börsen siehe NYSE, Listed Company Manual (Fn. 37), §§ 303A.04–05 betreffend Compensation und Nominating Committee. Siehe auch die Übersicht bei ROBERT CHARLES CLARK, Corporate Governance Change in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too, 22 Georgia State University Law Review 251, 267–272 (2005).

39 GORDON (Fn. 12), S. 1526.

40 Siehe SANJAI BHAGAT & BERNARD BLACK, The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance, 27 Journal of Corporation Law 231 (2002) m.w.H.

41 Siehe die Tabelle in CÉCILE LE COZ, Des comités consultatifs pour une meilleure écoute des actionnaires, *investir.fr*, 11.3.2010, abrufbar unter <http://bit.ly/vSxjx>.

um vom Management ausgewählte, relativ grosse Ausschüsse von Kleinaktionären, welche hauptsächlich die Kommunikation der Unternehmensspitze mit dem Aktionariat evaluieren sollen.<sup>42</sup> Weder das französische Aktienrecht<sup>43</sup> noch die einschlägigen Corporate-Governance-Kodizes<sup>44</sup> enthalten Bestimmungen zu solchen Ausschüssen. Im Vereinigten Königreich wurde 2009 im House of Commons ein Gesetzesentwurf eingebracht, welcher den Publikums-gesellschaften die Bildung von Aktionärsausschüssen vorschreiben wollte.<sup>45</sup> Der Entwurf wurde allerdings vor der zweiten Lesung zurückgezogen.<sup>46</sup> Daneben haben im vergangenen Jahrzehnt vereinzelte deutsche Unternehmen mit Aktionärsbeiräten experimentiert.<sup>47</sup> Die Idee des Aktionärsausschusses wurde ferner von der australischen Lehre aufgegriffen.<sup>48</sup>

In den USA ist die Idee derweil praktisch tot. Bezeichnenderweise werden Aktionärsausschüsse im einflussreichen Praxishandbuch von MONKS und MINOW zur Corporate Governance nicht einmal erwähnt,<sup>49</sup> obschon der eine Mitautor anfangs der Neunziger Jahre noch selbst einen entsprechenden Antrag gestellt hatte.<sup>50</sup>

Der Aktionärsausschuss als institutionelle Innovation konnte sich also am amerikanischen Markt für Corporate Governance nicht durchsetzen. Dies lässt vermuten, dass andere Corporate-Governance-Mechanismen dem Aktionärsausschuss überlegen sind.

### C. Gestaltungsmöglichkeiten von Aktionärsausschüssen

Zur besseren Übersicht und zur Vorbereitung der Kosten-Nutzen-Analyse in Abschnitt D stelle ich im Folgenden die Möglichkeiten dar, wie ein Aktionärsausschuss in verschiedenen Dimensionen ausgestaltet werden kann.

42 Siehe LE COZ (Fn. 41) und ausführlich CHENAUX (Fn. 4), S. 146–148 m.w.H.

43 Code de commerce, art. L225–1 ss.

44 AFEP/MEDEF, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, révisé en Avril 2010, abrufbar unter <http://bit.ly/tzqFex>; ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIÈRE (AFG), Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, Textes de référence, Janvier 2011, abrufbar unter <http://bit.ly/tcUqz>.

45 Protection of Shareholders Bill 2008–9, House of Commons Bill 76, cl. 1(2); dazu siehe auch CHENAUX (Fn. 4), S. 146.

46 Siehe CHENAUX (Fn. 4), S. 146 m.w.H.

47 Siehe die Hinweise bei CHENAUX (Fn. 4), S. 145.

48 Siehe MCCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 155–162; JEAN JACQUES DU PLESSIS/JAMES MCCONVILL/MIRKO BAGARIC, Principles of Contemporary Corporate Governance, Cambridge UK 2005, S. 335–338. Die Autoren sprechen sich für zwingende Aktionärsausschüsse aus.

49 Stattdessen empfehlen die Autoren institutionellen Anlegern, bei Problemen direkt beim Board zu intervenieren. ROBERT A. G. MONKS/NELL MINOW, Corporate Governance, 4<sup>th</sup> ed., Cambridge UK 2008, S. 166 f.

50 1992 beantragte MONKS die Einsetzung eines dreiköpfigen Aktionärsausschusses beim Ölkonzern Exxon. Siehe LESSER (Fn. 18), S. 11.



## I. Funktionen

Ein Aktionärsschuss kann einmal eine formelle Aufsichtsfunktion ausüben. Weiter kann ein Ausschuss als Informationsdrehscheibe zwischen Aktionariat und Unternehmensspitze dienen und – eng damit verknüpft – beide Seiten im Hinblick auf ihre Entscheidungen beraten. Diese Funktion entspricht den jüngsten Vorschlägen von Schweizer Autoren,<sup>51</sup> lag aber auch schon den Vorstössen von Calpers und Carl Icahn zugrunde.<sup>52</sup> Ein Ausschuss kann sodann nach dem Vorschlag von CHENAUX als eine Art institutionalisierte Aktionärsgruppe im Sinne von Art. 20 BEHG und Art. 10 BEHV-FINMA aktiv werden.<sup>53</sup> Schliesslich kann sich die Funktion eines Ausschusses darauf beschränken, dem Management ein Stimmungsbild des Aktionariats zu vermitteln, ähnlich einer Fokusgruppe, die in der Marktforschung eingesetzt wird, um Rückmeldungen zu den Produkten oder zum Image eines Unternehmens zu erhalten.<sup>54</sup> Dies ist offensichtlich die Funktion der französischen *comités consultatifs des actionnaires*.<sup>55</sup>

In allen Fällen kann ein Ausschuss entweder nur gewisse Sachbereiche bearbeiten, oder er kann allgemein zuständig sein und selbst entscheiden, welche Themen er aufgreifen will.<sup>56</sup> Eine allgemeine Aufsichtsfunktion wurde schon oft diskutiert, aber soweit ersichtlich noch nie empfohlen.<sup>57</sup> Als mögliche sachliche Zuständigkeiten fallen die folgenden Themen in Betracht: Vergütungsfragen, die Mitwirkung bei der Nominierung von Verwaltungsratskandidaten, Entscheide bei Interessenkonflikten des Verwaltungsrats,<sup>58</sup> Verantwortlichkeitsklagen gegen Organe, die Organisation und Überwachung der Revision,<sup>59</sup> die Entgegennahme von Anzeigen im Falle von Unregelmässigkeiten<sup>60</sup> sowie wichtige strategische und organisatorische Entscheidungen, insbesondere über einen Verkauf der Gesellschaft.<sup>61</sup>

51 Siehe FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31; VOGT (Fn. 2), S. 82–85; CHENAUX (Fn. 4), S. 152.

52 Siehe vorne bei Fn. 15.

53 Siehe CHENAUX (Fn. 4), S. 152–153, und hinten bei Fn. 90–91.

54 Die Fokusgruppe (*focus group*) ist eine Erfindung des amerikanischen Soziologen ROBERT K. MERTON. Siehe ROBERT K. MERTON/MARJORIE FISKE/PATRICIA L. KENDALL, *The Focused Interview: A Manual of Problems and Procedures*, 2<sup>nd</sup> ed., New York/London 1990.

55 Siehe die Nachweise vorne in Fn. 42.

56 Für letzteres FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31; CHENAUX (Fn. 4), S. 152. Vgl. auch ROCK (Fn. 7), S. 498–504, der die möglichen Funktionen in die Kategorien «general purpose monitor», «general purpose voice» und «special purpose committees» einteilt.

57 Auf diese Funktion zielt die Kritik ab, mit einem Aktionärsausschuss würde ein Schattengremium geschaffen. Siehe vorne bei Fn. 28.

58 Siehe VOGT (Fn. 2), S. 85.

59 Die Musterstatuten im Anhang zum UK Companies Act 1862 sahen ein von den Aktionären gewähltes Audit Committee vor. Siehe vorne Fn. 9.

60 Siehe Protection of Shareholders Bill 2008–9 (Fn. 45), cl. 1(2), s. 259A(9).

61 Siehe etwa ROCK (Fn. 7), S. 501; McCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 162; FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31. Ablehnend betreffend Vergütungen McCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 162–163.

## II. Kompetenzen

Die Kompetenzen eines Aktionärsausschusses müssen sich selbstredend nach dessen Funktionen richten. Soll ein Ausschuss bloss beratend tätig sein, wird er wohl – abgesehen vielleicht von einem Antragsrecht gegenüber dem Verwaltungsrat<sup>62</sup> – keine expliziten Kompetenzen oder Informationsansprüche<sup>63</sup> benötigen. Soll ein Aktionärsausschuss hingegen die Unternehmensspitze beaufsichtigen, kann ihm ein Genehmigungsvorbehalt oder ein Vetorecht bei bestimmten Geschäften eingeräumt werden.<sup>64</sup> Der Ausschuss kann auch die Befugnis erhalten, allgemeine Weisungen für den Verwaltungsrat zu erlassen. Daneben wird man einem Ausschuss mit Aufsichtsfunktion Informationsansprüche einräumen müssen, die über jene des Aktionärs (Art. 697 OR) hinausgehen. Diese könnten sich am gesetzlichen Modell für den Verwaltungsrat (Art. 715a OR) orientieren, oder allenfalls am Informationsanspruch der Revisionsstelle (Art. 730a Abs. 1 OR) oder des Sondersprüfers (Art. 697d Abs. 2 OR)<sup>65</sup>. Damit ein Aktionärsausschuss seine Aufsichtsfunktionen sorgfältig wahrnehmen kann, wird man ihm wohl erlauben müssen, auf Kosten der Gesellschaft den Rat von Anwälten, Investmentbankern, Vergütungsberatern, Wirtschaftsprüfern und anderer Spezialisten einzuholen.<sup>66</sup>

Unabhängig davon, ob ein Aktionärsausschuss eine Aufsichtsfunktion hat oder beratend tätig ist, kann ihm das Recht erteilt werden, die Generalversammlung einzuberufen, Anträge an der GV zu stellen oder Stellungnahmen zu traktandierten Geschäften abzugeben.<sup>67</sup>

## III. Rechte und Pflichten der Ausschussmitglieder

Die Rechte und Pflichten der Mitglieder des Aktionärsausschusses müssen auf dessen Funktionen und Kompetenzen abgestimmt werden. Diesbezüglich schlagen FORSTMOSER, HOSTETTLER und VOGT zwei Modelle vor:<sup>68</sup> Beim «Exekutiv-Modell» würden die Ausschussmitglieder Zugang zu vertraulichen Informationen erhalten und unterständen der gleichen Treue- und Schweigepflicht wie Verwaltungsräte. Beim «Eigentümer-Modell» hätten die Ausschussmitglieder keinen Zugang zu Insider-Informationen und keine Geheimhaltungspflicht; der Verwaltungsrat solle jedoch im Gespräch mit dem Ausschuss gewisse Materien

62 So FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31.

63 Vgl. CHENAUX (Fn. 4), S. 153, wonach ein Ausschuss Zugang zu allen Informationen haben soll, die auch die Aktionäre aufgrund ihrer Mitwirkungsrechte erhalten dürften.

64 Die Schweizer Befürworter von Aktionärsausschüssen lehnen dies wie gesagt ab. Siehe FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31; CHENAUX (Fn. 4), S. 150.

65 Vgl. CHENAUX (Fn. 4), S. 153, der dem Aktionärsausschuss erlauben möchte, nach dem Modell der Sonderprüfung Untersuchungen durchzuführen und sachverständigen Rat einzuholen.

66 Siehe soeben Fn. 65.

67 Siehe FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT, (Fn. 2), S. 31; CHENAUX (Fn. 4), S. 153.

68 FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT, (Fn. 2), S. 31; ausführlich VOGT (Fn. 2), S. 87–92.

vertiefen und ihm nicht kursrelevante Informationen übermitteln können, welche anderen Aktionären bloss auf Anfrage bekannt gegeben werden. VOGT diskutiert weiter ein «parlamentarisches Modell», in welchem die Aktionäre Delegierte wählen und gewisse Entscheidungskompetenzen an eine Delegiertenversammlung übertragen.<sup>69</sup> Er hält dieses Modell aber für schwer umsetzbar.

Hat der Ausschuss Entscheidungskompetenzen, wird man die Mitglieder darüber hinaus einer Sorgfaltpflicht mit entsprechender Verantwortlichkeit unterstellen müssen. Daneben wird es allenfalls nötig sein, die Ausschussmitglieder für ihren Aufwand zu entschädigen, wenn nicht sogar zu entlönnen.<sup>70</sup>

#### IV. Grösse, Zusammensetzung, Wahl und Amtsdauer

Die Empfehlungen hinsichtlich der Anzahl Mitglieder von Aktionärsausschüssen bewegen sich zwischen drei und zehn.<sup>71</sup> Die Mehrheit der französischen *comités consultatifs des actionnaires* hat sogar zwischen 12 und 16 Mitglieder,<sup>72</sup> was sich mit ihrer Funktion als Fokusgruppe erklären lässt. FORSTMOSER, HOSTETTLER und VOGT schlagen vor, Aktionären oder Aktionärsgruppen ab einer gewissen Schwelle – die Rede ist von 5% – einen Anspruch auf einen Sitz einzuräumen und für eine ausgewogene Vertretung von Minderheiten zu sorgen.<sup>73</sup> Dagegen möchte CHENAUX den Kleinaktionären eine Vertretung garantieren, entweder über eine Proporzwahl (*cumulative voting*)<sup>74</sup> oder über eine separate Wahl der Vertreter verschiedener Aktionärsklassen, nach dem Modell von Art. 709 OR (Vertretung von Aktionärskategorien oder -gruppen im Verwaltungsrat).<sup>75</sup> Die Aktionäre könnten dabei etwa nach der Grösse ihrer Beteiligung oder nach ihren Eigenschaften (Privatanleger, institutionelle Investoren, Mitarbeiter etc.) in Klassen eingeteilt werden.<sup>76</sup> Ferner wurde schon gefordert, den Einsitz im Ausschuss den grössten Aktionären vorzubehalten.<sup>77</sup>

69 VOGT (Fn. 2), S. 92 f.

70 McCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 142, empfehlen eine Aufwandsentschädigung und ein kleines Honorar. Die Anträge von Calpers von 1990 (vorne bei Fn. 8) sahen bloss eine Aufwandsentschädigung vor. Siehe BARNARD (Fn. 13), S. 1139 m.w.H.

71 Siehe KOPPEL/GILLAN (Fn. 16), S. 31; LESSER (Fn. 18), S. 11; MÜLLER (Fn. 3), S. 514; Protection of Shareholders Bill 2008–9 (Fn. 45), cl. 1(2) s. 259A(1); CHENAUX (Fn. 4), S. 151.

72 Siehe die Tabelle in LE COZ (Fn. 41).

73 FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT, (Fn. 2), S. 31. Dies entspricht den Anträgen von Calpers. Siehe KOPPEL/GILLAN (Fn. 16), S. 31.

74 Zum «cumulative voting» allgemein siehe etwa MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, S. 188–192; LUKAS GLANZMANN, Das Proporzwahlverfahren (cumulative voting) als Instrument der Corporate Governance, in: Rainer J. Schweizer/Herbert Burkert/Urs Gasser (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich 2002, S. 401 ff.

75 CHENAUX (Fn. 4), S. 151–152.

76 CHENAUX (Fn. 4), S. 151.

77 Siehe BARNARD (Fn. 13), S. 1139 m.w.H.

Schon rein terminologisch scheint es naheliegend, dass ein Aktionärsausschuss von der Generalversammlung gewählt wird, wie es soweit ersichtlich alle Befürworter der Idee vorschlagen. Dies ist aber nicht in jedem Fall zwingend. Dient der Ausschuss als Fokusgruppe, so kann er ohne weiteres vom Management ernannt werden, wie dies beim französischen *comité consultatif des actionnaires* der Fall ist.<sup>78</sup> Soll ein von der Generalversammlung gewählter Ausschuss den beidseitigen Informationsfluss zwischen Verwaltungsrat und Aktionariat verbessern, ist aus funktionaler Sicht auch eine gemischte Besetzung denkbar, bei welcher der Verwaltungsrat eine feste Vertretung im Ausschuss hat.<sup>79</sup> Als Amtsdauer werden schliesslich Zeiträume von einem bis drei Jahren genannt, mit oder ohne Wiederwahlmöglichkeit.<sup>80</sup>

## V. Fazit: Ein breites Spektrum

Die vorangehende Übersicht über die Gestaltungsmöglichkeiten von Aktionärsausschüssen ist keineswegs vollständig. Sie zeigt aber, wie breit das Spektrum der Möglichkeiten ist. Dieses reicht von der blossen Aktionärs-Fokusgruppe wie dem französischen *comité consultatif des actionnaires*, die vom Management eingesetzt wird, um diesem ein Stimmungsbild des Aktionariats zu vermitteln, bis zu einem eigentlichen Schatten-Verwaltungsrat, der über bedeutende Aufsichtsfunktionen und Entscheidungskompetenzen verfügt. Die für die Schweiz vorgeschlagenen Modelle liegen zwischen diesen Polen.

Weiter fällt auf, dass am einen Ende des Spektrums der Übergang vom Aktionärsausschuss zu herkömmlichen Aufsichtsgremien fließend ist. Ein mächtiger Aktionärsausschuss, der den Verwaltungsrat überwacht, über gewisse Genehmigungsrechte verfügt und dessen Mitglieder einer Sorgfalts- und Treuepflicht unterliegen, ist funktional nicht von einem Gremium wie dem deutschen Aufsichtsrat zu unterscheiden. Dieser hat die Geschäftsführung des Vorstands zu überwachen, die Satzung kann ihm Genehmigungsvorbehalte einräumen, und die Mitglieder unterstehen einer Sorgfalts- und Treuepflicht (§ 111 Abs. 1 und 4 sowie § 116 des deutschen Aktiengesetzes). Auf diese Feststellung wird in Abschnitt E zurückzukommen sein.

---

78 Aus diesem Grund geht die Kritik CHENAUX', durch eine Ernennung durch das Management riskierten die *comités*, zu Alibi-Gremien zu werden, am Ziel vorbei. Siehe CHENAUX (Fn. 4), S. 149.

79 Ähnlich McCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 157, die vorschlagen, das Board solle eines von neun Mitgliedern ernennen.

80 Siehe etwa KOPPEL/GILLAN (Fn. 16), S. 32 (ein Jahr mit Wiederwahl); McCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 157 (drei Jahre ohne Wiederwahlmöglichkeit); CHENAUX (Fn. 4), S. 152 (ein bis drei Jahre mit Wiederwahl).

## D. Nutzen und Kosten von Aktionärsausschüssen

Kosten und Nutzen einer Corporate-Governance-Institution lassen sich kaum je quantifizieren – erst recht nicht, wenn es sich wie vorliegend um eine Institution handelt, mit der im betreffenden Land noch keine Erfahrungen gemacht wurden. Im Folgenden will ich deshalb den potenziellen Nutzen und die voraussichtlichen Kosten von Aktionärsausschüssen qualitativ abschätzen.

### I. Potenzieller Nutzen von Aktionärsausschüssen

#### 1. Milderung des Problems kollektiven Handelns

Die Aktionäre einer Publikumsgesellschaft mit breit gestreutem Aktionariat unterliegen in vielen Bereichen dem sogenannten Problem kollektiven Handelns (*collective action problem*).<sup>81</sup> Dieses tritt auf, wenn es für den einzelnen Aktionär rational ist, passiv zu bleiben, obwohl es sich für das gesamte Aktionariat lohnen würde, aktiv zu werden (sog. rationale Apathie).<sup>82</sup> Der Grund dafür liegt darin, dass die Kosten des Handelns beim einzelnen Aktionär anfallen, der Nutzen aber allen Aktionären zugute kommt. Nach Ansicht von ROCK, die von den Befürwortern von Aktionärsausschüssen offenbar geteilt wird,<sup>83</sup> können Aktionärsausschüsse das Problem kollektiven Handelns der Aktionäre deutlich entschärfen.<sup>84</sup>

Die Frage, inwieweit ein Aktionärsausschuss das Problem kollektiven Handelns der Aktionäre entschärfen kann, ist je nach Funktion des Ausschusses differenziert zu beantworten. Soll der Ausschuss dem Verwaltungsrat als Draht zu den Aktionären und als Sparringpartner dienen, so existiert wohl schon jetzt kein Problem kollektiven Handelns, denn das Management von Publikumsgesellschaften pflegt seit jeher informelle Kontakte zu Grossaktionären.<sup>85</sup> Anders

81 Das Problem des kollektiven Handelns wurde vom Ökonomen MANCUR OLSON formuliert. Siehe MANCUR OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, 2<sup>nd</sup> ed., Cambridge, MA, 1971. Frühe Anwender auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts sind FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harvard Law Review* 1161, 1170–1171 (1981); FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, *Voting in Corporate Law*, 26 *Journal of Law & Economics* 395, 402–403 (1983). Aus der Schweiz siehe etwa RUFFNER (Fn. 74), S. 174–177; CHRISTOPH B. BÜHLER, *Regulierung im Bereich der Corporate Governance*, Zürich/St. Gallen 2009, Rn. 474 f.

82 Statt vieler siehe WILLIAM T. ALLEN/REINIER KRAAKMAN/GUHAN SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 3<sup>rd</sup> ed., Austin, TX, etc. 2009, S. 170.

83 Vgl. FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT, (Fn. 2), S. 31, und VOGT (Fn. 2), S. 83 f., die von einer «Bündelung» der Aktionärsinteressen sprechen. Die Aussage von CHENAUX (Fn. 4), S. 153, ein Aktionärsausschuss würde den Aktionären die Koordination von Abstimmungskampagnen erleichtern, fusst offensichtlich ebenfalls auf dieser Idee.

84 ROCK (Fn. 7), S. 495. Skeptisch aber MÜLLER (Fn. 8), S. 173 f., mit Bezug auf die Bereitschaft institutioneller Anleger, sich im Aktionärsausschuss zu engagieren.

85 Vgl. BOHRER (Fn. 7), Rn. 147, der vermutet, die grössten Aktionäre würden lieber direkt mit dem Verwaltungsrat kommunizieren statt über einen Aktionärsausschuss.

sieht es aus, wenn ein Aktionärsausschuss es den Aktionären erleichtern soll, die Entscheidungen der Unternehmensspitze zu beeinflussen. In diesem Fall unterliegen die Aktionäre einem Problem kollektiven Handelns, weil sie, um Einfluss zu nehmen, sich über die Tätigkeit der Unternehmensspitze informieren und ihren Anliegen Gehör verschaffen müssen. Dies heisst aber nicht, dass ein Aktionärsausschuss daran etwas ändern könne, denn die Aktionäre müssen auch mit Bezug auf einen Aktionärsausschuss kollektiv handeln, und zwar gleich dreifach.

Erstens müssen die Aktionäre die nötigen Schritte unternehmen, um einen Ausschuss zu bilden, sprich die Statuten ändern. Diesbezüglich unterliegen sie demselben Problem kollektiven Handelns wie bei allen Statutenänderungen, bei denen die Initiative von den Aktionären ausgeht. Ein rationaler Aktionär wird nur dann einen Antrag auf Einsetzung eines Aktionärsausschusses stellen, wenn er sich davon eine derartige Steigerung des Unternehmenswerts verspricht, dass der auf sein Aktienpaket entfallende Anteil die Kosten seines Vorstosses übersteigt.<sup>86</sup> Dies wird am ehesten auf Grossaktionäre zutreffen. Nun aber verfügen gerade Grossaktionäre wohl bereits jetzt über genügend informelle Druckmittel, um sich beim Management Gehör zu verschaffen, weshalb sie kaum Anreize haben werden, die Bildung eines Aktionärsausschusses an die Hand zu nehmen. Möglicherweise werden jedoch professionelle Stimmrechtsvertreter Anreize haben, sich für einen Aktionärsausschuss einzusetzen, da sie sich dadurch bei potenziellen Klienten profilieren können.

Das Problem kollektiven Handelns im Zusammenhang mit der Schaffung eines Aktionärsausschusses lässt sich vermeiden, indem das Gesetz für alle Gesellschaften, die nicht statutarisch darauf verzichten, einen Ausschuss vorschreibt (Opt-out-Regelung). Dadurch entstünden aber jenen Gesellschaften Kosten, deren Aktionäre gar keinen Ausschuss wollen, weil sie die Statuten ändern müssten, um aus der dispositiven Regel herauszuoptieren. Die gesamtwirtschaftlichen Kosten eines Opting Out können dabei ohne weiteres grösser sein als ihr Nutzen für jene Unternehmungen, die von einem Aktionärsausschuss profitieren würden.<sup>87</sup> Noch viel höher wären die Kosten, wenn das Gesetz Aktionärsausschüsse vorschriebe, wie dies CHENAUX fordert.<sup>88</sup>

Das zweite Problem kollektiven Handelns besteht darin, dass sich genügend Aktionärsvertreter für einen Sitz im Ausschuss zur Wahl stellen müssen. Dieses Problem scheint vordergründig leicht lösbar, da die Gesellschaft die Mitarbeit im Ausschuss vergüten kann. Allerdings stellt sich die Frage, ob gerade Gross-

---

86 Siehe MATHESON/OLSON (Fn. 26), S. 1368, wonach Aktionärsausschüsse wohl nur in Extremfällen tatsächlich gebildet würden.

87 Die Analyse dispositiver Regeln im Gesellschaftsrecht ist eine Wissenschaft für sich. Einen Überblick über den Meinungsstand bieten die Analysen von RUFFNER (Fn. 74), S. 333–345, und STEFAN BECHTOLD, Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts: Ein rechtsökonomischer Beitrag zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts, Tübingen 2010, S. 200–223.

88 Siehe CHENAUX (Fn. 4), S. 150.

aktionäre – ob es nun Institutionen sind oder Privatpersonen – Anreize zur Mitarbeit im Ausschuss haben. Heute pflegen viele Grossaktionäre informelle Kontakte zur Unternehmensspitze. Diese Kontakte bieten naturgemäss mehr Flexibilität betreffend Gesprächsinhalte und –modalitäten, weshalb ein Grossaktionär nicht unbedingt Anreize hat, um im Ausschuss Einsitz zu nehmen oder einen Vertreter zu delegieren,<sup>89</sup> es sei denn, es winke eine hohe Vergütung. Letzteres dürfte aber wohl kaum im Sinne der Befürworter von Aktionärsausschüssen sein. Hinzu kommt, dass bedeutende Aktionäre, die sich über ihr Stimmverhalten an der Generalversammlung absprechen, nach geltendem Recht ihre Beteiligungen als Gruppe offen legen müssen (Art. 20 Abs. 1 und 3 BEHG, Art. 10 BEHV-FINMA).<sup>90</sup> Die Kosten der entsprechenden Gruppenmeldungen liessen sich indes durch eine Ausnahmeregelung im Offenlegungsrecht einsparen.<sup>91</sup>

Das dritte Problem kollektiven Handelns liegt in der Rekrutierung, Auswahl und Prüfung fähiger Kandidaten für den Ausschuss. Im Prinzip handelt es sich um das gleiche Problem wie bei der Besetzung des Verwaltungsrates – mit dem Unterschied, dass beim Aktionärsausschuss das Feld möglicher Kandidaten begrenzt ist. Die praktische Lösung des Problems wird deshalb wohl ähnlich aussehen wie beim Verwaltungsrat, nämlich dass der Aktionärsausschuss einen Unterausschuss bildet, der bei Vakanzen neue Aktionärsvertreter rekrutiert.

Die soeben diskutierten Anwendungsfälle des Problems kollektiven Handelns mögen als überwindbar erscheinen. Dies reicht jedoch nicht aus, um den Nutzen eines solchen Gremiums zu belegen. Vielmehr kann ein Aktionärsausschuss das Problem kollektiven Handelns der Aktionäre nur entschärfen, wenn ihnen dank des Ausschusses weniger kollektives Handeln abverlangt würde (oder dieses kostengünstiger wäre) als bis anhin. In Wirklichkeit ist es aber genau umgekehrt: Mit einem Aktionärsausschuss haben die Aktionäre mehr, nicht weniger, zu tun als ohne. Deshalb wäre es unlogisch anzunehmen, ein Aktionärsausschuss könne das Problem kollektiven Handelns mildern.

Nun mag man einwenden, ein Aktionärsausschuss ermögliche den Aktionären, in einem Bereich kollektiv zu handeln, in dem sie es bisher nicht konnten. Insbesondere könnten die Aktionäre dank des Ausschusses den Verwaltungsrat und das Management beaufsichtigen oder – realistischer – deren Tätigkeit kritisch begleiten. Diese Sichtweise ist nicht falsch, unterstellt aber, dass ein Aktionärsausschuss überhaupt in der Lage ist, die Unternehmensspitze zu überwachen. Dies ist nicht so sehr ein Problem kollektiven Handelns als eine Frage der Agenturkosten.

---

89 Vgl. BOHRER (Fn. 7), Rn. 147.

90 Dazu ausführlich und kritisch CHENAUX (Fn. 4), S. 141 f. m.w.H.

91 Ebenso CHENAUX (Fn. 4), S. 153.

## 2. Senkung der Agenturkosten der Unternehmensspitze

Wie in jeder Organisation entstehen auch in der Publikumsgesellschaft Agenturkosten (*agency cost*), das heisst Kosten, die in einer Organisation als Folge von Informationsasymmetrien und der damit einhergehenden Interessenkonflikte entstehen.<sup>92</sup> Es ist eine wichtige Funktion des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance, die Agenturkosten der Unternehmensspitze (*managerial agency cost*) zu minimieren.<sup>93</sup>

Hinter der Aufsichtsfunktion eines Aktionärsausschusses verbirgt sich die Idee, jene Agenturkosten zu senken, die sich aus dem Interessenkonflikt zwischen Aktionären einerseits und dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung andererseits ergeben. Die Befürworter von Aktionärsausschüssen, darunter auch FORSTMOSER, HOSTETTLER und VOGT, schlagen deshalb vor, einem Ausschuss Aufsichtsfunktionen in jenen Bereichen zu übertragen, in welchen diese Interessenkonflikte besonders stark sind, beispielsweise bei den Vergütungen, in Personalsachen oder bei der Prüfung von Verantwortlichkeitsklagen.<sup>94</sup>

Heute sind diese Aufgaben typischerweise einem Verwaltungsratsausschuss zugewiesen.<sup>95</sup> So empfiehlt der Swiss Code of Best Practice für Corporate Governance in Anlehnung an internationale Standards<sup>96</sup> die Einsetzung eines Entschädigungsausschusses, eines Nominierungsausschusses und eines Prüfungsausschusses.<sup>97</sup> Während der Swiss Code für die Mitglieder des Nominierungsausschusses keine besonderen Unabhängigkeitserfordernisse aufstellt, soll sich der Entschädigungsausschuss ausschliesslich aus unabhängigen Verwaltungsräten zusammensetzen und der Prüfungsausschuss immerhin aus nicht-exekutiven, «vorzugsweise unabhängigen» Verwaltungsräten.<sup>98</sup> In den USA sind die Anforderungen an die Unabhängigkeit der Board Committees durch den Sarbanes-Oxley Act von 2002 und die gleichzeitigen Änderungen

92 Der Begriff der *agency costs* stammt von MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305, 327–328 (1976). Aus der schweizerischen Sekundärliteratur siehe etwa RUFFNER (Fn. 74), S. 131 f.; KATJA ROTH PELLANDA, *Organisation des Verwaltungsrates*, Zürcher Diss., Zürich/St. Gallen 2007, Rn. 76–88; BÜHLER (Fn. 81), Rn. 380–389.

93 Statt vieler ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN (Fn. 82), S. 12 f.

94 Siehe vorne bei Fn. 59–61.

95 Aus der umfangreichen schweizerischen Literatur zu Verwaltungsratsausschüssen siehe etwa ROLF WATTER, *Verwaltungsratsausschüsse und Delegierbarkeit von Aufgaben*, in: Hans Caspar von der Crone *et al.* (Hrsg.), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht: Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag*, Zürich 2003, S. 183 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE/ANTONIO CARBONARA/LARISSA MAROLDA MARTÍNEZ, *Corporate Governance und Führungsorganisation in der Aktiengesellschaft*, SJZ 2004, S. 405 ff., S. 406–410; ROTH PELLANDA (Fn. 92), Rn. 603–631; THOMAS JUTZI, *Verwaltungsratsausschüsse im schweizerischen Aktienrecht*, Diss., Bern 2008.

96 Zur Entwicklung siehe PETER NOBEL, *Transnationales und Europäisches Aktienrecht*, Bern 2006, Kap. 7 N 78–87.

97 ECONOMIESUISSE, *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, revidierte Fassung, Zürich 2007, abrufbar unter <http://bit.ly/vUUbU> (hiernach: *Swiss Code*), Ziff. 23, 25 und 27.

98 *Swiss Code of Best Practice* (Fn. 97), Ziff. 23 1. Lemma und Anhang 1 Ziff. 2.



der Kotierungsreglemente der Börsen deutlich verschärft worden. So verlangt § 301 des Sarbanes-Oxley Act, dass das Audit Committee sich ausschliesslich aus unabhängigen Direktoren zusammensetze, wobei Unabhängigkeit sehr strikte definiert ist.<sup>99</sup> Die beiden anderen Ausschüsse müssen sich nach den Kotierungsreglementen ebenfalls ausschliesslich aus unabhängigen Direktoren zusammensetzen.<sup>100</sup> Ausserdem weist das Recht des Staates Delaware unabhängigen Direktoren weitere Funktionen zu, etwa im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmen oder der Anhebung von Verantwortlichkeitsklagen gegen Direktoren und Manager.<sup>101</sup>

Die Frage muss deshalb lauten, ob ein Aktionärsausschuss die Funktionen eines Verwaltungsratsausschusses oder von unabhängigen Verwaltungsräten besser wahrnehmen kann als diese selbst.<sup>102</sup> Zwei Gründe sprechen gegen diese Annahme. Erstens wird ein Aktionärsausschuss, selbst wenn er dem von FORSTMOSER, HOSTETTLER und VOGT vorgeschlagenen «Exekutiv-Modell» folgt,<sup>103</sup> kaum mehr Informationen zur Verfügung haben als nicht-exekutive Verwaltungsratsmitglieder.<sup>104</sup> Gleich wie ein nicht exekutiver Verwaltungsrat wird ein Mitglied des Aktionärsausschusses kaum wissen, welche Fragen er oder sie dem Management stellen muss.<sup>105</sup> Zweitens darf man nicht davon ausgehen, dass ein Mitglied eines Aktionärsausschusses mehr Zeit und ein grösseres firmenspezifisches Fachwissen hat als ein nicht exekutiver Verwaltungsrat.<sup>106</sup>

Immerhin liesse sich argumentieren, die Mitglieder eines Aktionärsausschusses seien weniger geneigt, eine Loyalität zum Management entwickeln, als dies bei nominell unabhängigen Verwaltungsräten der Fall ist. Studien aus

---

99 15 U.S. Code 78j-1(m)(3)(a) und (b).

100 Siehe z.B. NYSE, Listed Company Manual (Fn. 37), §§ 303A.04-.05. Auch hier sind die Unabhängigkeitserfordernisse streng. Siehe a.a.O., § 303A.02.

101 Betreffend feindliche Übernahmen siehe die Rechtsprechungübersicht bei GORDON (Fn. 12), S. 1524–1526. Betreffend Verantwortlichkeitsklagen siehe etwa die Entscheidungen des Delaware Supreme Court in *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), und *Levine v. Smith*, 591 A.2d 194 (Del. 1991).

102 Aus der schweizerischen Literatur zu den Vor- und Nachteilen unabhängiger Verwaltungsräte und von Verwaltungsratsausschüssen siehe CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Der unabhängige Verwaltungsrat, in: Festschrift Druey (Fn. 74), S. 479 ff., S. 494–499; ROTH PELLANDA (Fn. 92), Rn. 381–383 und 627–630.

103 Dazu vorne bei Fn. 68.

104 Dieses Argument ist weit verbreitet. Siehe BARNARD (Fn. 13), S. 1164; GILSON/KRAAKMAN (Fn. 26), S. 872; diesen zustimmend ROCK (Fn. 7), S. 498, und BOHRER (Fn. 7), Rn. 146.

105 Vgl. BLACK (Fn. 27), S. 844 Fn. 90. Es handelt sich hier um das allgemeine informationsrechtliche Problem des Abrufs der Information. Dazu JEAN NICOLAS DRUEY, Information als Gegenstand des Rechts, Zürich/Baden-Baden 1995, S. 117 f.

106 Vgl. GILSON/KRAAKMAN (Fn. 26), S. 872, die argumentieren, Mitglieder des Aktionärsausschusses würden ähnlich wie nicht-exekutive Direktoren wenig Zeit und möglicherweise wenig firmenspezifisches Fachwissen haben. Gl. M. ROCK (Fn. 7), S. 498. Ähnlich auch MÜLLER (Fn. 8), S. 173: Selbst einem Experten im Ausschuss würde unternehmensspezifisches Wissen fehlen.

den USA haben ergeben, dass die Boards via den Nominierungsausschuss im Normalfall faktisch selbst bestimmen, wer neu ins Board gewählt wird.<sup>107</sup> Der CEO hat dabei oft ein faktisches Veto über die Kandidatennomination.<sup>108</sup> Auch wenn es meines Wissens keine vergleichbare Studien aus der Schweiz gibt, wird sich wohl auch hierzulande ein nominell unabhängiger Verwaltungsrat zweimal überlegen, ob er sich mit den Personen anlegen will, denen er seinen Posten verdankt. Dieser Loyalitätskonflikt wird beim Aktionärsausschuss wohl in der Tat weniger schwerwiegend sein als bei Verwaltungsräten, weil die Ausschussmitglieder ja von den Aktionären oder – realistischer – vom Ausschuss selbst<sup>109</sup> nominiert werden sollen. Trotzdem ist schwer zu sehen, welche Vorteile ein Aktionärsausschuss hier haben soll, denn das Problem der Kandidatennomination beim Verwaltungsrat ist nicht prinzipiell verschieden von jenem beim Aktionärsausschuss. In beiden Fällen verhindert das Problem kollektiven Handelns, dass die Aktionäre selbst geeignete Kandidaten suchen und nominieren.<sup>110</sup> Sollte dieses Problem mit Bezug auf den Aktionärsausschuss gelöst werden können, so ist nicht ersichtlich, warum sich diese Lösung nicht auf die Nominierung unabhängiger Verwaltungsräte übertragen liesse.

Trotz dieser Bedenken wird ein Aktionärsausschuss wohl nicht völlig wirkungslos sein. Denn selbst wenn ein Aktionärsausschuss ausschliesslich beratend tätig ist, wird er den Verwaltungsrat und das Management auf eine subtile Weise beaufsichtigen können. Für diese könnte es nämlich riskant sein, die Empfehlungen des Aktionärsausschusses zu ignorieren,<sup>111</sup> und selbst wenn ein Ausschuss keine bestimmten Empfehlungen abgibt, müssen Verwaltungsrat und Management doch mit dem Ausschuss kommunizieren. Dabei können sie gegenüber dem Ausschuss kaum gänzlich unverbindlich bleiben. Wie DRUEY dargelegt hat, erzeugt jedes Gespräch Normen und Erwartungen<sup>112</sup> – und werden diese verletzt, kann dies für den Verletzer Folgen haben, etwa indem es sein Gegenüber weitererzählt und so den Ruf des Verletzers beschädigt. Verwaltungsrat und Management werden deshalb nicht beliebig von den Erklärungen und Zusagen abweichen können, die sie dem Aktionärsausschuss abgegeben haben.<sup>113</sup>

107 Siehe die Übersicht bei LUCIAN BEBCHUK/JESSE FRIED, *Pay Without Performance*, Cambridge, MA, 2004, S. 26 m.w.H.

108 Siehe BENJAMIN E. HERMALIN/MICHAEL S. WEISBACH, *Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO*, 88 *American Economic Review* 96, 96–97 (1998); BEBCHUK/FRIED (Fn. 107), S. 26.

109 Siehe vorne Abschnitt D.I.1.

110 Siehe vorne Abschnitt D.I.1.

111 Siehe ROCK (Fn. 7), S. 500. ROCK räumt diesen Vorteil ein, obschon er gegenüber Aktionärsausschüssen skeptisch ist.

112 DRUEY (Fn. 105), S. 152–159.

113 Dieser Punkt schimmert bei FORSTMOSER, HOSTETTLER und VOGT durch, wenn sie schreiben, «[d]er Verwaltungsrat müsste sich mit [den Anträgen des Ausschusses] auseinandersetzen,» und «[i]m Gespräch könnten allenfalls differenzierte Lösungen gefunden werden.» FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31.

Anderer Auffassung ist offenbar BLACK, der schreibt, das Management würde die an einer Sitzung des Aktionärsausschusses geäusserten Anliegen kaum mehr beachten, als wenn sie ein Aktionär in einem Brief oder Telefonanruf äussern würde.<sup>114</sup> Jedoch hat nach der allgemeinen Lebenserfahrung das direkte Gespräch unter Personen, die sich kennen und regelmässigen Kontakt haben, eine ganz andere Verbindlichkeit als die Distanzkommunikation zwischen Fremden. Dies folgt aus dem Umstand, dass prinzipiell sämtliche Begleitumstände der Kommunikation die normativen Erwartungen beeinflussen, welche in der Kommunikation entstehen.<sup>115</sup> Es macht deshalb einen Unterschied, ob der Verwaltungsratspräsident von einem besorgten Aktionär einen Brief erhält und darauf mit einem Standardbrief antwortet, oder ob die Mitglieder des Aktionärsausschusses, die er womöglich schon seit Jahren kennt, das gleiche Anliegen äussern und von ihm eine spontane Antwort erwarten.

Darüber hinaus ist die blosse Existenz eines Aktionärsausschusses ein Signal, dass die Aktionäre Wert auf eine gute Corporate Governance legen. In diesem Sinne könnte ein Aktionärsausschuss eine gewisse präventive Wirkung auf die Unternehmensspitze haben, selbst wenn er sie nicht direkt beaufsichtigen kann.

Schlussendlich ist es eine empirische Frage, ob ein Aktionärsausschuss die Unternehmensspitze besser beaufsichtigen kann als unabhängige Verwaltungsratsmitglieder oder Verwaltungsratsausschüsse. Die vorangehenden Überlegungen zeigen aber, dass man sich von einem Aktionärsausschuss keine Senkung der Agenturkosten der Unternehmensspitze in grösserem Umfang versprechen sollte.

### 3. *Tiefere Informations- und Kommunikationskosten*

Ein Aktionärsausschuss, der als Informationsdrehscheibe fungiert, könnte allenfalls die Informations- und Kommunikationskosten der Aktionäre und des Verwaltungsrates senken. Streng genommen sind auch diese Kosten zu den Agenturkosten zu zählen, da es bei der entsprechenden Informationsbeschaffung darum geht, die Präferenzen, Absichten und Handlungen der anderen Seite zu erfahren.

Die Informationskosten des Verwaltungsrates kann ein Aktionärsausschuss insoweit senken, als ein Ausschuss es dem Verwaltungsrat erleichtert, die Präferenzen der Aktionäre zu erfahren.<sup>116</sup> Jedoch steht es dem Verwaltungsrat schon jetzt frei, eine Aktionärs-Fokusgruppe nach französischem Vorbild einzusetzen, wenn er glaubt, er habe zu wenig Informationen über die Präferenzen der Aktionäre. In der Schweiz kommt das soweit ersichtlich nicht vor. Die Ver-

---

114 BLACK (Fn. 27), S. 844 Fn. 90.

115 Vgl. DRUEY (Fn. 105), S. 153.

116 Vgl. FORSTMOSER/HOSTETTLER/VOGT (Fn. 2), S. 31; VOGT (Fn. 2), S. 84.

mutung liegt somit nahe, dass die Verwaltungsräte gar keine solchen Informationen benötigen, denn es ist auch so klar, dass es im Interesse der Aktionäre liegt, den Wert der Gesellschaft zu maximieren. Bei der Konsultation der Aktionäre kann es also nur darum gehen, ob eine bestimmte Entscheidung den Wert der Gesellschaft steigern wird oder nicht. Es ist jedoch nicht anzunehmen, dass die Aktionäre zu dieser Frage mehr Informationen haben als die Unternehmensspitze. Darüber hinaus scheint es zweifelhaft, ob Verwaltungsrat und Management heute wirklich dermassen vom «Puls» der Aktionäre abgeschnitten sind, wie es die Befürworter von Aktionärsausschüssen offenbar annehmen. Immerhin erhält die Unternehmensspitze von vielen Akteuren Rückmeldungen zur Perzeption ihrer Leistung, etwa von den Kapitalmärkten, Analysten, den Medien oder durch Kontakte mit Grossaktionären.

Die Informationskosten der Aktionäre könnte ein Aktionärsausschuss insoweit senken, als er es diesen erleichtert, die Leistung des Verwaltungsrats und des Managements zu beurteilen.<sup>117</sup> Jedoch pflegen viele Grossaktionäre bereits heute direkte Kontakte mit der Unternehmensspitze und haben nicht unbedingt Anreize, diesen flexiblen Kommunikationskanal zugunsten des vergleichsweise schwerfälligen Aktionärsausschusses aufzugeben.<sup>118</sup> Darüber hinaus ist ein Aktionärsausschuss wohl nicht das effizienteste Informationsbeschaffungsmittel für das Aktionariat. Die Leistung der Unternehmensspitzen wird zunehmend von professionellen Aktionärsberatern und Stimmrechtsvertretern wie Ethos Services oder, in den USA, ISS und Glass Lewis, analysiert.<sup>119</sup> Diese Firmen haben gegenüber einzelnen Aktionärsausschüssen Skalenerträge, da sie dieselbe Evaluationsmethodik auf ein ganzes Marktsegment anwenden und deshalb die Leistung des Managements kostengünstiger beurteilen können als ein einzelner Aktionärsausschuss.

Insgesamt ist nicht davon auszugehen, dass ein Aktionärsausschuss die Informations- und Kommunikationskosten von Verwaltungsrat und Aktionären nennenswert senken kann. Beide Seiten verfügen über genügend alternative Informations- und Kommunikationskanäle, die mit grosser Wahrscheinlichkeit effizienter sind als ein Aktionärsausschuss.

---

117 Ähnlich KOPPEL/GILLAN (Fn. 16), S. 30, mit der Aussage, institutionelle Anleger hätten einen Informationsbedarf, um die Leistung des Board beurteilen zu können, verfügten aber nicht über die Ressourcen, um sich mit jeder einzelnen Unternehmung in ihrem Portfolio befassen zu können, deren Leistung unbefriedigend ist.

118 Siehe vorne bei Fn. 89.

119 Eine empirische Studie zur Bedeutung der Wahl- und Abstimmungsempfehlungen dieser Firmen in den USA wurde verfasst von STEPHEN CHOI/JILL FISCH/MARCEL KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 *Emory Law Journal* 869 (2010).

#### 4. *Formalisierung informeller Investorenkontakte*

Die Befürworter von Aktionärsausschüssen in der Schweiz argumentieren, damit würden die bestehenden, informellen Kontakte zwischen der Unternehmensspitze und Grossaktionären formalisiert und damit transparenter, was die informationelle Gleichbehandlung der Aktionäre verbessere.<sup>120</sup> Dieses Argument scheint umso stärker aus Sicht jener Autoren, welche aus Art. 717 Abs. 2 OR ein absolutes informationelles Gleichbehandlungsgebot aller Aktionäre ableiten,<sup>121</sup> denn nach dieser Meinung ist die informationelle Bevorzugung von Grossaktionären rechtswidrig.

Wie schon mehrfach erwähnt,<sup>122</sup> ist nicht davon auszugehen, dass Grossaktionäre ihre informellen Kontakte mit der Unternehmensspitze aufgeben würden, wenn ein Aktionärsausschuss eingesetzt wird. Ein Aktionärsausschuss mag einen Teil der Kommunikation zwischen Unternehmensspitze und Aktionariat kanalisieren, doch wird dies kaum zu Lasten der bestehenden, informellen Kontakte gehen. Um informelle Kontakte zu unterbinden, müsste man alle nicht-öffentliche Kommunikation zwischen Aktionären und Unternehmensspitze verbieten, die ausserhalb des Aktionärsausschusses stattfindet. Dies hat soweit ersichtlich – und zu Recht – noch niemand verlangt.

## II. **Kosten von Aktionärsausschüssen**

### 1. *Direkte Kosten*

Aktionärsausschüsse kosten Geld. Aktionäre, die im Ausschuss mitarbeiten, müssen zumindest für ihren Aufwand entschädigt und womöglich für ihre Dienste bezahlt werden.<sup>123</sup> Institutionelle Investoren, die einen Vertreter in den Ausschuss delegieren, müssen für ihren Aufwand ebenfalls entschädigt werden. Dazu gehört nicht nur der Lohn oder das Honorar des Vertreters, sondern auch der Aufwand, einen geeigneten Vertreter auszuwählen. Hinzu kommen, zumindest wenn der Ausschuss gewisse Aufsichtsfunktionen hat, die Honorare von Beratern wie Anwälten, Investmentbankern, Vergütungsberatern oder Wirtschaftsprüfern.<sup>124</sup> Allerdings werden diese Kosten wohl zumindest teilweise vom Verwaltungsrat oder einem Verwaltungsratsausschuss auf den Ak-

120 FORSTMOSEER/HOSTETTLER/VOGT, (Fn. 2), S. 31; CHENAUX (Fn. 4), S. 149.

121 Nach dieser Lehre sind den Aktionären alle vom Verwaltungsrat ausgehenden Informationen in gleicher Weise zugänglich zu machen. Siehe JEAN NICOLAS DRUEY, *Information contra Geheimnisschutz – Abwägung im Einzelfall*, SAG 1984, S. 104 ff., S. 109; CLAIRE HUGUENIN JACOBS, *Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht*, Zürich 1994, S. 244; EMANUEL MAX DETTWILER, *Informationelle Gleichbehandlung der Aktionäre*, St. Galler Diss., Basel 2002, S. 91–106. Die Frage ist allerdings umstritten. Ablehnend etwa PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 4. A., Zürich 2009, § 13 N 700.

122 Siehe vorne bei Fn. 89 und 118.

123 CHENAUX (Fn. 4), S. 153, steht einer Entlohnung der Ausschussmitglieder positiv gegenüber.

124 Siehe vorne bei Fn. 66.

tionärsausschuss verlagert. Insoweit entstehen den Aktionären keine Mehrkosten.<sup>125</sup>

Wieviel ein Aktionärsausschuss die einzelne Unternehmung kosten wird, ist eine empirische Frage. Es kann durchaus sein, dass diese Kosten gering sind, besonders wenn der Ausschuss keine Aufsichtsfunktion wahrnimmt, sondern bloss beratend tätig ist und als Informationsdrehscheibe fungiert.<sup>126</sup>

## 2. *Indirekte Kosten*

Wie jeder Teil einer Organisation wird auch ein Aktionärsausschuss gewisse indirekte Kosten verursachen, die ebenfalls zu den Agenturkosten<sup>127</sup> zu zählen sind. Der Verkehr des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung mit dem Ausschuss kostet Zeit und Aufmerksamkeit.<sup>128</sup> Da diese Aufgabe nicht delegiert werden kann, wird die Zeit, welche die Unternehmensspitze für die Kommunikation mit dem Aktionärsausschuss aufwendet, zu Lasten anderer, potenziell gewinnbringender Tätigkeiten für das Unternehmen gehen.

Weiter besteht die Gefahr, dass sich einzelne Mitglieder des Aktionärsausschusses, die selbst nur wenige Aktien halten oder einen institutionellen Investor vertreten, auf ihrem prestigeträchtigen oder lukrativen Posten weniger engagieren, als nötig wäre. Andere Ausschussmitglieder könnten aus idealistischen Gründen oder auch wegen eines wirtschaftlichen Interessenkonflikts Ziele verfolgen, welche der Maximierung des Unternehmenswerts entgegenstehen. Zum Beispiel könnte ein professioneller Aktionärsvertreter, der in einem Aktionärsausschuss sitzt, einen Anreiz haben, sich durch überzogene Kritik an der Unternehmensspitze zu profilieren, selbst wenn er genau weiss, dass sein Verhalten dem Unternehmen lediglich Kosten verursachen wird.<sup>129</sup> Diese Gefahr sollte jedoch nicht überschätzt werden, denn der Aktionärsausschuss soll ja von der Generalversammlung gewählt werden. Damit sollte in aller Regel sichergestellt sein, dass keine Kandidaten gewählt werden, die inkompetent sind oder Parti-

---

125 CHENAUX (Fn. 4), S. 150, betont in diesem Sinne, die Kosten eines Aktionärsausschusses spielen nur eine Rolle, soweit ihnen keine Einsparungen gegenüberstehen.

126 Vgl. McCONVILL/BAGARIC (Fn. 32), S. 141, wonach die Kosten eines beratenden Aktionärsausschusses zu vernachlässigen seien im Vergleich zu den Kosten des Board und von dessen Ausschüssen.

127 Zu den Agenturkosten siehe vorne bei Fn. 92.

128 Dies anerkennt auch CHENAUX (Fn. 4), S. 150. Er argumentiert in diesem Zusammenhang, durch den Aktionärsausschuss müsse die Unternehmensspitze weniger Zeit für informelle Kontakte zu Investoren aufwenden. Aus den erwähnten Gründen (vorne bei Fn. 89) ist indes nicht davon auszugehen, dass diese informellen Kontakte bei Bildung eines Aktionärsausschusses aufgegeben würden.

129 Die Parallelen zur Politik sind offensichtlich, da es den Akteuren hier wie dort darum geht, Stimmen zu maximieren. Im Falle des Politikers sind dies Wählerstimmen, im Falle des Aktionärsvertreters die Anzahl Stimmen, die dieser gegen eine Gebühr an der Generalversammlung vertritt. Die Idee, die Vorgänge in der Publikumsgesellschaft mit Politik zu vergleichen, stammt soweit ersichtlich von POUND (Fn. 17).

kularinteressen verfolgen.<sup>130</sup> Zudem setzt die Funktionsweise von Aktionärsausschüssen nicht voraus, dass alle Aktionäre dieselben Interessen verfolgen.<sup>131</sup>

### III. Fazit: Aktionärsausschüsse dürften sich kaum lohnen

Meine Analyse von Kosten und Nutzen von Aktionärsausschüssen ist ernüchternd. Es ist nicht zu erwarten, dass ein Ausschuss das Problem kollektiven Handelns der Aktionäre mildern oder die Agenturkosten der Unternehmensspitze markant senken kann. Ein Aktionärsausschuss dürfte auch keine Informationskosten senken und ist ein untaugliches Mittel, um die informelle Kommunikation zwischen Grossaktionären und der Unternehmensspitze zu formalisieren. Die Kosten eines Aktionärsausschusses sollten zwar nicht überschätzt werden, doch werden sie im Vergleich mit dem ungewissen, aber wohl höchst bescheidenen Nutzen doch stark ins Gewicht fallen. Ich bezweifle daher, dass sich die Idee in der schweizerischen Corporate Governance durchsetzen wird.

## E. Rechtspolitische Konsequenzen

Wie gesehen, konnte sich die Idee des Aktionärsausschusses in den USA nicht durchsetzen (Abschnitt B). Es ist auch keineswegs gesichert, dass der Nutzen eines Ausschusses die Kosten rechtfertigen würde (Abschnitt D). Die Frage lautet nun, welche rechtspolitischen Konsequenzen daraus zu ziehen sind.

### I. Worum es wirklich geht: Spitzenverfassung der AG

Die bisherigen rechtspolitischen Stellungnahmen zu Aktionärsausschüssen – meine eingeschlossen – fussen auf einer Dichotomie zwischen Verwaltungsrat und Aktionärsausschuss. Die Dichotomie konnte entstehen, weil der Verwaltungsrat (bzw. das Board of Directors) als positivrechtliche Kategorie sich wie von selbst von der rechtspolitischen Idee des Aktionärsausschusses abgrenzt. Abschnitt C hat nun aber gezeigt, dass es aus funktionaler Sicht wenig sinnvoll ist, eine klare begriffliche Grenze zu ziehen zwischen dem Verwaltungsrat und einem Aktionärsausschuss. FORSTMOSER deutete dies an, als er schrieb: «Eigentlich sollte ja der Verwaltungsrat ein Aktionärsausschuss sein ...»<sup>132</sup> Die positivrechtliche Kategorie des Verwaltungsrats und der schillernde, aber kom-

130 Anders verhielte es sich bei Gesellschaften, die von einem Grossaktionär kontrolliert werden. Dieses Szenario ist jedoch nicht Gegenstand dieses Artikels.

131 CHENAUX (Fn. 4), S. 149.

132 FORSTMOSER, NZZ, 29. Juli 2010 (Fn. 2), S. 26.

munikatorisch notwendige Begriff des Aktionärsausschusses dürfen mithin nicht darüber hinwegtäuschen, worum es hier wirklich gehen sollte, nämlich um die Spitzenverfassung der Aktiengesellschaft. Die Diskussion um Aktionärsausschüsse ist mit anderen Worten lediglich ein Kristallisationspunkt der Grundfrage, wie das Bindeglied zwischen Aktionariat und operativem Management auszugestalten sei.

## II. Starrheit der heutigen gesetzlichen Konzeption

Die schweizerische Lehre lobt gerne die Flexibilität des Aktienrechts mit Blick auf die Gestaltung der Unternehmensspitze.<sup>133</sup> Das Lob bezieht sich auf den Umstand, dass der Verwaltungsrat die Geschäftsführung delegieren kann (Art. 716 Abs. 2 OR), was es den Gesellschaften ermöglicht, dem Verwaltungsrat eine grössere oder kleinere Rolle in der operativen Führung zuzuweisen, so dass sich die Organisationsstruktur beispielsweise dem dualistischen deutschen Modell annähern kann.<sup>134</sup> In einem anderen Punkt ist die gesetzliche Konzeption der Unternehmensspitze aber bemerkenswert starr. Das OR schreibt nämlich zwingend vor, dass (mit Ausnahme der Revision) sämtliche Aufsichtsfunktionen und alle nicht delegierbaren Exekutivfunktionen bei einem einzigen, von der Generalversammlung gewählten Organ konzentriert sind, nämlich dem Verwaltungsrat (vgl. Art. 716a Abs. 1 OR).

Damit verbietet das geltende Recht eine ganze Reihe anderer möglicher Organisationsstrukturen. Ein Beispiel ist das von DALLAS vorgeschlagene «dual board», bei welchem die Funktionen des Board of Directors auf zwei gleichrangige Gremien verteilt werden: Während das unabhängige «conflicts board» ähnliche Aufgaben haben soll wie die drei herkömmlichen Ausschüsse, soll ein «business review board» aus exekutiven Direktoren und unabhängigen Experten dem Management als Sparringpartner zur Seite stehen.<sup>135</sup> Die Aktionäre können auch nicht einen Verwaltungsratsausschuss personell und organisatorisch vom Verwaltungsrat abtrennen, soweit dieser auch Verwaltungsratsbeschlüsse vorbereiten oder ausführen oder Geschäfte überwachen soll.<sup>136</sup>

<sup>133</sup> Siehe etwa PETER FORSTMOSE/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 29 N 5–28; BÖCKLI (Fn. 121), § 13 N 531 f.; ROTH PELLANDA (Fn. 92), Rn. 127 f.; OLIVIER BASTIAN, Délégation de compétences et répartition des tâches au sein du conseil d'administration, th., Lausanne 2010, S. 149 f.

<sup>134</sup> Dazu statt vieler PETER NOBEL, Monismus oder Dualismus – ein corporatologisches Scheinproblem?, in: Charlotte M. Baer (Hrsg.), Verwaltungsrat und Geschäftsleitung: Ihre Tätigkeit und ihr Verhältnis zueinander, Bern 2006, S. 9 ff.; MICHAEL WEGMÜLLER, Die Ausgestaltung der Führungs- und Aufsichtsaufgaben des schweizerischen Verwaltungsrates, Diss., Bern 2007, S. 160–162.

<sup>135</sup> Siehe LYNNE L. DALLAS, Proposals for Reform of Corporate Boards of Directors: The Dual Board and Board Ombudsperson, 54 Washington & Lee Law Review 91, 114–123 (1997).

<sup>136</sup> Solches fordern HOSTETTLER (Fn. 7), S. 1, und TURNBULL (Fn. 9), S. 8, mit Bezug auf den Vergütungs- bzw. Prüfungsausschuss.



Diese Kompetenz steht nämlich alleine dem Verwaltungsrat zu (Art. 716a Abs. 2 OR).<sup>137</sup> Es ist nicht einmal möglich, gewisse Verwaltungsratsausschüsse durch die Generalversammlung direkt wählen zu lassen.<sup>138</sup> Das Gesetz erlaubt dies nur für den Verwaltungsratspräsidenten (Art. 712 Abs. 2 OR). Ein zusätzlicher Beleg für die Starrheit des heutigen Regimes ist die Tatsache, dass sogar die Schaffung von Aktionärsausschüssen nach Ansicht von deren Befürwortern eine Gesetzesänderung erfordert!

### III. Starrheit ist ungerechtfertigt

Unternehmen sind verschieden. Publikumsgesellschaften unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Grösse, Kapitalstruktur, Geschäftstätigkeit, Unternehmenskultur und in vielen anderen Eigenschaften, welche sich überdies im Laufe der Zeit verändern können. Es ist das Verdienst der sogenannten kontraktualistischen Schule des Gesellschaftsrechts («Chicago School»), darauf hingewiesen zu haben, dass diese Vielfalt der Unternehmen vom Aktienrecht eine grosse Flexibilität fordert.<sup>139</sup> Weil Kosten und Nutzen verschiedener Organisationsstrukturen von den Spezifika des einzelnen Unternehmens abhängen, ist nicht davon auszugehen, dass eine bestimmte Organisation für alle Publikumsgesellschaften die beste ist.<sup>140</sup> Zu Recht haben die Gesellschaften deshalb einen Spielraum zur Delegation der Geschäftsführung (Art. 716 Abs. 2 OR), den sie auch weidlich ausnützen.

Darüber hinaus hat der heutige, monolithische Verwaltungsrat ein gewaltiges Aufgabenspektrum. Die schon für sich gesehen weit gefasste Liste der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben nach Art. 716a Abs. 1 OR ist nur ein Ausschnitt daraus. Hinzu kommt – teilweise in Erfüllung der unübertragbaren Aufgaben – die «Kommissionsarbeit» in den Ausschüssen. Schliesslich hat die Betriebswirtschaftslehre noch weitere Funktionen des Verwaltungsrates identifiziert. Nach der sogenannten «stewardship theory» soll der Verwaltungsrat das Management beraten,<sup>141</sup> und nach der «resource dependence theory»

137 Die Liste dessen, was den Aktionären in Bezug auf die Organisation der Unternehmensspitze nach Meinung vieler Autoren alles verboten ist, ist lang. Siehe etwa BÖCKLI (Fn. 121), § 13 N 449a–450, mit weiteren Hinweisen auch auf abweichende Meinungen.

138 Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (Fn. 133), § 22 N 19; gl. M. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 698 N 16. Die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» geht ins andere Extrem und will die einzelne Wahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses zwingend vorschreiben. Siehe Art. 95 Abs. 3 lit. a E-BV, BBl 2006 8757.

139 Statt vieler siehe FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, MA, 1991, S. 12 f.

140 Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL (Fn. 139), S. 5, wonach man skeptisch sein sollte gegenüber Aussagen, eine bestimmte Governance-Struktur oder Klasse von Strukturen sei die beste.

141 Grundlegende Studien dazu sind LEX DONALDSON, *The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory*, 15 *The Academy of Management Review* 369 (1990); LEX DONALDSON/JAMES H. DAVIS, *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, 16 *Australian Journal of Management* 49 (1991); JAMES H. DAVIS/

sollen die Verwaltungsratsmitglieder dem Unternehmen über ihr Kontaktnetz Zugang zu Ressourcen verschaffen.<sup>142</sup> Es ist zumindest nicht offensichtlich, warum all diese Funktionen am besten von einem einzigen Gremium wahrgenommen werden können. In den USA ist denn auch die Sorge verbreitet, dass durch die Intensivierung der Aufsichtspflichten die anderen Funktionen des Board of Directors beeinträchtigt worden sind.<sup>143</sup>

Aus diesen Gründen ist es unwahrscheinlich, dass ausgerechnet die vom Gesetz vorgeschriebene, monolithische Konzeption der Unternehmensspitze für sämtliche Publikumsgesellschaften optimal ist. Eine zwingende Regelung liesse sich einerseits dann rechtfertigen, wenn abweichende Organisationsformen negative externe Effekte auf Dritte – namentlich Gläubiger – hätten. Von externen Effekte ist dann die Rede, wenn jemand einem unbeteiligten Dritten Kosten verursacht, ohne dafür aufkommen zu müssen. Solche Effekte werden auch von Vertretern der Chicago School als Rechtfertigung für zwingende aktienrechtliche Normen anerkannt.<sup>144</sup> Vorliegend ist aber nicht ersichtlich, was die Organisation der Unternehmensspitze zum Schutz von Gläubigern und anderer Drittparteien beitragen kann.<sup>145</sup> Wichtig scheint allein, dass die Aufgaben, die das Aktienrecht dem Verwaltungsrat zum Schutze Dritter zuweist,<sup>146</sup> einem Organ zugeordnet sind. Welches Organ dies ist und welche Aufgaben es sonst noch haben soll, ist nicht von Belang.

Andererseits könnte eine zwingende Regelung notwendig sein, um die Aktionäre vor nachträglichen, für sie nachteiligen Änderungen der Organisation zu schützen. In der amerikanischen Literatur ist umstritten, in welchem Ausmass zwingendes Recht die Aktionäre vor solchem opportunistischem Handeln der Unternehmensspitze schützen soll.<sup>147</sup> Grund für die Meinungsvielfalt

---

F. DAVID SCHOORMAN/LEX DONALDSON, *Toward a Stewardship Theory of Management*, 22 *Academy of Management Review* 20 (1997).

142 Das grundlegende Werk dazu ist JEFFREY PFEFFER/GERALD R. SALANCIK, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York 1978.

143 Siehe z.B. CLARK (Fn. 38), S. 277–282; TOM PERKINS, *The <Compliance Board>*, *Wall Street Journal*, Mar. 2, 2007, S. A11.

144 Siehe stellvertretend EASTERBROOK/FISCHEL (Fn. 139), S. 23.

145 Siehe EASTERBROOK/FISCHEL (Fn. 139), S. 17 und 23, gemäss welchen die Gestaltung des Innenverhältnisses in einer Gesellschaft keine erheblichen externen Effekte verursacht.

146 Dazu gehören beispielsweise die Oberaufsicht über die Compliance und die Pflicht zur Überschuldungsanzeige, Art. 716a Abs. 1 Ziff. 5 und 7 OR.

147 Für relativ weit reichende zwingende Regeln treten ein LUCIAN ARYE BEBCHUK, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *Harvard Law Review* 1820, 1848–1852 (1989); MELVIN ARON EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, 89 *Columbia Law Review* 1462, 1480 (1989); JEFFREY N. GORDON, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Columbia Law Review* 1549, 1573–1575 und 1591–1593 (1989). Skeptisch bis ablehnend sind etwa ROBERTA ROMANO, *Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws*, 89 *Columbia Law Review* 1599, 1606 und 1616–1617 (1989); JONATHAN R. MACEY, *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*, 18 *Journal of Corporation Law* 185, 190–193 und 204–207 (1993).

sind unterschiedliche Annahmen über Faktoren wie die Informiertheit der Aktionäre, die Effizienz der Kapital-, Produkt- und Arbeitsmärkte sowie die Anreizstruktur der an einem Börsengang beteiligten Parteien.<sup>148</sup> Im vorliegenden Fall ist jedenfalls schwer zu sehen, inwiefern das Management die Flexibilität bei der Organisation der Unternehmensspitze zum Schaden der Aktionäre missbrauchen könnte. Wohl könnte zum Beispiel ein dominanter CEO versuchen, den Verwaltungsrat nach dem Motto «divide et impera» in ein «dual board»<sup>149</sup> aufzuspalten. Solange dafür aber eine Statutenänderung nötig und eine korrekte Willensbildung der Aktionäre gewährleistet ist, werden sich diese erfolgreich gegen solche Ansinnen wehren können.<sup>150</sup>

#### IV. Mehr Organisationsfreiheit wagen!<sup>151</sup>

Die heutige gesetzliche Beschränkung der aktienrechtliche Organisationsfreiheit auf einen allverantwortlichen Verwaltungsrat ist paternalistisch. Der Gesetzgeber hat sich angemasst, besser zu wissen als die Wirtschaftsteilnehmer, wie das Bindeglied zwischen Aktionariat und operativem Management zu gestalten ist. Dies ist nicht hinzunehmen. Die Aktionäre sollten die Spitzenverfassung ihrer Gesellschaft selbst festlegen können, denn schliesslich sind sie es, welche die Kosten und Risiken der Organisation der Unternehmensspitze tragen.

Konkret sollte es den Aktiengesellschaften erlaubt sein, in ihren Statuten die Aufsichts- und Exekutivfunktionen des Verwaltungsrates verschiedenen Organen zuzuweisen, die von der Generalversammlung gewählt werden. Die Gesellschaften sollten zudem bei der Organisation dieser Organe freie Hand haben. Die bisherige, zwingende Organisationsstruktur mit dem Verwaltungsrat als einzigem von der Generalversammlung gewähltem Aufsichts- und Exekutivgremium sollte dann als dispositives Recht weitergelten. Darüber hinaus könnte man den Aktiengesellschaften erlauben, gewisse Entscheidungen aus dem bisherigen Kompetenzbereich der Exekutive statutarisch der Generalversammlung vorzubehalten, wie dies in der laufenden Aktienrechtsrevi-

---

148 Vgl. BEBCHUK (Fn. 147), S. 1836–1847; EISENBERG (Fn. 147), S. 1474–1480 und 1488–1514; GORDON (Fn. 147), S. 1575–1580; ROMANO (Fn. 147), S. 1606–1613; MACEY (Fn. 147), S. 191–193 und 205.

149 Dazu vorne bei Fn. 135.

150 Hier ist es wichtig, dass das Problem der Organ- und Depotstimmen gelöst wird, wie dies in der laufenden Aktienrechtsrevision geplant ist. Siehe Art. 689c–d E-OR, BBl 2008 1771, und BBl 2010 8308 f.

151 Die Überschrift lehnt sich an den Titel der Regierungserklärung der deutschen Bundeskanzlerin Angela Merkel vom 30. November 2005 an: «Lasst uns mehr Freiheit wagen», abrufbar unter <http://bit.ly/uwDWAV>. Das Gesellschaftsrecht wird in der Rede allerdings nicht erwähnt.

sion mit Bezug auf die Vergütungen diskutiert wird («say on pay»)<sup>152</sup> und es auch das GmbH-Recht erlaubt (Art. 811 Abs. 1 OR).<sup>153</sup>

Gegen den Reformvorschlag mag man einwenden, es sei unsicher, ob es im Interesse der Aktionäre liegt, wenn die Gesellschaften eine von der heutigen Konzeption abweichende Struktur annehmen. Dies ist aber kein Grund, solche Strukturen zu verbieten. Es ist genau umgekehrt: Gerade wegen dieser Unsicherheit sollte die Organisation der Unternehmensspitze den einzelnen Gesellschaften überlassen werden. Nur so können diese mit alternativen Strukturen experimentieren und diese gegebenenfalls an veränderte wirtschaftliche Umstände anpassen, ohne dass dafür die Gesetzgebungsmaschine angeworfen werden muss. Der Erfindungsgeist der Praxis sollte hier nicht auf die Gnade des Gesetzgebers angewiesen sein.

Mit der vorgeschlagenen Flexibilisierung ist keine Revolution in der Organisation der Publikumsgesellschaften zu erwarten. Eine Reorganisation bestehender Strukturen kostet nicht nur Zeit und Geld, sondern schafft auch eine Unsicherheit bei den beteiligten Personen über deren zukünftigen Status und Funktionen. Ausserdem konnte die Praxis mit dem bisherigen Modell des allverantwortlichen Verwaltungsrates über Generationen Erfahrungen sammeln und dieses, wie die Reform der Verwaltungsratsausschüsse in den vergangenen Jahren zeigt,<sup>154</sup> auch verfeinern. Der entsprechende Erfahrungsschatz dürfte zu einer gewissen Risikoaversion führen, die teilweise durchaus rational ist, aber auch eine psychologische Komponente haben dürfte.<sup>155</sup> All dies ist jedoch kein

---

152 Nach dem Entwurf von 2008 hätten die Statuten mit Bezug auf bestimmte Verwaltungsratsentscheide einen Genehmigungsvorbehalt zugunsten der Generalversammlung vorsehen dürfen. Siehe Art. 716b Abs. 1 E-OR, BBl 2008 1783. Dazu etwa HANS CASPAR VON DER CRONE/THOMAS STEININGER, *Corporate Governance – Zusammenspiel der Gesellschaftsorgane*, ST 2010, S. 86 ff., S. 86 f. Gemäss dem indirekten Gegenvorschlag zur Volksinitiative «gegen die Abzockerei» muss die Generalversammlung das Vergütungsreglement und die jährlichen Vergütungen an den Verwaltungsrat und an die Geschäftsleitung genehmigen, letzteres allerdings nur, wenn die Statuten nichts anderes vorsehen. Siehe Art. 731j-731l E-OR, BBl 2010 8317 f.

153 Nach BERTSCHINGER haben die Gesellschaften schon nach geltendem Recht einen viel breiteren Spielraum, der Generalversammlung in den Schranken von Art. 716a Abs. 1 OR Entscheidungskompetenzen vorzubehalten, als gemeinhin angenommen wird. URS BERTSCHINGER, *Zuständigkeit der Generalversammlung der Aktiengesellschaft – ein unterschätzter Aspekt der Corporate Governance*, in: *Festschrift Druey (Fn. 74)*, S. 309 ff. Diese sogenannte Theorie der Parallelkompetenz ist umstritten. Dagegen etwa BÖCKLI (Fn. 121), § 13 N 442–447a m.w.H.

154 Dazu vorne bei Fn. 95–98.

155 Die Literatur zur Tendenz, am Status Quo festzuhalten, ist beträchtlich. Die eine Schule hält dieses Verhalten für rational. Siehe z.B. MICHAEL KLAUSNER, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 *Virginia Law Review* 757 (1995), der die freiwillige Standardisierung von Corporate-Governance-Institutionen mit Netzwerk-Effekten erklärt. Die andere Schule macht dafür Heuristiken und kognitive Verzerrungen verantwortlich, wie sie aus der sozialpsychologischen Forschung bekannt sind. Siehe z.B. RUSSELL KOROBKIN, *The Status Quo Bias and Contract Default Rules*, 83 *Cornell Law Review* 608 (1998), der anhand von kontrollierten Experimenten zeigt, dass Menschen dazu tendieren, mehr dispositive vertragsrechtliche Regeln beizubehalten als rational begründbar ist. Siehe daneben auch BECHTOLD (Fn. 87), S. 223–245 m.w.H.

Grund, es den Gesellschaften und ihren Aktionären zu verbieten, ihre Unternehmensspitze anders zu organisieren, wenn sie dies tun möchten. Es sollte den Gesellschaften erlaubt sein, sich – in den Worten von FORSTMOSER, HOSSETTLER und VOGT – «ihre eigene Verfassung» zu geben.

## **F. Schluss**

Die jüngsten Vorschläge zur Schaffung von Aktionärsausschüssen sind innovativ. Dies sagt einiges aus über den Zustand des Schweizer Aktienrechts. Denn liesse das Aktienrecht den Gesellschaften mehr Freiheit bei der Organisation der Unternehmensspitze, hätte die Unternehmenspraxis womöglich schon längst mit Aktionärsausschüssen zu experimentieren begonnen. Die Institution hätte sich dann entweder etabliert, wie es sich die Befürworter vorstellen, oder sie wäre rasch wieder aufgegeben worden, wie dies in den Neunziger Jahren in den USA geschah und ich es auch für die Schweiz prognostiziere.

Die Forderung nach Aktionärsausschüssen ist so gesehen ein Symptom mangelnder Organisationsfreiheit. Das Schweizer Aktienrecht zwingt die Gesellschaften – ungeachtet der Delegationsmöglichkeit der Geschäftsführung – in das organisatorische Korsett des allverantwortlichen Verwaltungsrates, welcher das einzige zulässige von der Generalversammlung gewählte Aufsichts- und Exekutivorgan ist. Diese Beschränkung der Organisationsfreiheit ist nicht gerechtfertigt. Vielmehr sollte die heutige, zwingende Struktur zu dispositivem Recht werden. Die Gesellschaften würden so die Möglichkeit erhalten, in ihren Statuten die Aufsichts- und Exekutivfunktionen des Verwaltungsrates nach Belieben auf von der Generalversammlung gewählte Organe zu übertragen und die Organisation dieser Gremien frei zu regeln.

So fordere ich nicht die Schaffung von Aktionärsausschüssen, sondern die Abschaffung jener Rechtsnormen, welche diese und andere Innovationen in der Spitzenverfassung der AG verbieten. Kurzum, ich fordere mehr Organisationsfreiheit.

### *Zusammenfassung*

Mehrere Autoren haben sich jüngst für die Bildung von Aktionärsausschüssen ausgesprochen, welche als Bindeglied zwischen Unternehmensspitze und Aktionariat fungieren sollen. Die Idee des Aktionärsausschusses war vor 20 Jahren in den USA kurz in Mode, wurde jedoch schnell von anderen Reformideen abgelöst. Das Spektrum der Gestaltungsmöglichkeiten für Aktionärsausschüsse reicht von einer vom Management eingesetzten Fokusgruppe, wie sie in Frankreich beliebt ist, bis zum Quasi-Aufsichtsrat deutscher Prägung. Aktionärsaus-

schüsse werden zwar kaum viel kosten, aber wohl auch wenig nützen. Die Diskussion um Aktionärsausschüsse wirft jedoch die wichtige rechtspolitische Frage auf, wieviel Spielraum die Aktiengesellschaften bei der Gestaltung ihrer Spitzenorgane haben sollen. Das heutige, starre Modell mit dem Verwaltungsrat als einzigem von der Generalversammlung direkt gewählten Aufsichts- und Leitungsorgan ist paternalistisch und sollte reformiert werden. Den Aktiengesellschaften sollte es erlaubt sein, in ihren Statuten die Aufsichts- und Exekutivfunktionen des Verwaltungsrates verschiedenen Organen zuzuweisen, die von der Generalversammlung gewählt werden, und die Organisation dieser Organe frei zu regeln. Die jetzige, zwingende Struktur mit einem allverantwortlichen Verwaltungsrat soll dabei als dispositives Recht weitergelten.

*Résumé*

■

((15 Zeilen frei lassen))